

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE DIREITO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

MARINA DEON

O voto plural instituído pela Lei 14.195/21 e seus efeitos no Direito brasileiro.

Porto Alegre
2022

Marina Deon

O voto plural instituído pela Lei 14.195/21 e seus efeitos no Direito brasileiro.

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Departamento de
Direito Privado da Universidade
Federal do Rio Grande do Sul, como
requisito parcial para a obtenção do
título de Bacharel em Direito

Orientador: Prof. Dr. Gerson Luiz
Carlos Branco

Porto Alegre

2022

Marina Deon

O voto plural instituído pela Lei 14.195/21 e seus efeitos no Direito brasileiro.

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Direito Privado e Processo Civil da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Direito.

Aprovado em _____ de _____ de 2022.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Gerson Luiz Carlos Branco
Orientador

Prof. José Bráulio Petry da Fonseca

Prof. Maureci Marcelo Velter Junior

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Loire e Antonio, que me ensinaram o valor da honestidade, da humildade e da perseverança; que me apoiaram em cada crise, em cada insegurança, em cada sonho. Ao meu irmão, Henrique, que me ensinou que cada dia é uma nova oportunidade e que a disciplina vence qualquer obstáculo. À minha pequena sobrinha, Isabela, que, com apenas seis meses de vida, me fez perceber o quão sublime é nossa existência.

Às amigas que nasceram na Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, que compartilharam comigo não apenas noites de estudo ou resumos de conteúdos, mas, mais do que isso, risadas, angústias, histórias de vida: obrigada pela honestidade dos conselhos e pela felicidade de saber que posso contar com vocês, dentro e fora dos portões da UFRGS.

Aos professores que compartilharam seus conhecimentos ao longo de toda a Graduação. Em especial, gostaria de agradecer ao orientador deste trabalho, Gerson, que, com certeza, faz jus à definição de professor proferida por Paulo Freire: “o professor é aquele que aprende enquanto ensina, à medida em que, humilde, se ache permanentemente disponível a repensar o pensado”. Professor, obrigada por compartilhar seus conhecimentos com maestria e humildade.

Aos demais amigos e familiares que, mesmo de longe, torceram por mim: meu muito obrigada.

RESUMO

O voto plural, mecanismo recentemente inserido na legislação brasileira, atribui a determinada classe de ações poder de voto maior do que o conferido às demais classes. O presente trabalho tem como objetivos analisar o surgimento do voto plural no mundo e no Brasil, e o processo legislativo que levou a sua inserção no ordenamento jurídico brasileiro, bem como examinar os efeitos do instituto legal. Para tanto, serão explorados: (i) os desdobramentos do voto plural no mundo, especialmente nos Estados Unidos, berço do instituto; (ii) o projeto de lei que deu origem ao voto plural; e (iii) a doutrina brasileira e internacional, relacionada às limitações impostas pelo voto plural na lei 14.195/2021.

Palavras-chave: Direito de voto. Voto plural. Classe dual de ações.

ABSTRACT

Dual class shares, a mechanism recently introduced in the Brazilian law, gives a certain class of shares greater voting power than the conferred to the other classes. The present work aims to analyze the dual class shares mechanism in Brazil and the legislative process that led to its insertion in the legal system, as well as to examine the effects of the Brazilian legal institute. For these purposes, will be explored (i) the developments of the institute in the world, especially in the United States, country of origin of dual class shares; (ii) the legislative discussion that originated the dual class shares clause; and (iii) Brazilian and international doctrine, mostly related to the limitations imposed by the Brazilian law which established dual class shares.

Keywords: Right to vote. Plural voting. Dual class shares.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DCS - *Dual Class Shares*

IPO - *Initial Public Offering*

LSA - Lei das Sociedades por Ações

MP - Medida Provisória

SEC - *Security Exchange Commission*

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 DIREITO DE VOTO E O VOTO PLURAL	13
2.1 Voto plural e ações preferenciais	17
2.2 Voto plural e <i>golden shares</i>	21
2.3 Voto plural e voto múltiplo	24
2.4 Origem histórica	26
2.4.1 Histórico do voto plural no Brasil	31
2.5 Projeto de Lei	38
3 ESTRUTURA NORMATIVA DO VOTO PLURAL NA LEI N. 6.404/76	43
3.1 Da adoção do voto plural	43
3.2 Das limitações impostas ao voto plural	45
3.2.1 Do teto de 10 votos por ação ordinária.....	45
3.2.2 Das demais vedações ao voto plural.....	50
3.2.3 Das <i>sunset clauses</i> e da extinção do voto plural.....	54
4 CONCLUSÃO	63
5 REFERÊNCIAS	68

1 INTRODUÇÃO

Na discussão internacional, especialmente na doutrina norte-americana, a companhia que possuir mais de uma classe de ações com atribuição de pesos de voto diferentes para cada ação é chamada de companhia com “duas classes de ações” – ou DCS (*Dual Class Shares*). No Brasil, as ações que têm poder de voto superior são chamadas de ações com voto plural. Para Nelson Eizerik¹, o voto plural tem como objetivo assegurar a determinadas categorias de acionistas – usualmente, os fundadores – uma influência preponderante na direção da empresa, desproporcional ao capital que representam.

Desse modo, empresas que têm a estrutura do voto plural apresentam, tipicamente, duas classes de ações, uma delas com mais direito de voto do que a outra. Os detentores das ações com mais votos, geralmente uma minoria, acabam por controlar as decisões de diretoria², cerceando a manifestação de acionistas com menos votos por ação. Justamente pela preocupação do legislador brasileiro em proteger esses acionistas, o Brasil, até 2021, adotou unicamente o princípio do “*one share, one vote*”³, ou seja, a atribuição do peso de um voto por ação.

Todavia, a partir de 2010, uma nova onda de empresas de alta performance passou a priorizar a listagem em mercados públicos de ações que permitissem o voto plural, tendência que se intensificou nos últimos anos, principalmente com a fuga de capital de jurisdições menos permissivas⁴. A principal vantagem do voto plural, segundo Calças, Junqueira e Clamesha⁵, é a possibilidade simultânea de alta capitalização via IPO e de implementação de

¹ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. I - Arts. 1 a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 621.

² GOVINDARAJAN, V., Rajgopal, S., SRIVASTAVA, A., ENACHE, L. Should Dual-Class Shares be Banned? *In: HARVARD BUSINESS REVIEW: [S. l.]*, 03 dez. 2018. Disponível em: <https://hbr.org/2018/12/should-dual-class-shares-be-banned>. Acesso em: 23 jul. 2022.

³ Em tradução livre, um voto por ação.

⁴ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. 45 anos depois: a admissão do voto plural pela lei das S.A. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, v. II, edição especial em comemoração aos 45 anos das leis 6.385 e 6.404, dez. 2021. p. 47.

⁵ CALÇAS, Manoel de Q. P.; JUNQUEIRA, Ruth; CLEMESHA, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. v. 92, a. 24. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <http://revistadoatribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2021-8724>. Acesso em: 23 set. 2022. p. 7.

um projeto de gestão de médio ou longo prazo, principalmente por *startups* e *fintechs*, em que a pessoa do fundador assume importância na condução dos negócios da companhia, considerando sua alta especialização e seu relacionamento com investidores.

Como exemplo, algumas das maiores empresas dos últimos tempos por capitalização de mercado – Google, Facebook, Alibaba e LinkedIn – foram listadas em mercados que permitissem a estrutura de ações com voto plural⁶, fazendo com que diversos países passassem a reavaliar a permissão do instituto.⁷

Muito se discutiu sobre a possibilidade de inserção do voto plural no ordenamento jurídico brasileiro. Em 2018, surgiu o Projeto de Lei n. 10.736/2018, que objetivava a inserção do voto plural no ordenamento jurídico pátrio. Já em 2020, a B3 solicitou à *Ace Governance* pesquisa sobre os efeitos do voto plural, tanto no cenário brasileiro quanto no de fora do país⁸. Essa pesquisa contou, inclusive, com entrevistas de *experts* em governança, que, em sua maioria, não recomendaram a inserção do instituto na Lei das Sociedades Anônimas. Por outro lado, matérias divulgadas em revistas *on-line*, como a Valor Econômico⁹,

⁶ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. 45 anos depois: a admissão do voto plural pela lei das S.A. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, v. II, edição especial em comemoração aos 45 anos das leis 6.385 e 6.404, dez. 2021. p. 47.

⁷ SALDANHA, Nair. Voto plural é tendência internacional. *In: ABRASCA: [S. l.]*, 14 dez. 2020. Disponível em: <https://www.abrasca.org.br/noticias/sia-cia-1529-voto-plural-e-tendencia-internacional>. Acesso em: 11 jul. 2022.

⁸ EXTRATO DA ANÁLISE internacional e repercussão no mercado brasileiro da expansão da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados (DCS). 2020. Disponível em: http://www.b3.com.br/data/files/45/02/1F/3D/16ECF6107DF7ACF6AC094EA8/EXTRATO_DA_ANALISE_VOTO_PLURAL.pdf. Acesso em: 20 jun. 2022.

⁹ MÜSSNICH, Francisco. Voto plural: quebrando paradigmas. *In: VALOR ECONÔMICO: [S. l.]*: 15 dez. 2017. Disponível em: <https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2017/12/15/voto-plural-quebrando-paradigmas.ghtml>. Acesso em: 11 jul. 2022.

AZEVEDO, Rita. Voto plural não pode ser licença para matar, diz ex-CVM. *In: VALOR ECONÔMICO: [S. l.]*, 04 ago. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/08/04/voto-plural-nao-pode-ser-licenca-para-matar-diz-ex-cvm.ghtml>. Acesso em: 10 ago. 2022.

AZEVEDO, Rita. Voto plural faz sentido em certas empresas e o importante é ter limitações para abusos do controlador, diz Yazbek. *In: VALOR ECONÔMICO: [S. l.]*, 03 ago. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/08/03/voto-plural-faz-sentido-em-certas-empresas-e-o-importante-e-ter-limitacoes-para-abusos-do-controlador-diz-yazbek.ghtml>. Acesso em: 15 ago. 2022.

AZEVEDO, Rita. Voto plural terá impacto positivo na abertura de capital no país. *In: VALOR ECONÔMICO: [S. l.]*, 31 ago. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/08/31/voto-plural-ter-impacto-positivo-na-abertura-de-capital-no-pas-diz-b3.ghtml>. Acesso em: 15 set. 2022.

demonstraram a possibilidade de que o instituto fosse favorável ao desenvolvimento do ambiente de negociações brasileiro.

Diante dessa tendência de mercado e na tentativa de melhorar o posicionamento brasileiro no ranking da *Doing Business*¹⁰, foi incluída na Medida Provisória 1.040/2021 proposta de inserção de voto plural no ordenamento jurídico pátrio. Esse tipo de alternativa vem sendo considerado um requisito necessário para manter a competitividade brasileira em ambientes de listagem, principalmente considerando a abertura de capital de empresas brasileiras em mercados internacionais que permitissem a adoção do voto plural, como a PagSeguro e a XP investimentos.¹¹

Assim, em 2021, a Medida Provisória 1.040/2021 foi promulgada, originando a Lei 14.195/2021, também conhecida como Lei da Melhoria do Ambiente de Negócios. Nela, foi instituído o voto plural, baseado em práticas de governanças internacionais e visto pelo legislador como “medida necessária para [...] evitar perdas de listagens de empresas brasileiras para quais a manutenção do controle acionário [...] seria fator essencial.”¹²

Fato é que o voto plural é visto com ressalvas por parcela relevante dos doutrinadores do Direito Societário¹³, principalmente pela grande quantidade de amarras trazidas, em dissonância com a liberdade para adoção do instituto que se observa em outros países – em especial nos Estados Unidos, país berço do voto plural. Mais do que isso, conforme assevera Müssnich¹⁴, o voto plural é visto, também, como potencial causador de um desalinhamento entre acionistas

¹⁰Ranking que analisa a regulação de negócios em 190 economias: DOING BUSINESS 2004-2020. In: THE WORLD BANK. Disponível em: <https://archive.doingbusiness.org/en/doingbusiness>. Acesso em: 16 set. 2022.

¹¹ SOARES, Rebeca. Mais rentáveis em Wall St.? Por que brasileiras fazem IPO nos EUA. In: ESTADÃO: [S. l.], 18 out. 2021. Disponível em: <https://investidor.estadao.com.br/mercado/ipo-empresas-brasileiras-eua-wall-street>. Acesso em: 12 jul. 2022.

¹² BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. **Parecer proferido em plenário à MPV n. 1.040, de 2021**. Autor: Poder Executivo Relator: Deputado Marco Bertaiolli. Brasília, 29 de março de 2021. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=2032293 Acesso em: 15 ago. 2022. p. 16.

¹³ Em 2021, professores de Direito Societário publicaram carta aberta com ressalvas em relação ao voto plural, ressaltando sua importância, mas demonstrando preocupações quanto à regulamentação brasileira. (RAGAZZI, Ana Paula. Advogados criticam proposta de MP para o voto plural. In: VALOR ECONÔMICO: [S. l.], São Paulo, SP: 15 jun. 2021. Disponível em: http://c.lookcom.com.br/pucsp/site/m014/noticia.asp?cd_noticia=96289220 Acesso em: 29 ago. 2021.)

¹⁴ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. 45 anos depois: a admissão do voto plural pela lei das S.A. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, v. II, edição especial em comemoração aos 45 anos das leis 6.385 e 6.404, dez. 2021. p. 44.

controladores e acionistas minoritários, que, na maioria das vezes, são titulares da maior parte do capital investido.

Para que seja possível analisar o voto plural, é necessária não apenas a definição do que é o voto em si, como também são necessárias distinções referentes ao voto preferencial, às *golden shares* e ao voto múltiplo. Posteriormente, será realizada análise do contexto do surgimento do voto plural, bem como serão feitas breves considerações sobre o modo como se desenvolveu no mundo. Ainda, é necessária a análise do desenvolvimento do voto plural no direito brasileiro, principalmente quanto à racionalidade das vedações impostas pelo instituto pátrio e a subsequente efetividade da regulamentação no que tange à expectativa de aumentar a confiança no mercado brasileiro, especialmente em perspectiva comparada com o direito norte-americano.

Nesse sentido, cabe ressaltar que, em que pese o voto plural surja para modernizar o ambiente de negócios brasileiro, sua ausência não é o único impedimento à preferência de listagem em mercados de capitais estrangeiros. A modernização do ambiente de negócios brasileiro se faz essencial, porém é necessário que os dispositivos adicionados à lei pátria busquem tornar o mercado mais fluido, de modo que o voto plural não se torne um dificultador da atuação empresarial, mas um dispositivo facilitador das relações econômicas. Portanto, deve-se analisar o dispositivo do voto plural, a fim de que se pondere sobre as alterações trazidas ao direito brasileiro.

2 DIREITO DE VOTO E O VOTO PLURAL

Para que o significado do voto plural seja plenamente compreendido, é preciso, em primeiro lugar, definir o conceito de voto, a fim de que, em segundo lugar, seja possível definir o conceito de voto plural. O passo seguinte é a distinção do voto plural em face das ações preferenciais, das *golden shares*, e do voto múltiplo.

Desse modo, cabe destacar o conceito de voto, incluindo (i) o caráter patrimonialista a ele conferido; (ii) seu papel na tutela dos interesses do acionista, e (iii) sua característica de direito suscetível a limitações.

O direito de voto é uma das características mais marcantes das companhias, porquanto constitui um meio de se chegar a decisões não previstas no contrato social, ou de delegar aos administradores os poderes para adotá-las¹⁵. Portanto, o voto constitui o meio pelo qual os acionistas participam das deliberações das assembleias gerais, colaborando para a formação da vontade social, o que pressupõe, em princípio, ações orientadas pelos interesses da companhia¹⁶.

Na esfera do Direito Privado, que tem cunho essencialmente patrimonialista, é a propriedade do quinhão social que legitima a manifestação na formação da vontade coletiva¹⁷. Portanto, o voto do acionista, antes da modificação trazida pela Lei n. 14.195/2021, deveria ser proporcional a sua participação no capital total da companhia, ou, ainda, a sua participação no capital votante (caso fosse negado no estatuto o direito de voto nas ações preferenciais). É o que a doutrina chama de “*one share, one vote*”¹⁸, princípio disposto no artigo 110, *caput*, da Lei das S/A¹⁹, adotado pelo Brasil, em caráter exclusivo, até 2021.

¹⁵ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. I - Arts. 1 a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 620.

¹⁶ *Ibid.*

¹⁷ *Ibid.*, p. 620-621.

¹⁸ Por muito tempo, o princípio do “*one share, one vote*” foi considerado sinônimo de boa governança. A base desse princípio é a de que cada ação de emissão de uma companhia deveria corresponder a um direito de voto, garantindo proporcionalidade entre a participação do capital e o controle societário, de modo que a tomada de decisões seja associada ao risco suportado pelo acionista.

¹⁹ Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia-geral.

Ainda, para Bulgarelli²⁰, o direito de voto serve tanto para a tutela de interesse individual do acionista como para meio instrumental de formação da vontade da pessoa jurídica²¹. Conforme o autor, o direito deve ser exercido pelo acionista em favor do interesse social, e não em favor de seus interesses pessoais, que gerariam figuras de abuso de direito e conflitos de interesse. É também nesse sentido o posicionamento de Tomazette²², que assevera que os titulares de ações com direito de voto, ao exercerem-no, expressam uma manifestação destinada à formação da vontade da sociedade. Ademais, conforme Fischel²³, o voto também é uma forma mecanismo de monitoramento, uma vez que os administradores podem sofrer prejuízos, como a deposição, por meio do exercício do poder de voto dos acionistas não absenteístas.

Ademais, o voto é um direito suscetível a limitações e até a derrogações, como no caso de ações preferenciais (analisadas adiante, no item 2.1), que poderão não ter o direito de voto. É um direito subjetivo de participação na vontade coletiva, exercido em favor do interesse social da empresa, sendo, portanto, um elemento integrante da qualidade de sócio de seu titular. Assim, conclui-se que o voto é uma forma de manifestação conferida aos acionistas, que lhes dá o poder de participar da formação de decisões não previstas no contrato social, ou, ainda, que lhes dá o direito de delegar aos administradores poderes para adotar decisões específicas.

²⁰ BULGARELLI, Waldirio. **Manual das Sociedades Anônimas**. São Paulo: Atlas, 2001. p. 237.

²¹ Segundo Rick Fleming, investidores – particularmente investidores de capital de risco em estágio avançado, com bolsos cheios – estão dispostos a pagar quantias astronômicas enquanto cedem quantidades surpreendentes de controle aos fundadores. Isso significa que outros investidores, para aplicar seu próprio capital, devem concordar com termos que antes eram impensáveis, incluindo ações com pouco voto ou sem voto. Diante de tal renúncia de poderes, o resultado é uma onda de empresas de fraca governança corporativa. (Disponível em: FLEMING, Rick A. Dual-Class Shares: A Recipe for Disaster. *In*: HARVARD LAW SCHOOL Forum on Corporate Governance: [S. l.], 17 out. 2019. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/10/17/dual-class-shares-a-recipe-for-disaster/>. Acesso em: 23 set. 2022. Tradução livre.)

²² BATALHA, Wilson de Souza Campos. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. Vol. 2. Rio de Janeiro: Forense, 1977. p. 551 (*apud* TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial: Teoria Geral e Direito Societário**. V. 1, 12ª. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 547.)

²³ FISCHEL, Daniel R. Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock. **University of Chicago Law Review**, n. 119, 1987. Disponível em: https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2412&context=journal_articles. Acesso em: 23 set. 2022. p. 133.

Em segundo lugar, é necessário definir o voto plural. Para Müssnich²⁴, o voto plural, também conhecido como voto de qualidade ou voto plúrimo, é uma técnica de organização do poder de controle nas sociedades anônimas, na qual o estatuto social divide as ações em mais de uma classe, atribuindo a uma delas o direito a mais de um voto por ação. Assim, o poder de controle é concentrado em certa classe de acionistas.²⁵

Nesse mesmo sentido, para Eizerik²⁶, 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”. Cabe ressaltar, nesse sentido, que o voto plural não assegura necessária vantagem econômica, conforme inferem Calças, Junqueira e Clamesha²⁷. Para os autores, o elemento distintivo do voto plural é a iniquidade política no poder de voto, que, apesar de que possa deflagrar desigualdade, na verdade guarda o verdadeiro potencial econômico do instituto, porquanto garante (i) a manutenção do controle acionário, (ii) a implementação de um projeto de médio ou longo prazo e (iii) a alta capitalização da empresa via IPO.

Essas características são especialmente importantes para empresas do ramo da tecnologia. Em primeiro lugar, porque trazem a possibilidade de implementação, pelo fundador e maior detentor de *know-how*, de plano de negócios específico, aplicando o que Goshen e Hamdani²⁸ denominam “visão idiossincrática de negócio”²⁹, razão pela qual é necessária a manutenção do

²⁴ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. 45 anos depois: a admissão do voto plural pela lei das S.A. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, v. II, edição especial em comemoração aos 45 anos das leis 6.385 e 6.404, dez. 2021. p. 33.

²⁵ *Ibid.*, p. 33.

²⁶ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. I - Arts. 1 a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 621.

²⁷ CALÇAS, Manoel de Q. P.; JUNQUEIRA, Ruth; CLEMESHA, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. v. 92, a. 24. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <http://revistadoatribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql& marg=DTR-2021-8724>. Acesso em: 23 set. 2022. p.7.

²⁸ GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Corporate Control and Idiosyncratic Vision. 125 Yale Law Journal. p. 567

²⁹ Segundo Goshen e Hamdani, “a visão idiossincrática do empreendedor tem duas características: primeiro, reflete as partes da ideia de negócio do empreendedor que pessoas de fora podem ser incapazes de observar ou verificar, um plano de negócios que apenas pode ser executado pelo empreendedor. Em segundo lugar, reflete o retorno pecuniário acima do mercado [...], que, se o negócio for bem-sucedido, será compartilhado entre o empresário e os investidores. É importante ressaltar que a visão idiossincrática não diz respeito a uma inovação, mas a um plano que o idealizador acredita que resultará em retornos acima do

controle acionário. Em segundo lugar, há a necessidade de implementação de um projeto de médio ou longo prazo. Nesse sentido, o aprimoramento de um modelo de negócio em empresas de tecnologia geralmente envolve um plano empresarial que deverá apresentar retornos financeiros após alcançar um certo marco – como determinado número de usuários, por exemplo. Por fim, a possibilidade de alta capitalização por meio de IPO é derivada dos dois primeiros itens, pois é a gestão especializada, aliada à plano de negócio específico, que poderá se destacar no mercado a ponto de gerar alta aceitação e, conseqüentemente, altos investimentos.

Calças, Junqueira e Clamesha³⁰ apresentam o exemplo da gestão quase que autocrática de Mark Zuckerberg, no Facebook:

Em 2012, a empresa adquiriu o Instagram por um bilhão de dólares, e, em 2014, o WhatsApp, por 19 bilhões de dólares. Ambas as operações foram bastante questionadas pelos acionistas, mas o fato é que as empresas adquiridas pelo Facebook pela vontade de Zuckerberg atualmente valem em torno de 150 bilhões de dólares [...], e não ameaçam o plano de negócios do Facebook.

Logo, é possível concluir que o voto plural é técnica de organização do poder de controle nas sociedades anônimas, na qual, conforme já se apontou, o estatuto social divide as ações em mais de uma classe, confere a uma delas o poder de mais de um voto por ação e, assim, garante uma reserva de poder a determinado grupo de acionistas, concentrando a gestão da sociedade.

Nesse sentido, o voto plural poderia ser considerado um instrumento facilitador do “fascismo acionário”³¹, justamente por não atribuir o mesmo número de votos a todas as ações. Veja-se que, conforme a emenda 17 à MP 1.040³², que propôs a inclusão do voto plural no ordenamento jurídico brasileiro,

mercado”. (GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*. 125 *Yale Law Journal*. p. 567).

³⁰ CALÇAS, Manoel de Q. P.; JUNQUEIRA, Ruth; CLEMESHA, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. v. 92, a. 24. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <http://revistadoatribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2021-8724>. Acesso em: 23 set. 2022. p. 7.

³¹ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônima**: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro e 1976, com as modificações das Leis n. 9.457, de 5 de maio de 1997, e n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 401.

³² BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. **Emenda à MP n. 1040/2021**. Art. 1º. Revogue-se o §2º., do art. 110, da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, nos termos do Projeto de Lei de Conversão referente à Medida Provisória n. 1.040, de 30 de março de 2021

o instituto do voto plural era proibido desde o advento do Decreto n. 21.536, de 15 de junho de 1932, justamente pelo argumento de que o dispositivo “possibilitava o abuso do poder acionário, ao concentrá-lo nas mãos de poucos acionistas”, reforçando a aplicação do “*one share, one vote*”.

Em terceiro lugar, é necessário estabelecer uma breve distinção entre (i) voto plural e ações preferenciais; (ii) voto plural e *golden shares*; e (iii) voto plural e voto múltiplo. Ainda, por fim, é importante realizar uma breve diferenciação entre voto plural e voto privilegiado.

2.1 Voto plural e ações preferenciais

Parte-se, aqui, do conceito de ações preferenciais, para que, em seguida, seja possível diferenciá-las das ações com voto plural. Ainda, cabe uma breve análise das ações preferenciais sem direito a voto, e, por fim, das ações superpreferenciais emitidas pela empresa Gol, em 2015. Quanto ao primeiro item, Tomazette³³ classifica as ações preferenciais do seguinte modo:

As ações preferenciais são aquelas que possuem algum privilégio ou vantagem de ordem patrimonial, podendo ou não possuir direito de voto. São ações tipicamente usadas pelos acionistas rendeiros e especuladores, que têm muito pouco ou nenhum interesse na gestão da companhia. As ações preferenciais podem ser de classes diversas, tanto nas sociedades fechadas quanto nas abertas.

Portanto, as ações preferenciais outorgam a seus titulares todos os direitos essenciais que lhe são inerentes, conforme versa o artigo 109³⁴ da LSA. Além disso, em relação às ações ordinárias, as ações preferenciais detêm, também, determinadas vantagens patrimoniais, em termos de preferência no

[...]. Autoria: Deputado Marco Bertaiolli. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8947708&ts=1652228224856&disposition=inline&ts=1652228224856>. Acesso em: 16 set. 2022. p. 6.

³³ TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial: Teoria Geral e Direito Societário**. V. 1, 12ª. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 500.

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

I - participar dos lucros sociais;
 II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;
 III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;
 IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172;
 V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.”

recebimento dos dividendos distribuídos, ou, ainda, a prioridade no reembolso. Por fim, há a possibilidade de acumulação das duas prioridades citadas³⁵. Por outro lado, os acionistas preferenciais suportam restrições em face das vantagens recebidas, de modo que a ação preferencial pode ou não ter o direito de voto³⁶. As limitações políticas, bem como as vantagens patrimoniais devem estar expressamente elencadas no estatuto social da empresa.³⁷

A diminuição de direitos políticos, no caso de ações preferenciais sem direito de voto, pode ser baseada justamente no fenômeno do progressivo absentismo dos acionistas nas assembleias gerais, que, segundo Carvalhosa³⁸, foi a principal razão para a criação das ações preferenciais. Desse modo, seria encontrada uma forma de participação financeira adequada por parte de acionistas interessados em somente investir, sem ferir os interesses do grupo controlador.

Nesse sentido, cabe mencionar a regra que permite a existência de até dois terços do capital da empresa representado por ações preferenciais sem voto, conforme versa o artigo 15, parágrafo 2º, da LSA³⁹. Conforme assevera Calixto Salomão Filho⁴⁰, o referido parágrafo, cujo conteúdo afirma que o número de ações preferenciais se reduz, a, no máximo, 50% do capital total, pode ser entendido como uma forma de consagração legal do controle minoritário no

³⁵ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônima**: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro e 1976, com as modificações das Leis n. 9.457, de 5 de maio de 1997, e n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 380.

³⁶ Ainda conforme Carvalhosa, a Lei n. 10.303/2001 criou uma distinção entre o regime de privilégios a serem adotados para as ações preferenciais sem direito a voto ou com direito a voto restrito negociado no mercado de valores mobiliários, e aquele a ser adotado pelas ações preferenciais não negociadas nesse mercado. Segundo o autor, as ações preferenciais não negociadas no mercado de valores mobiliários, emitidas por companhia fechadas ou abertas, poderão ser regradas pelo estatuto, que estabelecerá a prioridade no reembolso do capital com ou sem prêmio, bem como determinará, cumulativamente ou não, dividendos prioritários fixos ou o mínimo, nos termos do artigo 17 da LSA. Por outro lado, para que ações preferenciais emitidas por companhias abertas possam ser admitidas à negociação, o estatuto deverá estabelecer, conforme versa Carvalhosa, ao menos um dos três privilégios previstos no parágrafo primeiro do artigo 17 da LSA.

³⁷ Caso as ações preferenciais não propiciem direito de voto, ou o tenham restringido, elas passam a adquiri-lo plenamente se não lhes for pago o dividendo por um prazo definido no estatuto, não superior a três exercícios consecutivos, conforme versa o artigo 111 da LSA.

³⁸ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônima**: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro e 1976, com as modificações das Leis n. 9.457, de 5 de maio de 1997, e n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 401.

³⁹ “§ 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.”

⁴⁰ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. São Paulo: PC Editorial Ltda., 2011. p. 143.

direito brasileiro, o que, para Ulhôa Coelho, torna inócua a proibição do voto plural⁴¹. O sistema brasileiro poderia, portanto, ser caracterizado como um sistema em que há opção clara pelo controle minoritário, embora o princípio da vontade das maiorias deva ser respeitado.

No caso das ações preferenciais, impossível não recordar das ações superpreferenciais emitidas pela Gol, divulgadas em fato relevante de 21 de janeiro de 2015, conforme relatório da *Ace Governance*⁴². Nesse caso, a Gol desdobrou suas ações ordinárias em 1:35, como forma de alavancagem, considerando que o acionista controlador não tinha capacidade financeira para acompanhar a captação de recursos suficientes para a necessidade de investimento da empresa.

Para possibilitar a alavancagem, a empresa sugeriu proposta de reorganização societária e aprimoramento de governança⁴³, que incluía a supressão do direito de voto para as ações preferenciais, em casos

⁴¹ Para Ulhôa Coelho, por conta da diferença no preço de emissão de ações ordinárias com voto ou preferenciais sem voto, é possível a lícita e legítima concentração da totalidade do poder de tomar as decisões, em uma sociedade anônima, nas mãos de um único acionista, que se responsabilizou por uma parcela diminuta dos recursos aportados no capital social. Por exemplo, em uma sociedade com 200 ações (sendo metade ordinárias votantes e metade preferenciais não votantes), se um acionista for titular de 51 ações ordinárias, terá investido R\$51 na sociedade, correspondendo a 5,1% do capital social de R\$1.000. Mas, se esse acionista for titular de direitos de sócios que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria das deliberações da assembleia geral e o poder de escolher a maioria dos administradores, será, em suma, controlador. E será o controlador ainda que as demais ações ordinárias (49) e a totalidade das ações preferenciais (100) forem de titularidade de um único outro acionista; o qual terá investido R\$949, correspondente a 94,9% do capital social. Este acionista não terá absolutamente nenhuma ingerência nas decisões da companhia: não terá direito de voto na assembleia geral, não escolherá administrador, não participará da orientação dos negócios sociais, etc. Portanto, manejando-se adequadamente os preços de emissão das ações de cada espécie, chega-se ao mesmo resultado que o do voto plural: o domínio da sociedade anônima por quem investiu pouco capital. Também por isso, o autor considera a vedação ao voto plural inócua (COELHO, Fábio Ulhôa. “Nota sobre a proibição do voto plural”. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. v. 12. São Paulo: Almedina, nov. 2020. p.88-89).

⁴² EXTRATO DA ANÁLISE internacional e repercussão no mercado brasileiro da expansão da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados (DCS). 2020. Disponível em: http://www.b3.com.br/data/files/45/02/1F/3D/16ECF6107DF7ACF6AC094EA8/EXTRATO_DA_ANALISE_VOTO_PLURAL.pdf. Acesso em: 15 ago. 2022.

⁴³ Nessa proposta, os principais pontos eram: (i) Aumento dos direitos patrimoniais conferidos pelas ações preferenciais na proporção de 35 para 1 e o simultâneo desdobramento das ações ordinárias na mesma proporção; (ii) adoção de melhorias na governança corporativa da companhia para reforçar o alinhamento de interesses entre acionistas, incluindo a representação dos preferencialistas no Conselho de Administração e o voto em separado em assembleias especiais, nas condições especificadas no estatuto social; (iii) limitação à alienação de ações detidas pelo acionista controlador (*lock-up*); e (iv) previsão de uma obrigação de lançar uma oferta pública de aquisição por parte de qualquer adquirente de ações, representando 30% ou mais da participação econômica na empresa.

específicos⁴⁴. Na mesma reestruturação, alguns direitos das ações preferenciais foram ampliados em 35 vezes, tais como o valor do reembolso das ações e a participação nos dividendos, dando origem às ações superpreferenciais.

Diante do desdobramento das ações, apenas 2,5% do capital social passaria a ser composto por ações preferenciais⁴⁵, mas, por outro lado, em certos cenários, as ações preferenciais aumentaram seus direitos em 35 vezes. Desse modo, a indagação da CVM⁴⁶ seria quanto à possibilidade de garantir a participação econômica dos acionistas preferenciais em pleitos que abrangessem votos de ordinalistas e preferencialistas, principalmente considerando que o voto plural era proibido na época. Outra indagação seria referente ao aporte de capital pelos acionistas superpreferenciais proporcionalmente aos benefícios que receberiam.

Nesse sentido, diante da estrutura superalavancada, a relação entre o aporte econômico e o direito de participação na sociedade ficou desequilibrado, fazendo com que a Gol modificasse seu estatuto também para fins de manutenção de direitos essenciais de acionistas preferenciais. Para a CVM, nesse caso, o entendimento de que o poder político deve alinhar-se com o aporte econômico, ainda que a lei permita estruturas alavancadas, permeia o próprio entendimento das sociedades por ações. Assim, percebe-se que o parecer da CVM foi contrário à atribuição de poderes sociais desproporcionais ao capital

⁴⁴ “§4º As ações preferenciais terão direito a voto em quaisquer deliberações da Assembleia Geral sobre (“Matérias Especiais”): (a) transformação, incorporação, cisão e fusão da Sociedade; (b) aprovação de contratos entre a Sociedade e o Acionista Controlador (conforme definido no Regulamento), diretamente ou por meio de terceiros, assim como de outras sociedades, nas quais o Acionista Controlador tenha interesse, sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em Assembleia Geral; (c) avaliação de bens destinados à integralização de aumento de capital da Sociedade; (d) escolha de instituição ou empresa especializada para determinação do Valor Econômico da Sociedade, conforme definição e termos do item 10.1.1. do Regulamento; (e) mudança do objeto social da Sociedade; (f) alteração ou revogação de dispositivos estatutários que alterem ou modifiquem quaisquer das exigências previstas no item 4.1. do Regulamento, ressalvado que esse direito a voto prevalecerá enquanto estiver em vigor o Contrato de Participação no Nível 2 de Governança (conforme definido no Regulamento); (g) alteração ou revogação dos Artigos 12 a 16, 18 §3º, 5º e 6º, 36 a 38 e 50; e (h) qualquer alteração aos direitos de voto previstos neste parágrafo e qualquer alteração dos parágrafos 5º e 8º abaixo.”

⁴⁵ Essas ações, em muitos casos, teriam direitos ampliados em 35 vezes, como no caso de recebimento de dividendos.

⁴⁶ BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Análise das propostas de alterações aos Regulamentos de Listagem dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e do Bovespa Mais – Nível 2**. Analista: Paulo Portinho de Carvalho. Brasília, DF: 09 out. 2015. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2015/20151013/4977.pdf> . Acesso em: 23 set. 2022. p. 8.

aportado pelo acionista. Cabe observar, ademais, que as ações com voto plural também são caracterizadas pelo desalinhamento entre poder político e capital aportado.

Sobre as diferenças entre ações preferenciais e ações com voto plural, além da regra que versa sobre a aquisição do direito de voto com a limitação de até 50% do capital total, pode-se analisar outra diferença entre ação de voto plural e as ações preferenciais: a inexistência da limitação do poder político no voto plural. Enquanto aquela objetiva, justamente, que o acionista, não raro fundador, detenha mais poder sobre a companhia, a fim de colocar em prática sua visão de negócio, esta objetiva a possibilidade de diminuição de direitos políticos em troca do aumento de benefícios patrimoniais. Nesse sentido, as *golden shares*, por exemplo, também podem ser consideradas ações preferenciais, uma vez que atribuem vantagens específicas ao ente que delas se utiliza, conforme será observado no item seguinte.

2.2 Voto plural e *golden shares*

A primeira aparição das *golden shares* ocorreu no Reino Unido, no governo de Margaret Thatcher. No Brasil, apareceu inicialmente no artigo 8º. da Lei n. 8.031/1990⁴⁷, que instituiu o PND (Plano Nacional de Desestatização). Juliana Kruger Pela⁴⁸ explica que as *golden shares* surgiram em um momento em que se verificava uma crise de financiamento do Estado, que comprometia a capacidade de investimento público e a eficiência na administração dos recursos confiados aos governos. Para conter os gastos públicos e realocar ativos empresariais controlados pelo Estado, desenhou-se uma política pública que transferia os ativos públicos às mãos dos particulares, que teriam maior capacidade de investimento e maiores incentivos para geri-los de forma eficiente.

Em que pese a política pública desenhada objetivasse a transferência aos particulares do controle das empresas então estatais, a fim de adicionar valor

⁴⁷ “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.”

⁴⁸ PELA, Juliana Kruger. **As *golden shares* no Direito Societário Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 191.

aos ativos e aumentar, por consequência, o valor agregado, a transferência não poderia acarretar uma perda completa da ingerência do Estado sobre a administração de recursos públicos, sob pena de comprometer valores como a segurança nacional. Desse modo, surgiram as *golden shares*, mecanismo que permitiu, a um só tempo, a transferência do controle societário dessas companhias aos particulares e a reserva, nas mãos do Estado, de poderes que resguardassem os interesses nacionais, principalmente em face de participações estrangeiras. Em suma:

Cuidava-se de título acionário representativo de uma unidade do capital social, que atribuía ao seu titular – o estado – prerrogativas especiais, não proporcionais à sua participação no capital da sociedade, destinadas a resguardar interesses nacionais, como o direito de impedir o ingresso de acionistas estrangeiros no bloco de controle da companhia. Em sua origem, portanto, a *golden share* visava à satisfação de interesses públicos.⁴⁹

Ainda quanto à definição, Carvalhosa⁵⁰ assim caracteriza as *golden shares*:

(i) serem de classe especial; (ii) podem ser utilizadas não apenas nas empresas privatizadas pela união, mas também nas sociedades privatizadas por entes municipais e estaduais; (iii) conferirem poderes especiais sobre determinadas matérias especificadas no estatuto; (iv) serem de propriedade exclusiva do ente desestatizante.

Quanto ao fato de as *golden shares* serem de classe especial, cabe mencionar o artigo 17, parágrafo 7º., da LSA⁵¹. Conforme assevera Pella⁵², segundo o dispositivo, a chamada “ação de classe especial” deve ser qualificada, também, como ação preferencial. A qualificação de “preferencial”, todavia, não existia na Lei n. 9.491/97 (a lei que altera procedimentos relativos ao Programa Nacional de Desestatização) ou no Decreto n. 2.594/98 (que regulamenta a Lei

⁴⁹ PELA, Juliana Kruger. **As golden shares no Direito Societário Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 189.

⁵⁰ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônima**: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro e 1976, com as modificações das Leis n. 9.457, de 5 de maio de 1997, e n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 380.

⁵¹ “§ 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.”

⁵² PELA, Juliana Kruger. **As golden shares no Direito Societário Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 224.

9.491/97), vindo a ser inserida no ordenamento jurídico pela Lei n. 10.303/2001, que incluiu o parágrafo 7º.⁵³ no artigo 17 da LSA.

Essa previsão estabeleceu que a ação de classe especial deve ser uma ação preferencial e que outros entes além da União podem deter ações de classe especial em empresas privatizadas. Desse modo, conclui-se que, atualmente, *golden shares* podem ser usadas por qualquer ente político (União, Estados, Municípios), além de beneficiarem os controladores das empresas privadas que alienarem a maioria do capital votante, conforme o artigo 17, parágrafo 2º., da LSA, desde que realizada previsão estatutária das vantagens atribuídas.^{54 55}

Portanto, há semelhanças entre as *golden shares*, ações que permitem prerrogativas especiais, não proporcionais a sua participação no capital da sociedade, e as ações de voto plural, já que ambas conferem a possibilidade de deliberação pela minoria do capital social. Nesse sentido, segundo Carvalhosa⁵⁶, o voto plural criaria uma desproporção entre ação e capital, constituindo, assim, um meio de concentração de vontade social nas mãos de um único ou pequeno grupo de acionistas – semelhante ao que ocorre nas *golden shares*.

Ainda quanto à comparação entre as *golden shares* e as ações com voto plural, Pela⁵⁷ apresenta importantes indagações acerca da licitude daquelas:

Argumenta-se que as *golden shares* violariam regras e princípios centrais de direito societário, como (i) a proporcionalidade entre direitos e participação acionária (princípio enunciado como “*one share one vote*”), (ii) a impessoalidade da participação acionária, (iii) a igualdade entre acionistas, (iv) a deliberação por maioria, (v) a livre circulação dos títulos acionários, e (vi) a tipicidade das espécies e classes de ações. Por contrariar essas regras e princípios, tidos como essenciais ao regime das sociedades anônimas, há quem defenda, inclusive, que as *golden shares* descaracterizariam esse tipo societário.

⁵³ PELA, Juliana Kruger. *As golden shares no Direito Societário Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 189.

⁵⁴ “§ 2º Deverão constar do estatuto, com precisão e minúcia, outras preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, além das previstas neste artigo.”

⁵⁵ CRUZ, André de Santa. **Manual de Direito Empresarial**. Vol. único. 11ª. ed. rev., atual. e ampl. Salvador: Juspodivm, 2021. p. 468.

⁵⁶ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônima: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis n. 9.457, de 5 de maio de 1997, e n. 10.303, de 31 de outubro de 2001**. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 380.

⁵⁷ PELA, Juliana Kruger. **As *golden shares* no Direito Societário Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 233.

Veja-se que, excluindo-se a impessoalidade da participação acionária e a livre circulação dos títulos acionários, que não sofrem influência pelo voto plural, todas as outras regras e princípios centrais do direito societário, ignorados pelas *golden shares*, também são importantes pontos de discussão no processo de adoção das ações com voto plural. Em especial, a (não) aplicação do princípio do “*one share, one vote*”, a (des)igualdade entre os acionistas, e a (não) deliberação pela maioria são pontos-chave da crítica à adoção do voto plural.

Por outro lado, tão importante quanto analisar as semelhanças entre os institutos, é analisar as diferenças entre eles. Nesse sentido, a principal diferença reside no fato de que as *golden shares* visam à concessão de poder de veto ou demais benefícios sobre questões específicas, previstas em estatuto, a uma minoria, ao contrário do voto plural, cujo caráter visa à atribuição de poder ao acionista controlador. Assim, tratadas as questões pertinentes às *golden shares*, cabe analisar, por fim, as diferenças entre o voto plural e o voto múltiplo.

2.3 Voto plural e voto múltiplo

Quanto ao voto múltiplo, em primeiro lugar, cabe a conceituação do instituto. É válido, também, ressaltar o que Eizerik chama de “variação do voto múltiplo”⁵⁸, qual seja, voto cumulativo e, ainda, analisar brevemente o voto privilegiado. Assim, quanto à conceituação do voto múltiplo, está previsto nos artigos 141 e seguintes da Lei das Sociedades Anônimas. Para Paulo Fernando Campos Salles de Toledo⁵⁹, o voto múltiplo tem como finalidade:

[...] propiciar, aos diversos segmentos da sociedade anônima, a participação em órgãos administrativos da empresa. Esta sua verdadeira vocação: a de auxiliar a representação proporcional dos diferentes segmentos em que se decompõe a companhia.

No caso do voto múltiplo, é assegurada a proporcionalidade entre a participação societária detida pelos acionistas e a fração de membros do conselho que se conseguirá eleger. Quando não há a adoção do voto múltiplo,

⁵⁸ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. I - Arts. 1 a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 622.

⁵⁹ TOLEDO, P. F. C. S. **O Conselho de Administração na sociedade anônima**. São Paulo: Atlas, 1997. p. 31. (*apud* BRANCO, A. C. **O conselho de administração nas sociedades anônimas**. 2ª. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2007. p. 65.)

os votos para cada candidato são limitados ao número de ações detidas pelo acionista. Nesse sentido, para Eizerik⁶⁰, o voto múltiplo é instituto que foi adaptado do sistema eleitoral⁶¹, que objetiva, a partir da consagração do princípio majoritário, permitir que as minorias possam eleger seus representantes.⁶²

Uma das variantes do voto múltiplo, ainda segundo Eizerik⁶³, seria o voto cumulativo, que se caracteriza pela faculdade de distribuir, como o eleitor considerar melhor, os votos de que dispõe, podendo concentrá-los em apenas um candidato. Nesse cenário, cada acionista dispõe de um total de votos correspondente ao número de suas ações votantes, multiplicado pelo número de cargos que se pretende preencher em um mesmo pleito – é o equivalente ao *cumulative voting* do direito norte-americano.

Infere-se, assim, que o regime de voto plural é inteiramente diverso daquele do voto múltiplo. Enquanto este é um sistema de votação, aquele é o privilégio de mais de um voto outorgado a determinadas ações. Depreende-se daí que os vocábulos não são sinônimos, sendo certo, ademais, que juridicamente têm objetivos e fundamentações diversas.

Cabe, da mesma forma, abordar brevemente a diferença entre voto plural e voto privilegiado. Desse modo, a utilização da nomenclatura “voto privilegiado” para denominar o voto plural estaria, para Trajano de Miranda Valverde⁶⁴, incorreta, uma vez que “ação de voto privilegiado é uma designação genérica, que pode indicar qualquer desigualdade no manejo do direito de voto”.

⁶⁰ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. III - Arts. 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 44.

⁶¹ O voto múltiplo foi adaptado do sistema eleitoral que, consagrando o princípio majoritário, objetiva permitir que as minorias possam eleger seus representantes. Uma das variantes do voto múltiplo é o voto cumulativo, que se caracteriza pela faculdade concedida ao eleitor de distribuir, como considerar melhor, os votos de que dispõe, podendo concentrá-los num único candidato.

⁶² Existe divergência doutrinária quanto aos benefícios trazidos aos acionistas minoritários com a adoção do voto múltiplo. Para Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, “Cumprido, portanto, desde logo afastar a visão que, apesar de parcial, vem ganhando foros de veracidade, por força de reiteradas – e mentalmente cômodas – menções. Segundo esta posição simplista, o voto múltiplo existe para beneficiar o acionista minoritário. A assertiva é duplamente inexata, eis que nem sempre o voto múltiplo possibilita essa participação, além do que não se esgotam neste único ponto, sua virtualidade” (TOLEDO, P. F. C. S. **O Conselho de Administração na sociedade anônima**. São Paulo: Atlas, 1997. p. 31).

⁶³ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. III - Arts. 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 44.

⁶⁴ VALVERDE *apud* MÜSSNICH, 1959, p. 38.

Diante de todos os pontos expostos, infere-se que o voto plural é instituto diverso das *golden shares*, do voto múltiplo, do voto preferencial, e também, do voto privilegiado. É dizer que a função do voto plural é assegurar a determinadas categorias de acionistas, usualmente os fundadores, uma influência preponderante na direção da companhia, desproporcional ao capital que representam.

Uma vez analisadas as diferenças entre voto preferencial, *golden shares*, voto múltiplo e voto privilegiado, todas em relação ao voto plural, o objeto deste trabalho se torna claro. No entanto, antes de realizar a análise do instituto do voto plural no direito brasileiro, é necessário entender o contexto de seu surgimento no mundo e no Brasil.

2.4 Origem histórica

A aplicação do voto plural foi observada na Europa, com a finalidade de assegurar o controle de companhias pelos capitais nacionais, na Alemanha, após a Primeira Guerra Mundial⁶⁵, evitando que países estrangeiros dominassem as indústrias⁶⁶. O voto plural também foi adotado no pós-guerra, na França, mas, no período de Leon Blum⁶⁷, foi considerado instrumento de “fascismo acionário”, sendo suprimido em 1933⁶⁸, e reinserido no ordenamento jurídico apenas em 2014, por meio da Lei Florange⁶⁹. Já na Alemanha, o voto

⁶⁵ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônima**: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro e 1976, com as modificações das Leis n. 9.457, de 5 de maio de 1997, e n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 400.

⁶⁶ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. 45 anos depois: a admissão do voto plural pela lei das S.A. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, v. II, edição especial em comemoração aos 45 anos das leis 6.385 e 6.404, dez. 2021. p. 33.

⁶⁷ Político francês, chefe do Partido Socialista, conhecido historicamente por ter liderado o *Front Populaire* na década de 1930.

⁶⁸ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônima**: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro e 1976, com as modificações das Leis n. 9.457, de 5 de maio de 1997, e n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 400.

⁶⁹ MÜSSNICH, Francisco. Voto plural: quebrando paradigmas. *In*: VALOR ECONÔMICO: [S. l.]: 15 dez. 2017. Disponível em: <https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2017/12/15/voto-plural-quebrando-paradigmas.ghtml>. Acesso em: 11 jul. 2022.

plural acabou por ser extinto em 1937, como medida para minimizar o domínio dos bancos sobre a economia alemã, conforme refere Carvalhosa.^{70 71}

Por outro lado, Marcelo Lamy Rego⁷² argumenta que o voto plural já era instrumento utilizado ainda antes do fim da Primeira Guerra Mundial, em diversas legislações que admitiam sua criação como meio de evitar a troca constante de dirigentes, de proteger a sociedade contra a especulação e a concorrência desleal, e, ainda, de assegurar a continuidade da influência dos fundadores na economia. A ideia, segundo o autor, era conferir um aspecto *intuitu personae* ao caráter evidentemente *intuitu pecuniae* das grandes corporações, permitindo que aqueles que mais investissem na empresa detivessem maior peso nas deliberações.

Todavia, a real origem do voto plural parece ter se dado nos Estados Unidos da América, na estrutura acionária da *International Silver Company*, a partir de 1898⁷³, quando a empresa emitiu 20 milhões de ações ordinárias sem direito a voto⁷⁴. A partir daí, a emissão de ações com direitos de voto diferenciados tornou-se cada vez mais comum, fazendo com que, na década de 1920, a combinação de ações com direitos de voto diferentes acabasse por configurar uma prática comum do mercado. Citando o trabalho de Arthur S. Dewing,⁷⁵ Howell sugeriu que mais de 183 empresas com estruturas de voto diferenciadas foram listadas antes de 1926.

⁷⁰ CARVALHOSA *apud* MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. 45 anos depois: a admissão do voto plural pela lei das SA. In: **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, edição comemorativa aos 45 anos das leis no 6.385 e 6.404, Volume II. p. 33.

⁷¹ Na América latina, a Argentina é um país que aceita a instituição do voto plural, contudo, com uma série de restrições, entre elas, a supressão do voto plural em companhias que emitem publicamente suas ações (EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. I - Arts. 1 a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 622). Considerando que um dos objetivos do Brasil é aumentar as listagens de empresas no mercado, a análise do instituto Argentino se faz, de certo modo, incoerente.

⁷² REGO *apud* MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. 45 anos depois: a admissão do voto plural pela lei das SA. In: **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, edição comemorativa aos 45 anos das leis no 6.385 e 6.404, Volume II. p. 33.

⁷³ CALÇAS, Manoel de Q. P.; JUNQUEIRA, Ruth; CLEMESHA, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. v. 92, a. 24. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <http://revistadoatribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql& marg=DTR-2021-8724>. Acesso em: 19 set. 2022. p. 6

⁷⁴ *Ibid.*, p. 30.

⁷⁵ *Ibid.*

Conforme o estudo realizado pelo CFA Institute, “*Dual-Class shares: the good, the bad and the ugly*”,⁷⁶ a popularidade das companhias com voto plural começou a enfrentar problemas em meados de 1920, em parte devido à listagem da *Dodge Brothers* na Bolsa de Nova York (NYSE), em 1925. Por meio de sua proposta de emissão de ações sem direito a voto, a *Dodge Brothers* pretendia manter o controle total de votos, apesar de ter uma participação acionária de 1,7%. A capitalização total da empresa era de US\$ 130 milhões, sendo que, por outro lado, as decisões da companhia eram controladas pelo banco de investimentos *Dillon, Read & Co.*, que detinha menos de US\$ 2,25 milhões investidos, o que causou alvoroço entre os acionistas.

Em meio a reclamações e protestos de investidores, esforços para proibir listagens de empresas com votos plurais, liderados por William Ripley, professor de Harvard, ganharam impulso em meados da década de 1920. Ripley argumentou que os problemas de votos desiguais permitiriam que o controlador da empresa mantivesse o total controle dos votos da companhia sem comprometimento financeiro. Para ele⁷⁷, a emissão de ações com superpoder de voto para *insiders* e ações com direito de voto regular, ou, até mesmo, sem direito de voto para o público investidor, permitiria o levantamento de capital a baixo custo e o recebimento de lucros sem perder o controle da empresa.

Como resultado da agitação do mercado em torno do tema, a NYSE iniciou um esforço não anunciado para proibir a emissão de ações sem direitos de voto, colocando em espera quaisquer listagens de empresas com estruturas de voto plural por 14 anos, até que um novo entendimento foi publicado, em 1940, quando a bolsa passou a aceitar listagens com voto plural.⁷⁸

⁷⁶ CALÇAS, Manoel de Q. P.; JUNQUEIRA, Ruth; CLEMESHA, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. v. 92, a. 24. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <http://revistadoatribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rgl& marg=DTR-2021-8724>. Acesso em: 19 set. 2022. p. 6

⁷⁷ DUAL-CLASS SHARES: the good, the bad, and the ugly - A Review of the Debate Surrounding Dual-Class Shares and Their Emergence in Asia Pacific. In: CFA INSTITUTE: [S. l.], ago. 2018. Disponível em <https://www.cfainstitute.org/en/research/survey-reports/dual-class-shares-apac-survey-report>. Acesso em: 20 jul. 2022. p. 30.

⁷⁸ BAINBRIDGE, Stephen M. **The Scope of the SEC’s Authority over Shareholder Voting Rights**. Disponível em: <https://www.sec.gov/comments/4-537/4537-17.pdf>. Acesso em 12 ago. 2022. p. 40.

Até 1980, a NYSE eliminou listagens de empresas com voto plural, com raras exceções, como nos casos da *Ford Motor Company*, da *J.M. Smucker* e da *American Family*. Embora a bolsa de Nova York tenha sido muito responsiva aos pedidos dos ativistas por melhores programas de governança, outros mercados nos Estados Unidos foram muito mais receptivos. Por exemplo, a *American Stock Exchange* (AMEX) não tinha, até 1972, uma política clara estabelecida sobre votos plurais.⁷⁹

A política da AMEX ficou clara em 1976, quando emitiu sua própria declaração de política sobre a elegibilidade para listagem de empresas com votos plurais. Em 1980, as listagens de empresas com voto plural aumentaram notavelmente – 37 das 44 empresas listadas em bolsa, entre 1962 e 1984, implantaram a estrutura⁸⁰. Nessa época, a estrutura do voto plural tornou-se “uma medida defensiva para garantir que uma empresa fosse protegida contra aquisições hostis”⁸¹. O aumento da demanda e da concorrência por listagens e negócios comerciais de outras bolsas de valores (por exemplo, AMEX) significava que a NYSE estava sob pressão para revisar sua posição.

Novos IPOs foram perdidos para outras bolsas de valores, que tinham uma abordagem mais flexível. As principais bolsas dos EUA, principalmente NYSE, AMEX e NASDAQ, passaram a aceitar empresas com estruturas de voto plural, uma situação que logo atraiu a atenção regulatória da SEC. Nesse sentido, na medida em que as bolsas norte-americanas começaram a permitir o instituto do voto plural, a SEC solicitou a colaboração das bolsas norte-americanas para a redação de um conjunto de medidas a fim de proteger os

⁷⁹ DUAL-CLASS SHARES: the good, the bad, and the ugly - A Review of the Debate Surrounding Dual-Class Shares and Their Emergence in Asia Pacific. In: CFA INSTITUTE: [S. l.], ago. 2018. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/en/research/survey-reports/dual-class-shares-apac-survey-report>. Acesso em: 23 set. 2022. p. 31.

⁸⁰ *Ibid.*, p. 32.

⁸¹ *Ibid.*, p. 10.

Sobre os *hostile takeovers*, Müssnich menciona que a estrutura do voto plural torna os negócios menos vulneráveis a especulações e tentativas de tomada hostil de controle acionário, em que terceiros interessados em adquirir ações de emissão de companhias abertas – em especial, o controle – fazem propostas de aquisição não previamente acordados com a administração e/ou os acionistas relevantes da companhia em questão, diretamente a acionistas dispersos do mercado. Outrossim, o autor também ressalta que o voto plural não protege apenas quem está no controle, mas um grupo específico de *insiders* considerados fundamentais para o desenvolvimento do negócio (MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. 45 anos depois: a admissão do voto plural pela lei das S.A. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, v. II, edição especial em comemoração aos 45 anos das leis 6.385 e 6.404, dez. 2021. p. 51-52).

direitos de voto. Em julho de 1988, a SEC implementou a regra 19c-4, uma tentativa de unificar as regras de listagem de todas as bolsas para casos de empresas com voto plural. A atuação da SEC enfrentou significativa oposição da *Business Roundtable*, associação empresarial composta por grandes empresas norte-americanas.⁸²

De acordo com Bentel e Walter⁸³, a SEC não possuiria autoridade para regular questões relacionadas à governança corporativa, de modo que caberia aos órgãos legislativos estaduais manter o controle sobre essas questões. Em uma decisão histórica, o Tribunal de Apelações dos Estados Unidos, do distrito de Columbia, revogou a regra 19c-4, encerrando a tentativa da SEC, de controlar a listagens de companhias com ações de voto plural. Assim, qualquer pressão por maiores regulamentações governamentais deveria ser conduzida pelo Congresso ou pelos acionistas da empresa.

Portanto, nos Estados Unidos, o voto plural é matéria regulada pelas leis estaduais e pelas bolsas de valores. Como exemplo, a lei societária de Delaware⁸⁴, grande centro financeiro, permite às companhias estabelecerem

⁸² O parágrafo 4º. do artigo 110-A determina que a listagem das companhias adotantes do voto plural sujeite-se à observância das regras editadas pelas entidades administradoras dos mercados organizados, que deverão dar transparência sobre as condições de tais companhias abertas. Semelhante era o tema do parágrafo 10, vetado, que atribuía à CVM a competência de elaborar e tornar público o material de orientações aos agentes do mercado de capitais. Segundo o Estudo de Veto n. 45, a proposição legislativa seria contrária ao interesse público, uma vez que causaria insegurança jurídica, considerando que as eventuais divergências do texto publicado pela CVM poderiam ser interpretadas de maneira diversa ao desejado pela Instituição. Assim, o material de orientação poderia ensejar mais dúvidas do que soluções, provocando equívocos, ainda mais se considerada a ausência de voto plural no direito brasileiro até o momento.

Essa orientação pode ser comparada, de certo modo, à orientação norte-americana à SEC. Nesse sentido, a regra 19c-4 no *Securities Act* de 1934 proíbe a listagem de empresas com a estrutura do voto plural caso aplicasse atos com o efeito de “anular, restringir ou reduzir os direitos de voto por ação das ações ordinárias existentes na empresa”, trazendo limitações substanciais à possibilidade de adoção de direitos de voto díspares pelas empresas da época, além de abordar especificamente vários tipos de planos de inserção de voto plural. Nos Estados Unidos, a atividade legislativa é adstrita aos entes federativos quando se trata de matéria societária, enquanto, no Brasil, restringe-se ao Estado. No entanto, em ambas as situações pode-se notar que tanto a SEC quanto a CVM, entes com finalidades semelhantes, ficaram adstritas a matérias de orientação e fiscalização do mercado, ainda que, evidentemente, tenham certo caráter legislativo, porquanto são as responsáveis por formular políticas e adotar regras que devem ser seguidas pelas empresas.

⁸³ *Apud* DUAL-CLASS SHARES: the good, the bad, and the ugly - A Review of the Debate Surrounding Dual-Class Shares and Their Emergence in Asia Pacific. *In*: CFA INSTITUTE: [S. l.], ago. 2018. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/en/research/survey-reports/dual-class-shares-apac-survey-report>. Acesso em: 09 set. 2022. p.33.

⁸⁴ *Ver General Corporation Law*, Title 8, Chapter 1, Subchapter VII, 212, que assim determina: “Unless otherwise provided in the certificate of incorporation and subject to § 213 of this title, each stockholder shall be entitled to 1 vote for each share of capital stock held by such

livremente, em seus estatutos, a disciplina do voto, podendo: (i) conferir a cada ação qualquer número de votos, ou negar-lhes o direito; (ii) atribuir o direito de voto aos debenturistas; (iii) estabelecer ou não o *cumulative voting*; e (iv) estabelecer a possibilidade de voto presencial ou por procuração.⁸⁵

Em 2010, uma nova onda de *startups* e *fintechs* trouxe a emergência de empresas de tecnologia, cujos fundadores buscavam controlar as decisões das companhias, mesmo depois da listagem na bolsa. Como exemplo, muitas grandes empresas de tecnologia, como as já referidas Google, Facebook, LinkedIn e Alibaba, listadas nos Estados Unidos, adotaram estruturas de voto plural. Cabe ressaltar, todavia, que a implementação de estruturas de voto plural é uma prática comum nos mercados estrangeiros, não adstrita apenas ao mercado das *fintechs*. A principal justificativa para a adoção do voto plural é a ideia de que o mecanismo permitiria que o fundador da companhia implementasse livremente sua estratégia e utilizasse suas habilidades para produzir retornos superiores, beneficiando não apenas a si mesmo, como também a todos os investidores.⁸⁶

2.4.1 Histórico do voto plural no Brasil

O Brasil tratou de regulamentar, em primeiro lugar, as sociedades anônimas, para depois versar sobre o direito de voto⁸⁷. Sobre a regulamentação das sociedades anônimas, cabe mencionar que o primeiro ato legislativo que as regulamentou foi o Decreto 575, de 1849⁸⁸. Depois, sobreveio o Código

stockholder. If the certificate of incorporation provides for more or less than 1 vote for any share, on any matter, every reference in this chapter to a majority or other proportion of stock, voting stock or shares shall refer to such majority or other proportion of the votes of such stock, voting stock or shares.” (DELAWARE LEGISLATIVE COUNCIL. **Title 8** – Corporations. Disponível em: <https://delcode.delaware.gov/title8/title8.pdf>. Acesso em: 23 set. 2022.)

⁸⁵ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. I - Arts. 1 a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 623.

⁸⁶ BEBCHUK, Lucian; KASTIEL, Kobi. The untenable case for perpetual dual-class stock.

Virginia Law Review, v.103, n. 4, p. 535-631, jun. 2017. Disponível em: <https://www.virginialawreview.org/articles/untenable-case-perpetual-dual-class-stock/>. Acesso em: 23 ago. 2022. p. 629.

⁸⁷ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. 45 anos depois: a admissão do voto plural pela lei das S.A. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, v. II, edição especial em comemoração aos 45 anos das leis 6.385 e 6.404, dez. 2021. p. 33-54.

⁸⁸ BRASIL. Câmara dos Deputados. Decreto n. 575, de 10 de janeiro de 1849. Estabelece regras para a incorporação de quaesquer Sociedades anonymas. Coleção de Leis do Império do Brasil - 1849, Página 10 Vol. pt II (Publicação Original). Disponível em:

Comercial de 1850, sancionado pelo Imperador Dom Pedro II. Assim, a constituição das companhias, que antes dependia de lei especial editada pelo governo, passou a depender apenas de autorização administrativa.

Quanto ao direito de voto, pode-se dizer que uma de suas primeiras aparições no direito brasileiro ocorreu na Lei n. 3.150/1882, a qual dispunha que os estatutos determinariam o número mínimo de ações necessárias aos acionistas para que fossem admitidos a votar na assembleia geral, bem como o número de votos de cada um na razão do número de ações que tivessem, conforme se observa em seu artigo 15, parágrafo 6º.⁸⁹

Depois da Lei n. 3.150/1882, pode-se citar o artigo 141 do Decreto 434/1891⁹⁰, que consolidou as disposições sobre as sociedades anônimas e manteve as mesmas regras da Lei n. 3.150/1882, incluindo aquelas sobre o direito de voto. O decreto dispunha, em linhas gerais, que “os estatutos deveriam determinar o número mínimo de ações necessárias aos acionistas para serem admitidos a votarem na assembleia geral, e o número de votos que competia a cada um na razão do número que possuíssem”.

Para Eizerik⁹¹, o artigo 141 do Decreto 434 consagrava o “domínio oligárquico”, porquanto vinculava o direito de voto aos lotes de ações possuídas, de modo que somente grandes detentores de capital social poderiam votar. Caberia, então, ao estatuto da companhia dispor a respeito desse *quantum* de capital que o acionista deveria ter para que lhe fosse garantido o direito ao voto.

Assim, inicialmente, não havia proibição ao voto plural no Brasil. Na verdade, a orientação legal era a de que nem todos aqueles que participassem do capital da companhia deveriam decidir seu rumo, uma vez que a matéria era regulada unicamente pelos estatutos, privilegiando a autonomia privada.

<https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-575-10-janeiro-1849-559714-publicacaooriginal-82062-pe.html>. Acesso em: 24 set. 2022.

⁸⁹ “§ 6º Nos estatutos se determinará a ordem que se deve guardar nas reuniões da assembleia geral, o numero de acções que é necessario ter para ser admittido a votar em assembleia geral, **o numero de votos que compete a cada accionista na razão do numero das acções que possuir.**” [grifos nossos]

⁹⁰ “Art. 141. Nos estatutos se determinará a ordem, que se ha de guardar nas reuniões da assembleia geral, o numero minimo de acções que é necessario aos accionistas para serem admittidos a votar em assembleia geral, e o numero de votos que compete a cada um na razão do numero de acções que possuir.”

⁹¹ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. I - Arts. 1 a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 622.

Foi apenas em 1932, por meio do Decreto n. 21.536, que houve a proibição expressa do voto plural. Conforme seu artigo 1º., parágrafo 4º.:

Art. 1º O capital das sociedades anônimas pode ser, em parte, constituído por ações preferenciais de uma ou mais classes, observadas as disposições do presente decreto.

§ 3º Os estatutos poderão deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações comuns, inclusive o de voto, ou de conferi-los com restrições, não podendo, porém, impedir a seus possuidores a fiscalização dos atos da administração, tal como é, por lei, facultada aos acionistas comuns, nem lhes vedar o direito de requerer a dissolução e a falência da sociedade, nos casos previstos em lei.

§ 4º É vedado o voto plural. [grifos nossos].

Desse modo, a nova Lei passou a vedar a emissão de voto plural, mas permitiu, por outro lado, a emissão de ações preferenciais (analisadas no item 2.1), de tal forma que a concessão de um maior número de votos a determinadas ações em relação a outras fosse possível. Na época, a vedação constituiu grande inovação, conferindo a cada ação ordinária um voto e assegurando à minoria o exercício de seus direitos de participação nas deliberações coletivas da companhia. Por outro lado, o mesmo diploma passou a permitir a emissão de ações preferenciais sem direito de voto, o que, conforme já abordado⁹², assemelha-se a “outorgar aos acionistas ordinários (comuns) com direito a voto uma espécie de ‘voto plural’, na medida em que será necessária uma quantidade menor de ações para o exercício do controle acionário”.⁹³

Conforme Daniela Mussolini Llorca⁹⁴, a exposição de motivos do Decreto 21.536, com as razões para a vedação do voto plural no Brasil, descreveu os casos de insucesso ocorridos na Europa, que incluíam

(i) concentração do poder em quem pouco capital investiu na economia; (ii) tendência a decisões aventureiras por parte da administração, pelo mesmo motivo; (iii) expropriação, dos acionistas não controladores, do valor do prêmio de controle em cano de alienação da empresa; e (iv) ocorrência de abusos por parte do controlador.

⁹² Ver nota 41.

⁹³ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. 45 anos depois: a admissão do voto plural pela lei das S.A. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, v. II, edição especial em comemoração aos 45 anos das leis 6.385 e 6.404, dez. 2021, p. 40.

⁹⁴ ANDREI, Daniela Mussolini Llorca Sanchez. A vedação do Voto Plural no Brasil. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, n. 9, p. 64. ago. 2019.

Mais tarde, o Decreto-Lei 2.627, editado em 1940, repetiu a proibição do voto plural, em artigo 80, parágrafo único⁹⁵. Frisa-se que o voto, no regime de 1940, caracterizava-se como direito de espécie, não podendo nem o estatuto e nem a assembleia derogar, suprimir ou cercear o respectivo exercício. Além disso, o voto estava inserido no regime de absoluta igualdade de direitos e, por isso, não admitia a existência de diferentes classes. Mais do que isso, o direito de voto era, também, considerado inerente à propriedade da ação, conforme assevera Eizerik:⁹⁶

[...] o decreto-lei de número 2.627, de 1940, somente admitia o exercício do voto pelo próprio acionista, por considerá-lo inseparável da propriedade da ação, e, portanto, dos interesses patrimoniais que este representava. Consagrava, portanto, a lei derogada que o exercício do direito de voto por representação requeria a qualidade de acionista do procurador. Nesse requisito para a representação residia o princípio de que o exercício de direito de voto era inerente à propriedade da ação, não sendo possível sua prática desacompanhada da titularidade, a não ser nos casos de usufruto em que prevalecia a convenção.

Consequentemente, a ação ordinária, no sistema legal anterior a 1940, concedia a todos os seus titulares as mesmas vantagens, sem qualquer distinção ou gradação. A vedação imposta pelo Decreto-Lei n. 2.627/1940 manteve-se no artigo 110, parágrafo 2º⁹⁷, da Lei n. 6.404/76, em que pese tenha sido em parte revogada pela criação das *golden shares* (artigo 17, parágrafo 7º., analisada no item 2.2).

O fundamento dessa proibição está em que o voto plural cria uma desproporção entre ação e capital, constituindo, portanto, um meio de concentração de vontade social em mãos de um único e pequeno grupo de acionistas, contrariando a lógica do “*one share, one vote*”. Assim, o voto plural assegura o direito de voto na sociedade por acionistas, independentemente do valor com que tenham contribuído para a formação do capital social.

⁹⁵ “Art. 80. A cada ação comum ou ordinária corresponde um voto nas deliberações da assembleia geral, podendo os estatutos, entretanto, estabelecer limitações ao número de votos de cada acionista. (Revogado pela Lei nº 6.404, de 1976) Parágrafo único. É vedado o voto plural.”

⁹⁶ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. I - Arts. 1 a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 627.

⁹⁷ Art. 110. A cada ação ordinária corresponde um voto nas deliberações da assembleia geral. § 2º. É vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações.”

Em 2018, houve uma nova tentativa de instituição do voto plural no ordenamento jurídico brasileiro, com o Projeto de Lei n. 10.736/2018⁹⁸, de autoria do Deputado Federal Carlos Bezerra. O PL visava a acrescentar o artigo 110-A à Lei 6.404/76, autorizando a atribuição de voto plural a uma única classe de ações. A primeira redação do artigo 110-A, todavia, era diferente da atual:

Art. 110-A. Fica autorizado atribuir voto plural a uma única classe de ações ordinárias na companhia fechada.

§ 1º O prazo máximo de vigência do voto plural não excederá três anos, permitida uma única prorrogação pelo mesmo período.

§ 2º A criação da única classe de ações ordinárias e a eficácia da deliberação de sua prorrogação dependem de prévia aprovação ou de ratificação, em prazo improrrogável de noventa dias contados da assembleia geral extraordinária, de acionistas titulares de mais da metade das ações ordinárias em circulação, reunidos em assembleia especial convocada e instalada com as formalidades desta Lei, não computados os votos dos titulares de ações com voto plural.

§ 3º Findo o prazo de vigência, as ações ordinárias com voto plural voltarão a ter apenas 1 (um) voto nas deliberações da assembleia geral.

§ 4º No caso de atribuição de voto plural a classe de ações de titularidade de empreendedor ou fundador da companhia, é lícito estipular o início da respectiva vigência ao término da execução do plano de negócios contratado desde que por prazo não superior a seis anos.

§ 5º O voto plural conferido a uma única classe de ações ordinárias permanecerá em vigor ainda que a companhia tenha seus valores mobiliários admitidos a negociação em quaisquer segmentos de listagem de bolsa de valor ou de mercado de balcão organizado.

A justificção do projeto⁹⁹ alegava que o chamado “*one share, one vote*” não seria um princípio unanimemente aceito como prática de boa governança, estando sob reconsideração por diversas jurisdições que passaram a adotá-lo. Sustentou que as mais importantes listagens de bolsas de valores permitiam o expediente, bem como gigantes da tecnologia (Google, LinkedIn e Facebook, entre outros) abriram seu capital fazendo uso de classes diferenciadas de ações em sua estrutura societária, de modo que, para acompanhar a tendência internacional e atender às necessidades das companhias domésticas, seria interessante adotar o instituto.

⁹⁸ BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei n. 10736/2018**. Acrescenta o art. 110-A à Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, de modo a autorizar a atribuição de voto plural a uma única classe de ações, e dá outras providências. Autoria: Deputado Carlos Bezerra. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, [2018]. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2183068>. Acesso em: 20 jun. 2022.

⁹⁹ *Ibid.*, p. 3.

Para o autor da justificativa, a atribuição do voto plural a uma classe de ações configuraria uma “estratégia com elevado potencial de incentivar a listagem em bolsa de companhias familiares e *start-ups*”¹⁰⁰. Mais do que isso, a adoção do instituto permitiria que as empresas permanecessem ligadas a um fundador ou empreendedor, “assegurando que acionistas-chave preservem seu poder de controle no cenário pós-abertura de capital, o que gera confiança - tanto para os demais acionistas quanto para potenciais investidores - na continuidade do padrão gerencial da companhia”.¹⁰¹

O deputado finaliza sua justificativa alegando que, “desde que o direito brasileiro já permite o descasamento entre direito econômico e político por meio do uso de ações preferenciais, estruturas piramidais e de propriedade, por que não se autoriza o voto plural?”¹⁰². Nesse sentido, o legislador considerou a instituição do voto plural como um mecanismo mais transparente para atingir fim similar àqueles atingidos pela intrincada engenharia societária empregada com o intuito de conferir o poder de controle a determinado acionista minoritário¹⁰³.

Além de ser muito menor do que a atual, a estrutura do PL 10.736/2018 deixa de aplicar inúmeras vedações ao voto plural. Em primeiro lugar, é expressa a possibilidade de atribuição do voto plural a apenas uma classe de ações ordinárias na companhia fechada, enquanto o *caput* do dispositivo atual permite a criação de uma ou mais classes de ações com atribuição de voto plural. Em segundo lugar, o prazo máximo de vigência do voto plural é de apenas três anos, ressalvada possibilidade de renovação única, contra os sete anos da estrutura promulgada, com renovação por prazo indeterminado. Em terceiro lugar, o artigo

¹⁰⁰ BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei n. 10736/2018**. Acrescenta o art. 110-A à Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, de modo a autorizar a atribuição de voto plural a uma única classe de ações, e dá outras providências. Autoria: Deputado Carlos Bezerra. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, [2018]. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2183068> . Acesso em: 25 ago. 2022. p. 3.

¹⁰¹ *Ibid.*

¹⁰² *Ibid.*

¹⁰³ É também nesse sentido o entendimento de Fábio Ulhôa Coelho, que assevera que “no fundo, não há razões para o direito societário brasileiro admitir determinados mecanismos de organização do poder de controle (que leva inevitavelmente à sua concentração nas mãos de poucos acionistas) e condenar outros. Como a concentração do poder de controle não é um mal a ser evitado, muito pelo contrário, o direito societário brasileiro somente ganharia ao abrir o leque de opções, ao alcance dos acionistas, para assuntos do modo que mais bem atenda seus interesses” (COELHO, Fábio Ulhôa. “Nota sobre a proibição do voto plural”. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. v. 12. São Paulo: Almedina, nov. 2020. p.81-82).

prevê, em seu parágrafo 3º., a conversão automática de ações com atribuição do voto plural ao fim do prazo de três anos. Em quarto lugar, o artigo traz *sunset clause*¹⁰⁴ condicionada a evento; e, por fim, em quinto lugar, o artigo apresenta a possibilidade de que o voto plural conferido a uma única classe de ações ordinárias permaneça em vigor, ainda que a companhia tenha seus valores mobiliários admitidos à negociação.

Calças, Junqueira e Clamesha¹⁰⁵, em análise específica do PL 10.736/2018, ponderam que a adoção da *sunset clause* com prazo específico teria a ressalva de reduzir o potencial econômico do instituto do voto plural – o que também é uma crítica aplicável à estrutura atual do voto plural. Assim, no dispositivo atual, há a necessidade prévia deliberação em assembleia geral extraordinária, que conte com a presença de acionistas titulares de mais da metade das ações ordinárias em circulação para permitir a prorrogação do voto. Caso não exista a renovação, impõe-se a conversão automática das ações com voto plural.

Uma importante ressalva dos autores é a de que o caráter temporário do prazo previsto no projeto de lei poderá gerar uma perspectiva de prêmio de controle, motivo pelo qual seria improvável que existissem votos favoráveis à renovação do período do voto plural do fundador, ainda mais considerando o prazo excessivamente curto estabelecido no projeto de lei. Nesse sentido, os autores ressaltam que, caso a empresa estabelecesse um prazo fixo para o voto plural, a opção mais eficiente seria de 10 a 15 anos, conforme estudo de Bebchuk e Kastiel¹⁰⁶. Esse prazo é relativamente próximo daquele estabelecido pelo artigo promulgado, de 7 anos.

De igual forma, caso atribuídos votos plurais à classe de ações de titularidade de empreendedor ou fundador da companhia, seria lícito estipular o início da respectiva vigência ao término da execução do plano de negócios

¹⁰⁴ Será analisada no item 3.2.3.

¹⁰⁵ CALÇAS, Manoel de Q. P.; JUNQUEIRA, Ruth; CLEMESHA, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. v. 92, a. 24. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <http://revistadostribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql& marg=DTR-2021-8724>. Acesso em: 23 set. 2022. p.10.

¹⁰⁶ BEBCHUK, Lucian; KASTIEL, Kobi. The untenable case for perpetual dual-class stock. **Virginia Law Review**, v.103, n. 4, p. 535-631, jun. 2017. Disponível em: <https://www.virginialawreview.org/articles/untenable-case-perpetual-dual-class-stock/>. Acesso em: 23 set. 2022. p. 619.

contratado, desde que por prazo não superior a seis anos. Essa disposição poderia assemelhar-se ao parágrafo 6º. do artigo promulgado, que condiciona o fim da vigência do voto plural a evento ou termo.

Por fim, conforme o quinto item, a conferência de voto plural a apenas uma classe de ações ordinárias permaneceria em vigor, ainda que a companhia tivesse valores mobiliários admitidos a negociação em quaisquer segmentos de listagem de bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

O PL acabou por ser negado, uma vez que não correspondia à intenção exarada pelo Deputado proponente, deixando o ordenamento jurídico brasileiro sem o instituto do voto plural. Novas discussões sobre o instituto passaram a ocorrer novamente apenas em 2021, conforme se observará a seguir.

2.5 Projeto de Lei

A Medida Provisória que deu origem à atual estrutura do voto plural foi a MP n. 1.040/2021, conhecida como “MP da modernização do Ambiente de Negócios”. Inicialmente, a medida tinha como escopo a facilitação da abertura de empresas, a proteção de acionistas minoritários e a facilitação do comércio exterior, mas também versou sobre a profissão de tradutor, sobre a obtenção de eletricidade e a sobre prescrição intercorrente no Código Civil¹⁰⁷. Todavia, no curso do processo legislativo, por meio da Emenda 17 à MP n. 1.040, houve a proposta de (re)introdução do voto plural no ordenamento jurídico brasileiro, vedado desde o Decreto n. 21.536/1932. Um dos objetivos da proposta era o de impactar positivamente a posição do Brasil na classificação geral do relatório *Doing Business*, do Banco Mundial.¹⁰⁸

¹⁰⁷ “Art. 1º. Esta Medida Provisória dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas, a proteção de acionistas minoritários, a facilitação do comércio exterior, o Sistema Integrado de Recuperação de Ativos - Sira, as cobranças realizadas pelos conselhos profissionais, a profissão de tradutor e intérprete público, a obtenção de eletricidade e a prescrição intercorrente na Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil.”

¹⁰⁸ BRASIL. **Medida Provisória n. 1.040, de 29 de março de 2021**. Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas, a proteção de acionistas minoritários, a facilitação do comércio exterior, o Sistema Integrado de Recuperação de Ativos, as cobranças realizadas pelos conselhos profissionais, a profissão de tradutor e intérprete público, a obtenção de eletricidade e a prescrição intercorrente na Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2021. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1985757 Acesso em 25 ago. 2022. p.2.

Na justificação da apresentação da Emenda 17 à MP n. 1.040¹⁰⁹, em linhas gerais, o autor, Deputado Federal Marco Bertaiolli, alegou que, por muito tempo, o Brasil valeu-se de diversas ferramentas desenvolvidas no seio do direito societário, que objetivavam refrear o abuso do direito de voto, como a caracterização do voto abusivo (artigo 115 da LSA¹¹⁰) e a incorporação do instituto do *tag along* (art. 254-A da LSA¹¹¹). Justamente pelo desenvolvimento de diversos mecanismos de proteção de acionistas minoritários, na visão do autor, é que não existem impeditivos legais contra a inserção do artigo 110-A na LSA. Para o autor, ainda, a mera proibição de se instituir a pluralidade de votos por ação apenas “refreia o investimento e a autonomia da vontade no campo negocial”.

Além disso, o deputado autor da Emenda 17 ressaltou, em parecer proferido em plenário, que o tópico do voto plural já era amplamente discutido tanto pela Câmara dos Deputados, desde a apresentação do PL n. 10.736/2018, como pelo Poder Executivo, no âmbito do Grupo de Trabalho sobre Mercado de Capitais (IMK). A inovação trazida pelo voto plural, segundo Marco Bertaiolli:

já é incorporada em jurisdições como Singapura, Hong Kong, Estados Unidos e Reino Unido, sendo uma medida necessária para tornar o mercado de capitais brasileiro mais dinâmico e para evitar perdas de listagens de empresas brasileiras para quais a manutenção do controle acionário, num estágio inicial de abertura de capital, seria fator essencial.¹¹²

¹⁰⁹BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. **Emenda à MP n. 1040/2021**. Art. 1º. Revogue-se o §2º., do art. 110, da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, nos termos do Projeto de Lei de Conversão referente à Medida Provisória n. 1.040, de 30 de março de 2021 [...]. Autoria: Deputado Marco Bertaiolli. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8947708&ts=1652228224856&disposition=inline&ts=1652228224856>. Acesso em: 1 set. 2022.

¹¹⁰ “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.”

¹¹¹ “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.”

¹¹² BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. **Parecer proferido em plenário à MPV n. 1040/2021**. Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas, a proteção de acionistas minoritários, a facilitação do comércio exterior, o Sistema Integrado de Recuperação de Ativos, as cobranças realizadas pelos conselhos profissionais, a profissão de tradutor e intérprete público, a obtenção de eletricidade e a prescrição intercorrente na Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2021. Autoria: Deputado Marco Bertaiolli. Disponível em:

O deputado acredita que o voto plural é o “mecanismo mais transparente de descasamento entre poder econômico e político que as intrincadas engenharias societárias adotadas por companhias brasileiras, via manipulação do mecanismo de ações superpreferenciais”¹¹³. Além disso, a instituição do voto plural foi vista como uma maneira de conciliar a proteção a investidores minoritários e de estimular a listagens de companhias no mercado de capitais.

Importa ressaltar emenda contrária à instituição do voto plural, qual seja, a Emenda 298, do Senador Randolfe Rodrigues¹¹⁴, o qual alegou que o voto plural, na prática, prejudicaria os acionistas minoritários, “exatamente por conceder a determinadas classes de ações superpoderes de voto”, de modo a beneficiar o controlador. Além da Emenda 298, a senadora Soraya Thronicke apresentou a Emenda 329¹¹⁵, por meio da qual propôs modificações ao voto plural, com a alegação de que a proposta inicial, na verdade, esvaziava significativamente a utilidade da ferramenta do voto plural, em virtude dos excessivos limites e proibições.

Para a Senadora, “limitações devem decorrer da decisão dos interessados em cada caso específico, ou estipuladas de maneira padronizada em regulamentos privados como segmentos de listagem em bolsas de valores”¹¹⁶. Ainda, sustentou que é preciso que existam “diferentes padrões para diferentes perfis de companhias, e flexibilidade para que a criatividade e a

https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=node0lb5gpgpocr0m09d89g2x4d01j10202500.node0?codteor=2026494&filename=Tramitacao-MPV+1040/2021. Acesso em: 1 set. 2022. p.16.

¹¹³ BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. **Parecer proferido em plenário à MPV n. 1040/2021**. Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas, a proteção de acionistas minoritários, a facilitação do comércio exterior, o Sistema Integrado de Recuperação de Ativos, as cobranças realizadas pelos conselhos profissionais, a profissão de tradutor e intérprete público, a obtenção de eletricidade e a prescrição intercorrente na Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2021. Autoria: Deputado Marco Bertaiolli. Disponível em:

https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=node0lb5gpgpocr0m09d89g2x4d01j10202500.node0?codteor=2026494&filename=Tramitacao-MPV+1040/2021. Acesso em: 1 set. 2022. p.17.

¹¹⁴ BRASIL. Congresso Nacional. Senado Federal. **Emenda n. Plen** (ao PLV n. 15, de 2021, decorrente da MPV n. 1040, de 2021). Inclua-se no art. 5º. Do Projeto de Lei de Conversão n. 15, de 2021, o § 3º. ao art. 140 da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com a seguinte redação: [...]. Autoria: Senador Randolfe Rodrigues. Disponível em:

<https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8990202&ts=1652228227981&disposition=inline&ts=1652228227981>.

Acesso em: 25 ago. 2022. p.2

¹¹⁵ *Ibid.*

¹¹⁶ *Ibid.* p. 3.

inovação privadas façam evoluir as infinitas possibilidades de critérios e condições para organizar o funcionamento das companhias”¹¹⁷. Desse modo, a senadora concluiu que são os acionistas que devem decidir sobre as características do voto plural, em estatuto. Por meio da Emenda, a senadora apresentou nova proposta de voto plural¹¹⁸, com o fim de democratizar o capital e garantir a ampla participação dos *stakeholders*.

Todavia, a proposta de Emenda foi rejeitada, de forma que é válido ressaltar o relatório legislativo do senador Irajá Silvestre Filho, que argumentou que “o objeto da introdução do voto plural é o de aumentar o número de empresas no mercado de capitais, razão pela qual não faz sentido permitir o voto plural para as companhias que já são abertas”, bem como asseverou que

¹¹⁷ BRASIL. Congresso Nacional. Senado Federal. **Emenda n. Plen** (ao PLV n. 15, de 2021, decorrente da MPV n. 1040, de 2021). Inclua-se no art. 5º. Do Projeto de Lei de Conversão n. 15, de 2021, o § 3º. ao art. 140 da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com a seguinte redação: [...]. Autoria: Senador Randolfe Rodrigues. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8990202&ts=1652228227981&disposition=inline&ts=1652228227981>. Acesso em: 25 ago. 2022. p. 3.

¹¹⁸ Art. 110-A. É admitida a criação de uma ou mais classes de ações ordinárias com atribuição de voto plural.

§1º A criação de classe de ações ordinárias com atribuição do voto plural depende do voto favorável de acionistas que representem: I – metade, no mínimo, do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto; e II – metade, no mínimo, das ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito se emitidas, reunidas em assembleia especial convocada e instalada com as formalidades desta Lei.

§2º O estatuto social poderá exigir quórum maior para as deliberações de que trata o §1º.

§3º Nas deliberações de que trata o § 1º deste artigo, será assegurado aos acionistas dissidentes o direito de se retirarem da companhia mediante reembolso do valor de suas ações nos termos do art. 45, salvo se a criação da classe de ações ordinárias com atribuição de voto plural já estiver prevista ou autorizada pelo estatuto.

§4º É facultado aos acionistas estipularem no estatuto social o fim de vigência do voto plural condicionado a termo ou condição.

§5º Nas hipóteses em que o voto plural tiver prazo de duração máxima, sua prorrogação por período igual ou inferior depende de aprovação nos termos do §1º deste artigo, excluídos das votações os titulares de ações da classe cujo voto plural se pretende prorrogar.

§6º O estatuto poderá estabelecer e regular as hipóteses em que as ações com voto plural serão automaticamente convertidas em ações sem voto plural na hipótese de transferência a terceiros.

§7º Quando a Lei expressamente indicar quóruns com base em percentual de ações ou do capital social, sem menção ao número de votos conferidos pelas ações, o cálculo respectivo deverá desconsiderar a pluralidade de voto.

§8º O estatuto social deverá estabelecer, além do número de ações de cada classe de ações ordinárias com direito a voto: I – o número de votos atribuído por ação de cada classe de ações ordinárias com direito a voto; II – se aplicável, o prazo de duração do voto plural, bem como eventual quórum qualificado para deliberar sobre prorrogações, nos termos do §2º ; e III – se aplicável, outras hipóteses de fim de vigência do voto plural condicionadas a termo ou condição, conforme autorizado pelo §4º.”

“também não agrada a proposta de deixar ilimitado o número de votos de uma ação de voto plural [...], visto que o número máximo é infinito”.¹¹⁹

Por fim, foi publicado o Estudo de Veto n. 45¹²⁰ pelo Executivo, que vetou o parágrafo 10. da proposta original¹²¹ do artigo 110-A da LSA. A ideia do parágrafo 10., em princípio, seria atribuir à CVM competência para elaborar e tornar público material de apresentação aos agentes do mercado. Entretanto, entendeu-se que a proposição legislativa contrariava o interesse público, por causar insegurança jurídica¹²².

Após o encaminhamento das razões do veto pelo Presidente da República e subsequente deliberação em plenário, o veto ao parágrafo 10. foi mantido, e, com ele, a MP 1.040 foi convertida na Lei n. 14.195 de 2021, decretada e sancionada pelo Congresso Nacional em 26 de agosto de 2021, com publicação no Diário Oficial da União no dia 27 do mesmo mês e ano.

¹¹⁹ O senador Irajá Silvestre Filho assevera: “Também não nos agrada a proposta de deixar ilimitado o número de votos de uma ação com voto plural, pois isso possibilitaria a existência de ação com até mesmo mil, um milhão, um bilhão de votos, visto que o número máximo é infinito. Não poderíamos acatar essa proposta nem mesmo para as novas companhias, pois isso deixaria as companhias atuais em desvantagem regulatória. Assim, ou estabelecemos que não há limite para todas as companhias ou estabelecemos limites para todas elas. Optamos pela segunda opção, que é a mais razoável. De resto, as boas práticas internacionais adotam dez votos como número máximo, tal como o fez o PLV ora em análise, o que é outra razão para [...] deixarmos esse ponto inalterado”. (BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. **Parecer n. _ de 2021**. Relator: Senador Irajá. Brasília, [2021]. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8996051&ts=1652228203743&disposition=inline> . Acesso em: 22 ago.2022. p. 66).

¹²⁰ BRASIL. Congresso Nacional. Secretaria Legislativa do Congresso Nacional. **Estudo do Veto n. 45/2021**. Veto Parcial aposto ao Projeto de Lei de Conversão nº 15 de 2021 (oriundo da MPV nº 1.040/2021). 37 dispositivos vetados. Autoria da matéria vetada: Presidência da República. Relatoria na Câmara: Deputado Marco Bertaiolli. Relatoria no Senado Senador Irajá. Brasília, DF: 06 set. 2021. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=9014751&ts=1650630015652&disposition=inline> . Acesso em: 24 set. 2022.

¹²¹ “§ 10º A Comissão de Valores Mobiliários deverá elaborar e tornar público material de orientação aos agentes de mercado no qual enunciará taxativamente os quóruns e as matérias a serem deliberadas pela assembleia geral que, nos termos desta Lei, não são afetados pelo voto plural.”

¹²² Ver nota 82.

3 ESTRUTURA NORMATIVA DO VOTO PLURAL NA LEI N. 6.404/76

3.1 Da adoção do voto plural

A adoção do voto plural no Brasil deve seguir uma série de requisitos impostos pela Lei. Em primeiro lugar, o inciso II do artigo 110-A traz um grande ponto controverso: a impossibilidade de adoção do voto plural por empresas que já tenham negociado ações em mercados organizados de valores mobiliários. Ainda, conforme o parágrafo 14, as disposições relativas ao voto plural não se aplicam às empresas públicas, sociedades de economia mista e suas subsidiárias e às sociedades controladas, direta ou indiretamente, pelo poder público. Em segundo lugar, o parágrafo 1º. do artigo 110-A estabeleceu que a criação de classe de ações com atribuição de voto plural dependerá do voto favorável da maioria dos acionistas, ressalvado o direito de acionistas dissidentes. Por fim, existe a necessidade de previsão do voto plural no estatuto social da empresa, conforme versa o parágrafo 13 da LSA.

Assim, em primeiro lugar, há a vedação da possibilidade de emissão de ações de voto plural em companhias já listadas no mercado. Nesse sentido, o relatório legislativo do Senador Irajá Silvestre Filho¹²³ expressamente refere que entende como inadequado “permitir a possibilidade de emissões de ações com voto plural por parte de companhias abertas já existentes com ações negociadas em mercados regulados, como a Bolsa de Valores”. Para o legislador, a possibilidade de se “alterar as regras do jogo no meio do jogo” é incômoda.

Ainda, considerando que, para o Legislativo, o objetivo da introdução do voto plural é o de aumentar o número de empresas no mercado de capitais, o Senador asseverou, em relatório que rejeitou a Emenda 329, que “não faz sentido permitir a adoção do voto plural para as companhias que já são abertas. Para tais companhias, que estarão excluídas das benesses do novo instituto, restará a adoção de outras medidas, já conhecidas do mercado, para

¹²³ BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. **Parecer n. _ de 2021**. Relator: Senador Irajá. Brasília, [2021]. Disponível em: Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8996051&ts=1652228203743&disposition=inline>. Acesso em: 22 ago. 2022. p. 66.

estabilização de um controle minoritário¹²⁴. Nesse sentido, para Müssnich, a vedação da adoção do voto plural por novas companhias com ações já negociadas é uma forma de “deslocar o foco dos investidores para as companhias fechadas que pretendem abrir seu capital”¹²⁵. Para González¹²⁶, a proposta em discussão representa um avanço importante, mas peca por ser “excessivamente amarrada”. Ele discorda da proibição do voto plural para empresas já listadas, ponderando que isso vai contribuir para que mais companhias brasileiras migrem para mercados estrangeiros.

Em segundo lugar, o parágrafo 1º. do artigo 110-A estabeleceu que a criação da classe de ações ordinárias com atribuição de voto plural dependerá do voto favorável, em assembleia, de acionistas que representem metade, no mínimo, do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto e metade, no mínimo, das ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, se emitidas, reunidas em assembleia especial convocada e instalada com as formalidades da Lei das S/A. Há a possibilidade, conforme o parágrafo 3º. do artigo 110-A, de que o estatuto social exija quórum maior para deliberações que tratem sobre a criação de classes de ações ordinárias com voto plural.

Além disso, o parágrafo 2º. do artigo 110-A permitiu o direito de retirada do acionista dissidente mediante reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 45 da Lei das S/A¹²⁷, salvo se a criação da classe de votos plurais já

¹²⁴ BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. **Parecer n. _ de 2021**. Relator: Senador Irajá. Brasília, [2021]. Disponível em: Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8996051&ts=1652228203743&disposition=inline>. Acesso em: 22 ago. 2022. p.66.

¹²⁵ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. 45 anos depois: a admissão do voto plural pela lei das S.A. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, v. II, edição especial em comemoração aos 45 anos das leis 6.385 e 6.404, dez. 2021. p. 42.

¹²⁶ GONZALEZ, Gustavo Machado. As novas competências da assembleia geral (1): transações com partes relacionadas (comentários ao inciso X do artigo 122 da Lei das Sociedades por Ações). **Revista de Direito Societário e M&A**, v. 1, a. 1. São Paulo: Ed. RT, jan.-jun. 2022. Disponível em: <https://revistadoatribunais.com.br/maf/app/resultList/document?&src=rl&srguid=i0ad82d9b00000181d88cacceae2139e7&docguid=lc49f2e20e61911ec960fd1542da0bc67&hitguid=lc49f2e20e61911ec960fd1542da0bc67&spos=3&epos=3&td=824&context=27&crumb-action=append&crumb-label=Documento&isDocFG=false&isFromMultiSumm=&startChunk=1&endChunk=1>. Acesso em: 27 ago. 2022.

¹²⁷ “Art. 45. O reembolso é a operação pela qual, nos casos previstos em lei, a companhia paga aos acionistas dissidentes de deliberação da assembléia-geral o valor de suas ações.”

estivesse prevista em estatuto. Segundo Parecer¹²⁸ proferido em Plenário à MP 1.040, a ideia é proteger o acionista minoritário, garantindo o direito de retirada.

Por fim, o parágrafo 13 determina a necessidade de que o estatuto social estabeleça: (i) o número de votos por ação de cada classe de ações ordinárias com direito a voto, respeitando o limite de 10 votos por ação; (ii) o prazo de duração do voto plural, observado o prazo inicial mínimo de 7 anos, e o estabelecimento de quórum qualificado para deliberar sobre prorrogações, nos termos do parágrafo 3º., observado o mínimo da metade do capital votante; e, ainda, (iii) a possibilidade de condicionar a vigência do voto plural a evento ou a termo, desde que observado o prazo mínimo de 7 anos e a conversão automática de ações ordinárias em caso de transferência de ações ou contrato.

É evidente, portanto, que o voto plural apresenta alguns requisitos para que as empresas possam aderir ao instituto, quais sejam: que a empresa não esteja listada no mercado; que a empresa não seja pública, sociedade de economia mista ou sua subsidiária, ou ainda, sociedade controlada, direta ou indiretamente, pelo poder público; que o voto plural passe pelo crivo dos acionistas com ações ordinárias, por meio de assembleia; e que o estatuto social estabeleça o número de votos por ação, o prazo de duração do voto plural ou seu condicionamento a termo. Todavia, mais do que cumprir certos requisitos, a empresa também precisará verificar se cumpre as limitações impostas pelo voto plural, em especial as analisadas a seguir.

3.2 Das limitações impostas ao voto plural

3.2.1 Do teto de 10 votos por ação ordinária

O caput do artigo 110-A estabeleceu o teto de 10 votos por ação ordinária na companhia fechada e na companhia aberta, desde que, nesta última, a criação da classe ocorra previamente à negociação de quaisquer ações em mercados de valores mobiliários. Ainda, é expressamente permitida a criação de

¹²⁸ BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. **Parecer proferido em plenário à MPV n. 1.040, de 2021**. Autor: Poder Executivo Relator: Deputado Marco Bertaiolli. Brasília, 29 de março de 2021. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=2032293 Acesso em: 22 ago. 2022. p. 17.

várias classes de ações com voto plural e com quantidades de votos diferentes¹²⁹. Desse modo, primordialmente, é preciso analisar a finalidade da atribuição desse peso para uma ação apenas. Em seguida, importa saber que existem duas principais críticas quanto à atribuição de 10 votos por ação: uma quanto à racionalidade utilizada para determinação do teto de 10 votos por ação, e outra quanto à impossibilidade de negociação, entre a companhia e seus acionistas, do número de votos que ultrapasse o limite específico.

A criação do voto plural tem como principal função a atribuição de mais poder a acionistas específicos, a fim de que esses possam aplicar sua visão idiossincrática¹³⁰ aos negócios da companhia, principalmente em planos de negócio de longo prazo. Nesse sentido, Müssnich¹³¹ ressalta:

Em algumas situações e setores de negócios, a visão disruptiva dos fundadores é fundamental para seu triunfo, ainda que não tenham capital suficiente para financiar a sua expansão e dependam da captação de recursos no mercado. É o caso, por exemplo, dos negócios que se utilizam e crescem com base em ativos intangíveis de propriedade intelectual, como ocorre, por exemplo, com empresas de tecnologia e *startups*.

Aqui, é importante ressaltar que o princípio do voto plural, tratado no *caput* do artigo 110-A, vai totalmente contra o princípio do “*one share, one vote*”, adotado como técnica de boa governança.

A justificativa padrão para a adoção do princípio do “*one share, one vote*”, seria a de que o voto deve basear-se em dois principais pontos: os direitos de controle residuais, que devem caber aos acionistas, porque estes têm participação residual nos lucros da empresa, e, portanto, têm o maior interesse em maximizar o valor comercial de seus ativos; e o poder de voto, que deve condizer com os incentivos econômicos prestados, ou seja, os acionistas devem

¹²⁹ Para Müssnich, a criação de diversas classes de ações com voto plural e quantidades de votos diferentes facilita uma ponderação dos investimentos realizados pelos grupos de investidores, criando uma possível proporcionalidade entre capital investido e poder político (MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. 45 anos depois: a admissão do voto plural pela lei das S.A. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, v. II, edição especial em comemoração aos 45 anos das leis 6.385 e 6.404, dez. 2021. p. 46).

¹³⁰ BEBCHUK, Lucian; KASTIEL, Kobi. The untenable case for perpetual dual-class stock.

Virginia Law Review, v.103, n. 4, p. 535-631, jun. 2017. Disponível em:

<https://www.virginialawreview.org/articles/untenable-case-perpetual-dual-class-stock/>. Acesso em: 23 set. 2022. p. 586

¹³¹ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. 45 anos depois: a admissão do voto plural pela lei das S.A. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, v. II, edição especial em comemoração aos 45 anos das leis 6.385 e 6.404, dez. 2021. p. 46.

poder expressar suas opiniões na proporção do risco que suportam. Desse modo, a ideia do princípio é garantir a voz do acionista dentro da companhia, ainda mais ao se considerar que o minoritário no Brasil ainda enfrenta dificuldades de buscar seus direitos quando avalia que foi prejudicado¹³².

Por outro lado, segundo Müssnich¹³³, o direito de voto não deve ser considerado uma ferramenta eficaz de proteção de direitos dos minoritários:

Assim, o direito de voto, quando isolado de outros mecanismos, não deve ser considerado uma ferramenta eficaz para a proteção de direitos. É o que ocorre, por exemplo, com companhias de controle disperso, em que a atribuição do *one share, one vote* em nada adianta para proteger os acionistas minoritários contra os tão temidos *managerial entrenchment* e *agency costs*.

Pode-se dizer que isso ocorre em razão do absenteísmo nas assembleias gerais e da falta de interesse de coordenação entre acionistas minoritários para fazer valer suas visões de negócios que, por vezes, sequer existem. Investidores passivos, em sua maioria, têm interesse nos benefícios econômicos que seus investidores podem herdar e pouco ou nenhum interesse em se imiscuir no dia a dia da companhia para maximização desses benefícios.

Para o mesmo autor, o custo da preservação do “*one share, one vote*” é o potencial de afastamento de novos negócios e de seus fundadores do mercado nacional, uma vez que não poderão manter seu poder de controle. Veja-se que a possibilidade de utilização de *DCS*, em 2020, era comum em 12 dos 20 mercados de ações pelo mundo, sendo que a aplicação específica de 10 votos por ação é comum nos mercados de Singapura e Hong Kong¹³⁴. Portanto, é inegável que a adoção do voto plural é uma tendência no mercado internacional, que pode vir a ser essencial para o desenvolvimento do mercado brasileiro, ao mesmo tempo em que é evidente que não existe um consenso quanto à atribuição do número de votos por ação.

É justamente nesse sentido a primeira crítica quanto ao voto plural, qual seja, a base para a delimitação do teto de 10 votos por ação. Segundo o legislador, o teto do número de 10 votos seria proveniente das “boas práticas de

¹³² RAGAZZI, Ana Paula. Advogados criticam proposta de MP para o voto plural. *In*: VALOR ECONÔMICO: [S. l.], São Paulo, SP: 15 jun. 2021. Disponível em: http://c.lookcom.com.br/pucsp/site/m014/noticia.asp?cd_noticia=96289220 Acesso em: 11 set. 2022.

¹³³ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. 45 anos depois: a admissão do voto plural pela lei das S.A. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, v. II, edição especial em comemoração aos 45 anos das leis 6.385 e 6.404, dez. 2021. p. 49.

¹³⁴ *Ibid.*, p. 42.

governança internacionais, que adotam 10 votos como número máximo”¹³⁵. Tanto isto é verdade que o próprio informe legislativo do congresso norte-americano¹³⁶ ressalta que “a forma mais comum de voto plural envolve uma classe de ações com 10 vezes o poder de voto de outra”.

No entanto, o mesmo relatório informa que algumas companhias chegaram a adotar classes de ações com até 20 vezes o poder de voto de outra – ou seja, as empresas têm liberdade para delimitar o peso máximo do voto plural, diferente do que ocorreu no Brasil, com a delimitação máxima do teto de votos por ação. Ainda nesse sentido, consta em relatório encomendado pela B3 à *Ace Governance*¹³⁷, a bolsa de Singapura afirmou que tem sido procurada, especialmente por empresas, para discutir possíveis ajustes nas novas regras estabelecidas, citando que um dos temas abordados é o limite máximo de 10 votos por ação.

Nesse sentido, essa limitação foi vista pelo legislador como uma forma de limitação material de proteção aos investidores minoritários.¹³⁸ Sobre isso, para Calças, Junqueira e Clemesha¹³⁹, a limitação da razão de voto serve para preservar algum nível de influência real dos desfavorecidos pelo voto plural de outra classe. Todavia, os autores ressaltam que a razão de votos de 10:1 pode implicar o controle absoluto de classe detentora de voto plural, apesar de não

¹³⁵ BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. **Parecer n. _ de 2021**. Relator: Senador Irajá. Brasília, [2021]. Disponível em: Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8996051&ts=1652228203743&disposition=inline>. Acesso em: 22 ago. 2022. p. 67.

¹³⁶ SHORTER, Gary. Dual Class Stock: Background and Policy Debate. *In*: IN FOCUS. Congressional Research Service. Washington, DC: 08 dez. 2021. Disponível em: <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/IF/IF11992/3>. Acesso em: 10 ago. 2022.

¹³⁷ EXTRATO DA ANÁLISE internacional e repercussão no mercado brasileiro da expansão da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados (DCS). 2020. Disponível em: http://www.b3.com.br/data/files/45/02/1F/3D/16ECF6107DF7ACF6AC094EA8/EXTRATO_DA_ANALISE_VOTO_PLURAL.pdf. Acesso em: 29 ago. 2022. p. 27.

¹³⁸ BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. **Emenda à MP n. 1040/2021**. Art. 1º. Revogue-se o §2º., do art. 110, da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, nos termos do Projeto de Lei de Conversão referente à Medida Provisória n. 1.040, de 30 de março de 2021 [...]. Autoria: Deputado Marco Bertaiolli. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8947708&ts=1652228224856&disposition=inline&ts=1652228224856>. Acesso em: 16 set. 2022. p. 6.

¹³⁹ CALÇAS, Manoel de Q. P.; JUNQUEIRA, Ruth; CLEMESHA, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. v. 92, a. 24. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <http://revistadoatribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2021-8724>. Acesso em: 23 set. 2022. p. 9.

haver estudos empíricos que demonstrem a eficiência econômica de razões de votos menos iníquas.

Já quanto à segunda crítica, na visão de alguns juristas, o número de votos atribuídos a cada ação deveria ser objeto de negociação entre fundadores e investidores, levando em conta as peculiaridades de cada companhia, e não a imposição do legislador¹⁴⁰. É, inclusive, nesse sentido a carta¹⁴¹ publicada por mais de 40 advogados e professores de direito comercial de instituições de ensino de todo o país, em que afirmam que a melhor alternativa seria deixar que os limites e condições do voto plural, entre elas o limite de votos por ação¹⁴², sejam estabelecidos pelos estatutos das empresas fechadas, e, se elas forem abertas, pela Bolsa.

Portanto, a principal finalidade do voto plural é atribuir mais poder a acionistas específicos, para que desenvolvam o negócio a sua maneira, contrariando o princípio do “*one share, one vote*”. Quanto à racionalidade utilizada para determinação dos 10 votos por ação, é possível concluir que a atribuição não foi discriminatória, mas baseada em tendências de bolsas, como a de Hong Kong e a de Singapura. No entanto, não é possível afirmar que essa decisão foi baseada especificamente no cenário empresarial brasileiro. Por fim, a impossibilidade de negociação entre a companhia e seus acionistas, sobre ações que ultrapassem o limite de 10 ações por voto, é, de fato, mais uma das limitações trazidas pelo direito brasileiro, cerceando a autonomia das companhias.

¹⁴⁰ NEXUS #7: Sanções da Lgpd, Reconhecimento da Recuperação Judicial Estrangeira e a Lei 14.195/2021. [Locução de]: Ana Frazão e Fábio Ulhôa Coelho. Nexus Podcast, 08 de setembro de 2021. Podcast. Disponível em:

<https://open.spotify.com/episode/0oJ94iazkWmaSL1gWNkuxb>. Acesso em: 12 set. 2022.

¹⁴¹ RAGAZZI, Ana Paula. Advogados criticam proposta de MP para o voto plural. *In*: VALOR ECONÔMICO: [S. l.], São Paulo, SP: 15 jun. 2021. Disponível em:

http://c.lookcom.com.br/pucsp/site/m014/noticia.asp?cd_noticia=96289220 Acesso em: 29 ago. 2021.

¹⁴² “Há também tendência a atribuição de nenhum poder de voto a acionistas investidores. Enquanto a maioria das empresas com ações de voto plural têm duas classes de ações, tendo uma delas, geralmente, até dez vezes mais poder de voto – a classe B – e outras com menos poder de voto – a classe A –, outras companhias, como *Alphabet*, *Under Armour*, *Blue Apron* e *Snapchat*, levaram a prática das *Dual Class Shares* ao extremo ao oferecerem ações com nenhum poder de voto – de classe C. Ainda que sem o direito de voto, tais ações são precificadas quase da mesma forma que as de classe B, de modo que se cria a dúvida sobre a razão econômica para sua existência.” (Disponível em: GOVINDARAJAN, V., Rajgopal, S., SRIVASTAVA, A., ENACHE, L. Should Dual-Class Shares be Banned? *In*: HARVARD BUSINESS REVIEW: [S. l.], 03 dez. 2018. Disponível em: <https://hbr.org/2018/12/should-dual-class-shares-be-banned>. Acesso em: 23 set. 2022.)

De fato, a imposição de tantas limitações ao voto plural acaba por engessar o instituto, fazendo com que o ambiente de negócios, em vez de modernizar-se, absorva um dispositivo que, por conter muitas ressalvas, pode não ser utilizado na prática. Como dito por Ulhôa Coelho¹⁴³, “quanto mais a lei brasileira for igual à vigente nos diversos países, mais ela irá contribuir para a melhoria do ambiente de negócios. As jabuticabas expõem investimentos em vez de atrair”.

3.2.2 Das demais vedações ao voto plural

Além do teto de 10 votos por ação, ainda há outras limitações: (i) quanto à alteração de características das classes de ações; (ii) quanto à impossibilidade de adesão ao voto plural por meio de incorporações e fusões de companhias que já estejam listadas no novo mercado; e (iii) quanto à transferência das ações com voto plural a terceiros. Por fim, deve-se também analisar a vedação de votos plurais em assembleia de acionistas que deliberem sobre a remuneração dos administradores e a celebração de determinadas transações imobiliárias.

Relativamente ao primeiro item, conforme estabelecido pelo parágrafo 5º. do artigo 110-A, após o início das negociações das ações ou dos valores mobiliários conversíveis em ações em mercados organizados de valores mobiliários, é vedada a alteração das características de classe de ações ordinárias com atribuições de voto plural, exceto para reduzir os direitos ou vantagens.

No que se refere ao segundo item, o parágrafo 11¹⁴⁴ expressa a vedação da instituição do voto plural em dois casos: em incorporações e fusões de companhia aberta já listada, que não adotem voto plural com outras companhias

¹⁴³ RAGAZZI, Ana Paula. Advogados criticam proposta de MP para o voto plural. *In*: VALOR ECONÔMICO: [S. l.], São Paulo, SP: 15 jun. 2021. Disponível em: http://c.lookcom.com.br/pucsp/site/m014/noticia.asp?cd_noticia=96289220 Acesso em: 29 ago. 2021.

¹⁴⁴ “§ 11. São vedadas as operações:

I - de incorporação, de incorporação de ações e de fusão de companhia aberta que não adote voto plural, e cujas ações ou valores mobiliários conversíveis em ações sejam negociados em mercados organizados, em companhia que adote voto plural;

II - de cisão de companhia aberta que não adote voto plural, e cujas ações ou valores mobiliários conversíveis em ações sejam negociados em mercados organizados, para constituição de nova companhia com adoção do voto plural, ou incorporação da parcela cindida em companhia que o adote.”

que adotem o voto plural, e em operações de cisão e/ou incorporação de parcela cindida de companhia aberta já listada, que não adote voto plural para constituição de nova companhia com adoção do voto plural.

Pode-se concluir, no caso das previsões do primeiro e segundo item, que o objetivo pode ser a proteção dos acionistas minoritários:

Ambas as previsões têm por objetivo evitar surpresas aos investidores minoritários que, ao adquirirem ações da companhia, não tinham como avaliar o risco decorrente da titularidade de ações com direito de voto plural nas deliberações assembleares por alguns acionistas, lhes garantindo o poder de controle ainda que sem a contribuição compatível para a formação do capital social da companhia.¹⁴⁵

Quanto ao parágrafo 11, conforme Calças, Junqueira e Clemesha¹⁴⁶, há de se considerar que o instituto funciona como uma forma de evitar a diluição do poder de voto dos acionistas politicamente desfavorecidos, objetivando evitar fraudes e manobras societárias desleais, além de prestigiar a transparência e a confiança entre os acionistas.

Por outro lado, ainda de acordo com os autores, essas previsões podem causar entraves na realização de operações de reestruturação societária, de modo que seria conveniente que se atribuísse a uma instância regulatória, ou ainda, ao poder judiciário, a competência para autorizar o levantamento da proibição em casos excepcionais, atendendo ao melhor interesse da companhia.

Já no que tange ao terceiro item citado acima, o parágrafo 8º.¹⁴⁷ expressa a conversão automática de ações ordinárias sem voto plural em duas hipóteses.

¹⁴⁵ GOMES, Ana Luisa Lopes; AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. Voto plural: vantagens e desvantagens do instrumento segundo a doutrina e agentes de mercado e sua configuração no ordenamento jurídico brasileiro pela lei 14.195 de 2021. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**, n. 1, a. 8, p. 151-183, 2022. Disponível em: https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2022/1/2022_01_0151_0183.pdf. Acesso em: 24 set. 2022. p.162.

¹⁴⁶ CALÇAS, Manoel de Q. P.; JUNQUEIRA, Ruth; CLEMESHA, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. v. 92, a. 24. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <http://revistadoatribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2021-8724>. Acesso em: 23 set. 2022. p. 7

¹⁴⁷ “§ 8º As ações de classe com voto plural serão automaticamente convertidas em ações ordinárias sem voto plural na hipótese de: (Incluído pela Lei nº 14.195, de 2021) I - transferência, a qualquer título, a terceiros, exceto nos casos em que: (Incluído pela Lei nº 14.195, de 2021) a) o alienante permanecer indiretamente como único titular de tais ações e no controle dos direitos políticos por elas conferidos; (Incluída pela Lei nº 14.195, de 2021)

A primeira é a de transferência, a qualquer título, a terceiros, com exceção de três casos: (i) quando o alienante permanecer indiretamente como único titular de ações e no comando dos direitos políticos por elas conferido; (ii) quando o terceiro for titular da mesma classe de ações com voto plural a ele alienadas; ou (iii) quando a transferência ocorrer no regime de titularidade fiduciária para fins de constituição do depósito centralizado. A segunda é a hipótese de conversação automática de ações ordinárias, conforme a qual o contrato entre titulares de ações com voto plural e acionistas que não sejam titulares de ações com voto plural dispuser sobre exercício conjunto de direito de voto.

A desvinculação ocorre porque o voto plural está atrelado à pessoa do fundador, às suas características pessoais, como conhecimento do negócio desenvolvido pela empresa, estratégias e planos de negócio para o futuro da companhia, sua reputação perante o mercado. Caso, por qualquer motivo, suas ações sejam transferidas a terceiros, as características citadas deixarão de existir, e seu potencial de gerar benefícios para a companhia também se perde.¹⁴⁸

Por fim, quanto ao último item, o parágrafo 12 não permite a adoção de voto plural nas assembleias de acionistas que deliberem sobre remuneração dos administradores e sobre celebração de transações com partes relacionadas que atendam aos critérios de relevância definidos pela CVM.

Quanto à vedação de votos plurais em assembleia de acionistas que deliberem sobre a remuneração dos administradores, é essencial versar, primeiramente, sobre o significado de poder de controle. O controlador é o centro de competência de uma sociedade; sua função é dirigir, em última instância, as atividades sociais, além de orientar o funcionamento dos demais órgãos da

b) o terceiro for titular da mesma classe de ações com voto plural a ele alienadas; ou (Incluída pela Lei nº 14.195, de 2021)

c) a transferência ocorrer no regime de titularidade fiduciária para fins de constituição do depósito centralizado; ou (Incluída pela Lei nº 14.195, de 2021)

II - o contrato ou acordo de acionistas, entre titulares de ações com voto plural e acionistas que não sejam titulares de ações com voto plural, dispor sobre exercício conjunto do direito de voto.”

¹⁴⁸ GOMES, Ana Luisa Lopes; AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. Voto plural: vantagens e desvantagens do instrumento segundo a doutrina e agentes de mercado e sua configuração no ordenamento jurídico brasileiro pela lei 14.195 de 2021. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**, n. 1, a. 8, p. 151-183, 2022. Disponível em: https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2022/1/2022_01_0151_0183.pdf. Acesso em: 24 set. 2022.

companhia; assim, pode ser caracterizado como um órgão¹⁴⁹. Mais do que isso, conforme Eizerik¹⁵⁰, “o poder de controle constitui um poder vinculado ao objetivo de fazer a companhia realizar seu objeto e cumprir sua função social, tendo o controlador deveres e responsabilidades para com os demais acionistas, para com os empregados e para com a comunidade”.¹⁵¹

Desse modo, é abusiva a atuação do controlador a fim de atender a fins pessoais, ainda mais se considerado o grande poder que detém. Portanto, o parágrafo em questão visa a coibir a utilização do voto plural para que o controlador confira direitos baseado em incentivos perversos, relacionados a remuneração.

Quanto à celebração de transações com partes relacionadas que atendam aos critérios de relevância definidos pela CVM, é válido ressaltar que, durante as discussões legislativas sobre a MP 1.040/2021, o texto do artigo 122, inciso X, foi alterado, retirando da CVM a competência para fixar critérios de relevância que determinariam quando uma transação deveria ser submetida a assembleia geral. Ao mesmo tempo, foi atribuída à autarquia a competência para definir quando transações com partes relacionadas que fossem submetidas à

¹⁴⁹ “Na economia da nova sociedade anônima, o controlador se afirma como seu mais recente órgão, ou, se preferir a explicação funcional do mecanismo societário, como titular de um novo cargo social. Cargo, em sua mais vasta acepção jurídica, designa um centro de competência, envolvendo uma ou mais funções. O reconhecimento de um cargo, em qualquer tipo de organização, faz-se pela definição de funções próprias e necessárias. Ora, tais funções estão vinculadas à pessoa do controlador, pelo menos do acionista controlador. No vigente direito acionário brasileiro, elas podem resumir-se no poder de orientar e dirigir, em última instância, as atividades sociais; ou, como se diz no artigo 116, alínea b, da LSA, no poder de ‘dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos demais órgãos da companhia’ (como o reconhecimento implícito de que o acionista controlador é um dos órgãos da companhia). Trata-se de um feixe de funções indispensáveis ao funcionamento de qualquer entidade coletiva [...]. Poderiam, sem dúvida, o legislador manter essas prerrogativas funcionais diluídas no corpo acionário [...]. Preferiu, no entanto, desde a lei 6.404/76, localizá-las na figura do controlador. (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 5ª. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 141-142.)

¹⁵⁰ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. I - Arts. 1 a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 678.

¹⁵¹ Válido ressaltar que, conforme Uihôa Coelho, o poder de controle não está necessariamente atrelado ao percentual ou proporção de investimentos realizados. Na sociedade anônima, o acionista controlador não é, como nas sociedades limitadas, o sócio que titula mais da metade das quotas representativas do capital social. Ao definir o acionista controlador não em razão do montante do investimento que realizou na sociedade, mas em vista da titularidade de direitos de sócios, a LSA descarta qualquer relação entre o poder de controle e o valor dos aportes feitos pelos sócios no capital da companhia. Assim, será o controlador da sociedade o titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia (art. 116, a, da LSA) (COELHO, Fábio Uihôa. Nota sobre a proibição do voto plural”. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. v. 12. São Paulo: Almedina, nov. 2020. p. 86.)

assembleia geral deveriam ser deliberadas sem a adoção do voto plural, conforme consta no artigo 110-A, parágrafo 12.

O poder atribuído à CVM no parágrafo 12, inciso II, não está objetivamente atrelado ao critério de relevância previsto no artigo 122, X. Além disso, a CVM ainda não regulamentou a matéria, em que pese tenha submetido proposta de regra que emprega o critério de relevância constante do Anexo F da Resolução 80/2022, determinando as transações com partes relacionadas que, se submetidas a assembleia geral, deverão ser deliberadas sem a adoção do voto plural.

Nesse sentido, o critério de relevância adotado no Anexo F – o menor entre R\$ 50.000.000,00, ou 1% do ativo total do emissor, com a obrigação de se considerar transações correlatas de forma consolidada – é bastante inferior àquele adotado no novo inciso X do artigo 122 da Lei das Sociedades por Ações.¹⁵²

Embora a Lei das Sociedades por Ações não determine que o critério de relevância a ser adotado para fins do artigo 110-A deva ser igual ou superior ao critério previsto no artigo 122, X, a adoção de um critério de relevância substancialmente mais baixo do que aquele utilizado no artigo 122 pode ter efeitos indesejados. Isso porque há possibilidade de a administração, voluntariamente, optar por submeter à assembleia geral operações que não atinjam o critério de relevância legal, o que poderia gerar impacto em uma eventual avaliação da operação, inclusive pela própria CVM. Assim, a adoção de um critério baixo de relevância desestimularia a submissão voluntária de transações com partes relacionadas à assembleia geral. Por fim, é válido analisar as causas de extinção do voto plural.

3.2.3 Das *sunset clauses* e da extinção do voto plural

O parágrafo 7º., além de atribuir um “prazo de validade” inicial ao voto plural, de no mínimo sete anos, também estabelece a possibilidade prorrogação

¹⁵² “X - deliberar, quando se tratar de companhias abertas, sobre a celebração de transações com partes relacionadas, a alienação ou a contribuição para outra empresa de ativos, caso o valor da operação corresponda a mais de 50% (cinquenta por cento) do valor dos ativos totais da companhia constantes do último balanço aprovado. (Redação dada pela Lei nº 14.195, de 2021).”

do voto plural por qualquer prazo, mediante nova votação, desde que: (i) seja observado o quórum de votação do parágrafo primeiro, isto é, garanta-se a aprovação de ao menos metade dos acionistas titulares de ações sem direito a voto plural; (ii) sejam excluídos das votações os titulares de ações da classe cujo voto plural se pretenda prorrogar; e (iii) seja assegurado aos acionistas dissidentes, nas hipóteses de prorrogação, o direito de retirada, conforme o parágrafo 2º.

A disposição do parágrafo 7º., chamada pela doutrina de *sunset clause*, cria estruturas de votos plurais com termos finais, que podem ser caracterizadas por um prazo temporal ou por um fato jurídico em sentido amplo, que, por sua vez, pode ser, segundo Calças, Junqueira e Clamesha¹⁵³, tanto um termo quanto uma condição (eventual afastamento do fundador por qualquer motivo, idade do controlador, consecução pela companhia de determinado objetivo econômico etc.).

No caso do Brasil, o termo final pode ser tanto um limite temporal quanto um limite condicionado a um evento. Desse modo, a cláusula “se põe” depois de um período fixo de tempo (no caso do artigo 110-A, sete anos), a menos que aprovada sua prorrogação¹⁵⁴, ou, ainda, depois do acontecimento de determinado fato, desde que respeitados tanto o limite temporal de sete anos e os casos de conversão automática das ações com voto plural em ações ordinárias, bem como o direito de dissidência (parágrafos 7º. e 8º., respectivamente). Caso o voto plural não seja renovado, infere-se que as ações serão automaticamente convertidas em ações ordinárias.

Há, entretanto, três principais problemas quanto às *sunset clauses*: um deles é a racionalidade da delimitação de sete anos de validade da *sunset clause* brasileira, diferente do que se observa em outros ordenamentos, com prazos

¹⁵³ CALÇAS, Manoel de Q. P.; JUNQUEIRA, Ruth; CLEMESHA, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. v. 92, a. 24. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <http://revistadoatribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2021-8724>. Acesso em: 23 set. 2022. p. 8.

¹⁵⁴ BEBCHUK, Lucian; KASTIEL, Kobi. The untenable case for perpetual dual-class stock. **Virginia Law Review**, v.103, n. 4, p. 535-631, jun. 2017. Disponível em: <https://www.virginialawreview.org/articles/untenable-case-perpetual-dual-class-stock/>. Acesso em: 23 set. 2022. p. 586.

que, geralmente, são de 10 a 15 anos. Os outros problemas dizem respeito ao entrenchamento e à concentração de votos.

Quanto à racionalidade da delimitação de sete anos, Bebchuk e Kastiel¹⁵⁵ estabelecem um período de 10 a 15 anos até que as vantagens trazidas pela adoção do voto plural comecem a ser enfraquecidas pela diminuição das habilidades de liderança do acionista fundador. Esse é o ponto crucial do artigo publicado pelos autores, intitulado “*The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*”, que trata da ineficiência das ações com voto plural perpétuas, principalmente em virtude da diminuição das habilidades do fundador e da consequente perda de valor da empresa.

De modo geral, os autores defendem a adoção, pelas empresas, de *sunset clauses* condicionadas a prazo, e não a termo, principalmente porque os controladores têm incentivos perversos a reter ações com voto plural, ainda quando essas estruturas se tornam ineficientes, e porque há risco substancial de que a eficiência das ações de voto plural sofra declínio ou desapareça ao longo do tempo. Nesse sentido:

A superioridade do controlador pode, eventualmente, sofrer desgastes, ou até mesmo desaparecer. Isso porque, no momento do IPO, o fundador da companhia até pode ter as habilidades especiais necessárias para se manter no poder, ou ainda, ter o conhecimento profundo específico da indústria para fazê-lo único para estar no controle. Com o tempo, um fundador que já foi bem-sucedido pode enfrentar limitações naturais em um ambiente tecnológico ou de negócios em rápida evolução, e os custos do controle incorreto podem gerar custos relevantes para a companhia. Esses custos são especialmente altos em casos de fundadores jovens: quanto mais tempo permanecem no poder sem a capacidade necessária, maior o risco de se tornarem líderes inadequados¹⁵⁶.

Assim, embora possa ser benéfico para a empresa manter estruturas de voto plural quando do IPO, principalmente considerando as habilidades do fundador, não há garantias de que esse controlador mantenha suas habilidades ao longo do tempo, e, caso não as mantenha, os custos das ações de voto plural podem subir, trazendo prejuízos aos acionistas. Por isso, para Bebchuk e Kastiel,

¹⁵⁵ BEBCHUK, Lucian; KASTIEL, Kobi. The untenable case for perpetual dual-class stock. *Virginia Law Review*, v.103, n. 4, p. 535-631, jun. 2017. Disponível em: <https://www.virginialawreview.org/articles/untenable-case-perpetual-dual-class-stock/>. Acesso em: 23 set. 2022. p. 619.

¹⁵⁶ *Ibid.*, p. 605.

o debate em torno das *sunset clauses* deveria ser focado nas estruturas condicionadas ao período fixo, exceto se houver aprovação da extensão do prazo pelos acionistas sem direito ao voto plural.

É justamente esse o caso do direito brasileiro. O parágrafo 7º. assevera a adoção de prazo fixo de sete anos para a vigência inicial do voto plural, mas também expressa a possibilidade de prorrogação do prazo por qualquer período. Aqui, cabe ressaltar que a instituição de um prazo de validade ao voto plural foi vista pelo autor da Emenda 17 à MP 1.040 como uma limitação que visa a conciliar a proteção do investidor minoritário e a estimular listagens de empresas no mercado de capitais.

Nesse sentido, pode haver preocupação quanto à possibilidade de que o prazo do voto plural se estenda por período indeterminado ou excessivamente longo. Por outro lado, há a visão partilhada por Ulhôa Coelho¹⁵⁷, de que qualquer tipo de limitação ao voto plural deva ser suprimida, incluindo a temporal, garantindo que as empresas versem sobre o tema em seus estatutos. Assim, caso algum acionista entenda que haja algum tipo de disposição estatutária abusiva, ainda que seja quanto ao tempo de vigência do voto plural, poderá simplesmente não investir na companhia.

De qualquer modo, não parece haver racionalidade específica quanto à delimitação dos sete anos¹⁵⁸ como período de vigência inicial, principalmente

¹⁵⁷ RAGAZZI, Ana Paula. Advogados criticam proposta de MP para o voto plural. *In*: VALOR ECONÔMICO: [S. l.], São Paulo, SP: 15 jun. 2021. Disponível em: http://c.lookcom.com.br/pucsp/site/m014/noticia.asp?cd_noticia=96289220 Acesso em: 29 ago. 2021.

¹⁵⁸ Importante ressaltar a carta para o conselho de advogados de Delaware, que estabelece um suposto limite temporal de sete anos para as *sunset clauses*, nos seguintes termos: “Um número limitado, mas crescente, de empresas multiclasse está optando por abrir o capital com cláusulas de caducidade baseadas no tempo, incorporadas em seus estatutos. O Conselho de Investidores rastreou 28 empresas norte-americanas que abriram o capital com *sunset clauses* simples e baseadas em tempo. As *sunset clauses* variam de três a 20 anos. A maioria tem sete ou 10 anos. Cinco empresas, entre 2004 e 2018 usaram *sunset clauses* de cinco anos ou menos. A *sunset clause* média das empresas que realizaram IPO em 2018 foi de 7,0 anos, ante 9,5 anos em 2017 e 10,3 anos em 2016. Quatro das empresas que têm tais cláusulas converteram seus votos para um por ação em processos tranquilos e bem compreendidos pelo mercado. As *sunset clauses* com base no tempo são simples, claras e não estão sujeitas a alterações pelo controlador. Apesar desses desenvolvimentos, as bolsas de valores dos EUA não responderam aos pedidos do Conselho de Investidores, de proibir novas listagens de empresas com estruturas de voto plural perpétuas.” (Disponível em BERTSCH, Ken; MAHONEY, Jeff. Letter to Delaware State Bar Association: Limiting Multi-Class Voting Structures. *In*: HARVARD LAW SCHOOL Forum on Corporate Governance: [S. l.], 24 set. 2019. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/09/24/letter-to-delaware-state-bar-association-limiting-multi-class-voting-structures/>. Acesso em: 23 set. 2022. Tradução livre.)

porque, nos Estados Unidos, por exemplo, berço do instituto, o período inicial de vigência costuma ficar a cargo da delimitação estatutária das companhias. Desse modo, pode-se concluir que o legislador simplesmente estabeleceu prazo inicial de vigência, com posterior possibilidade de prorrogação, que ficará a cargo de nova votação.

Importante ponderar, ainda, sobre a possibilidade de condicionamento do fim do voto plural a termo, conforme consta no parágrafo 6º. do artigo 110-A. Esse tipo de condicionamento subordina o fim do voto plural a um evento futuro e certo, como a morte do fundador, sua aposentadoria ou a conquista de determinada meta econômica pela empresa. O principal problema da adoção desse instituto seria o grande período em que os detentores do voto plural geralmente ficam no poder.

Nesse sentido, um fundador que esteja há décadas trabalhando à frente de uma companhia pode apresentar riscos substanciais para ela. Primeiro, porque o acionista majoritário que está no poder poderia fazer uso do entrenchamento, beneficiando-se da concentração de votos que tem. Além disso, segundo Bebchuk e Kastiel¹⁵⁹, ainda há outros dois principais problemas causados pelo voto plural, quais sejam, a tendência a manter um mesmo controlador no poder por muito tempo, causando a erosão da superioridade do controlador, já abordada, e a diminuição da participação real do controlador. Por fim, há a possibilidade de especulação das ações de companhias abertas quando da decisão ou não da continuidade do voto plural.

Quanto ao entrenchamento¹⁶⁰, este ocorre quando a concentração de votos tem o objetivo e a capacidade de manter o controle efetivo da gestão, deixando de levar em consideração os interesses da companhia¹⁶¹. Portanto, o

¹⁵⁹ BEBCHUK, Lucian; KASTIEL, Kobi. The untenable case for perpetual dual-class stock. *Virginia Law Review*, v.103, n. 4, p. 535-631, jun. 2017. Disponível em: <https://www.virginialawreview.org/articles/untenable-case-perpetual-dual-class-stock/>. Acesso em: 23 set. 2022. p. 619.

¹⁶⁰ COELHO, Antonio Carlos; HOLANDA, Allan Pinheiro; MOURA, Emanuela Aragão de. Efeitos entrenchamento e alinhamento e informatividade dos lucros contábeis: estudo comparativo. *Revista de Ciências da Administração*, v. 19, n. 48, p. 108-121, 2017. Disponível em: <https://periodicos.ufsc.br/index.php/adm/article/view/2175-8077.2017v19n48p108>. Acesso em: 23 set. 2022. p.109.

¹⁶¹ “O entrenchamento isola os controladores da força disciplinar do mercado de controle corporativo, o que, de outra forma, poderia limitar a capacidade de um controlador com desempenho insatisfatório para continuar liderando a empresa. Ao mesmo tempo, controladores que têm baixa participação acionária suportam apenas uma pequena fração dos efeitos negativos de suas ações sobre o valor da empresa, enquanto capturam todos os

entrincheiramento desonera os controladores da necessidade de apresentar resultados convenientes ao mercado, enquanto as baixas participações acionárias dos controladores capturam apenas parte dos efeitos negativos enfrentados pela companhia. Assim, há o perigo de que os interesses dos controladores não reflitam aqueles dos investidores públicos, seja pela disposição de manter-se na gestão da companhia, seja pelo fato de os controladores não enfrentarem os efeitos negativos do mercado diante de sua baixa participação acionária.

Quanto à diminuição do patrimônio líquido do controlador, Bebchuk e Kastiel¹⁶² afirmam que muitas estruturas de voto plural permitem que os controladores descarreguem suas participações sem necessariamente perderem o controle, o que é feito para diversificar investimentos e diminuir seu risco idiossincrático. Como exemplo, muitas companhias incluem em seus estatutos provisões que alocam porcentagens fixas de direitos de votos para o controlador, sem levar em conta sua participação acionária. É o caso da Ford, que, ao menos até 2016, contava com previsão que alocava 40% do poder de voto para a família controladora, independentemente de seu poder de voto. Assim, nesses casos, os acionistas controladores podem vender quantidade considerável de ações e, ainda assim, continuarem no controle.

Bebchuk e Kastiel¹⁶³ prosseguem com o raciocínio, aduzindo que, no IPO, os controladores geralmente mantêm mais do que a maioria dos votos, seja alocando amplo poder de voto às ações que detêm ou mantendo uma grande participação inicial. Se, por exemplo, um controlador detiver inicialmente 80% dos direitos de voto, ele pode vender uma porcentagem significativa de suas ações sem ficar abaixo do limite de 50% e perder o controle. Como resultado, amplia-se a lacuna entre os interesses daqueles que controlam a companhia e

benefícios privados. Assim, os incentivos dos controladores em relação a determinadas questões podem tornar-se distorcidos e desalinhados com as preferências dos investidores públicos. (BEBCHUK, Lucian; KASTIEL, Kobi. The untenable case for perpetual dual-class stock. *Virginia Law Review*, v.103, n. 4, p. 535-631, jun. 2017. Disponível em: <https://www.virginialawreview.org/articles/untenable-case-perpetual-dual-class-stock/>. Acesso em: 23 set. 2022. p. 619. Tradução livre).

¹⁶² *Ibid.*

¹⁶³ BEBCHUK, Lucian; KASTIEL, Kobi. The untenable case for perpetual dual-class stock. *Virginia Law Review*, v.103, n. 4, p. 535-631, jun. 2017. Disponível em: <https://www.virginialawreview.org/articles/untenable-case-perpetual-dual-class-stock/>. Acesso em: 23 set. 2022. p. 619.

dos acionistas em geral, de modo que o controlador nem sempre representará os interesses da companhia.

Para os autores, evidências indicam que a combinação do entrenchamento e da baixa participação acionária reduz o valor da empresa e gera o aumento significativo dos *agency costs*¹⁶⁴, além de fazer com que a estrutura dos votos plurais se torne ineficiente.

Assim, o voto plural com fim condicionado a termo pode manter no poder da companhia tanto o controlador sem habilidade técnica como o controlador com pequena participação acionária, reduzindo o valor da empresa e aumentando os *agency costs*. Portanto, além do fato de que, em ambos os casos, a companhia prejudica-se, no segundo, os acionistas acabam suportando o risco da desvalorização da empresa em proporções maiores que aquelas enfrentadas pelo próprio acionista controlador. Da mesma forma, o condicionamento do fim do voto plural a termo faz com que os acionistas arquem com prejuízos por mais tempo, dificultando medidas para retomada de controle.

Conforme o entendimento dos autores Bebchuk e Kastiel¹⁶⁵, a adoção de estruturas de voto plural com termos finais permitiria a retenção de estruturas efetivas, uma vez que seria improvável que o controlador prolongasse uma estrutura que servisse apenas aos seus interesses privados. Portanto, em que pese o sistema de voto plural realmente apresente problemas, o condicionamento do voto plural a um prazo específico permitiria que controles inefetivos não se perpetuassem no poder da companhia, sendo, desse modo, um termo final mais firme do que aquele condicionado a fato específico, versado pelo parágrafo 8º. do artigo 110-A.

¹⁶⁴ *Agency costs* são incorridos quando há aumento do custo operacional desnecessariamente, sem trazer benefícios ou valor agregado aos acionistas. Conforme Goshen e Hamadani (BEBCHUK, Lucian; KASTIEL, Kobi. The untenable case for perpetual dual-class stock. *Virginia Law Review*, v.103, n. 4, p. 586), os *agency costs*, ou, em tradução livre, “custos de agência”, têm dois efeitos potenciais sobre os investidores. Em primeiro lugar, podem tornar os investidores menos dispostos a confiar no julgamento do controlador sobre o destino do negócio. Suponha-se que o empresário informe investidores sobre o atraso na execução do negócio e pede mais tempo e dinheiro. O atraso se deve apenas a obstáculos temporários, com sucesso ainda atingível? Ou ao empresário que, ciente de que o negócio é condenado, tenta explorar os investidores? Em segundo lugar, os custos podem aumentar o valor que os investidores colocam no controle, fornecendo um meio de mitigar os custos de agência, como demitir o empresário ou fechar o negócio.

¹⁶⁵ BEBCHUK, Lucian; KASTIEL, Kobi. The untenable case for perpetual dual-class stock. *Virginia Law Review*, v.103, n. 4, p. 535-631, jun. 2017. Disponível em: <https://www.virginialawreview.org/articles/untenable-case-perpetual-dual-class-stock/>. Acesso em: 23 set. 2022. p. 619.

Como exemplo, em 2011, o *Groupon* adotou uma *sunset clause* de cinco anos em seu IPO e, como resultado, converteu as ações plurais em ordinárias em 2016, diante do desinteresse dos acionistas em manterem o instituto. No entanto, ao menos nos Estados Unidos, as companhias que adotavam esse tipo de provisão são minoria nos IPOs.¹⁶⁶

Por fim, em uma visão levemente diferente da apresentada por Bebchuk e Kastiel, os autores Govindarajan, Rajgopal, Srivastava e Enache¹⁶⁷ afirmam que as *sunset clauses* condicionadas a termo seriam ideais se houvesse um período fixo e predeterminado em que todas as companhias se tornassem maduras o suficiente para que não precisassem de maiores mudanças em seus planos de negócios. Todavia, os autores chegaram à conclusão de que não há como definir tal período, em primeiro lugar porque esse período se modifica com o quão moderna é a companhia e com seu modelo de negócios. Em segundo lugar, e mais importante, porque não há certeza de que alguma empresa possa aproveitar um modelo de negócios pré-estabelecido, dado o ritmo crescente de destruição criativa e a concorrência emergente de empresas digitais. Por exemplo, muitas companhias consolidadas no mercado, como Amazon, Alphabet, IBM e Apple precisaram reinventar-se no mercado para que pudessem manter-se nele. Assim, os autores sugerem uma estrutura acionária flexível, com consultas periódicas aos acionistas, a fim de validar o sistema de voto plural.

Além do citado, outro efeito das *sunset clauses*, segundo especialistas¹⁶⁸, seria a especulação das ações de companhias abertas no momento da decisão sobre a continuação ou não do voto plural. Por um lado, a prorrogação pode ser vista como um voto de confiança dos acionistas ao trabalho realizado, gerando valorização das cotações; por outro, pode haver queda das cotações, gerada pela interrupção de uma administração que viesse realizando um bom trabalho.

¹⁶⁶ BEBCHUK, Lucian; KASTIEL, Kobi. The untenable case for perpetual dual-class stock. *Virginia Law Review*, v.103, n. 4, p. 535-631, jun. 2017. Disponível em: <https://www.virginialawreview.org/articles/untenable-case-perpetual-dual-class-stock/>. Acesso em: 23 set. 2022. p. 619.

¹⁶⁷ GOVINDARAJAN, V., RAJGOPAL, S., SRIVASTAVA, A., ENACHE, L. Should Dual-Class Shares be Banned? In: HARVARD BUSINESS REVIEW: [S. l.], 03 dez. 2018. Disponível em: <https://hbr.org/2018/12/should-dual-class-shares-be-banned>. Acesso em: 23 set. 2022.

¹⁶⁸ MAGALHÃES, Daniel. Voto plural à brasileira: um verdadeiro “antes feito do que perfeito”. In: MIGALHAS: [S. l.], 11 jan. 2022. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/357720/voto-plural-a-brasileira-um-verdadeiro-antes-feito-que-perfeito>. Acesso em 01 jun. 2022.

De qualquer sorte, é provável que os benefícios apresentados pelas *sunset clauses* possam diminuir com o passar do tempo, causando prejuízos para a empresa, incluindo a diminuição de seu valor. Ademais, conforme Bebchuk e Kastiel¹⁶⁹, também há a tendência de que os acionistas controladores tenham incentivos perversos para reter o poder conferido pelo voto plural, ainda que essas estruturas se tornem ineficientes.

Desse modo, pode-se considerar acertada a instituição de prazo de vigência inicial para as cláusulas, principalmente levando em consideração a inexperiência brasileira com o instituto. Todavia, cabe ressaltar que tal delimitação pode vir a cercear a liberdade das empresas, obrigadas a respeitar o prazo de sete anos, ainda que esse prazo não corresponda a plano de negócios, conforme asseveram Govindarajan, Rajgopal, Srivastava e Enache.

¹⁶⁹ BEBCHUK, Lucian; KASTIEL, Kobi. The untenable case for perpetual dual-class stock. *Virginia Law Review*, v.103, n. 4, p. 535-631, jun. 2017. Disponível em: <https://www.virginialawreview.org/articles/untenable-case-perpetual-dual-class-stock/>. Acesso em: 23 set. 2022. p. 586.

4 CONCLUSÃO

O voto plural popularizou-se no mundo em um contexto em que os governos buscavam assegurar o controle de companhias pelos capitais nacionais, principalmente no pós-guerra. Desde lá, o instituto foi retirado e reinserido de ordenamentos de diversos países, a exemplo da França, que adotou o voto plural no pós-guerra e, depois, o suprimiu, alegando que o instituto possibilitava o “fascismo acionário”¹⁷⁰; já, atualmente, o permite. É nos Estados Unidos, todavia, que o instituto surgiu e se popularizou.

Em janeiro de 2020, as companhias que adotaram as estruturas societárias do voto plural nas bolsas norte-americanas representavam um valor de mercado de, aproximadamente, quatro trilhões de dólares. Parte desse valor é oriundo de empresas brasileiras, que optaram por realizar seu IPO nos Estados Unidos, valendo-se da estrutura do voto plural¹⁷¹. Portanto, desde já, é essencial que se ressalte que, realmente, o voto plural é instituto importante, que vem sendo cada vez mais utilizado pelas empresas. Nesse sentido, a competitividade do mercado brasileiro poderia estar sendo prejudicada, considerando que 12 das 20 maiores bolsas de valores do mundo permitem a emissão de ações com voto plural.¹⁷²

Por outro lado, não há nada que realmente garanta que a competitividade do mercado brasileiro, de alguma forma, cresça com a adoção do voto plural. De fato, segundo Marcelo Trindade, advogado e ex-presidente da CVM, muitas das empresas brasileiras que abrem capital no exterior buscam um mercado com investidores que tenham mais conhecimento do setor, além de um setor coberto por mais analistas, bem como uma maior liquidez¹⁷³, de modo que o simples fato

¹⁷⁰ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônima**: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro e 1976, com as modificações das Leis n. 9.457, de 5 de maio de 1997, e n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 401.

¹⁷¹ CALÇAS, Manoel de Q. P.; JUNQUEIRA, Ruth; CLEMESHA, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. v. 92, a. 24. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <http://revistadoatribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql& marg=DTR-2021-8724>. Acesso em: 23 set. 2022. p.11.

¹⁷² *Ibid.* p.11.

¹⁷³ GUTIERREZ, Marcelle. Empresas abrem capital no exterior porque múltiplo é melhor, diz ex-CVM Trindade. In: VALOR ECONÔMICO: [S. l.], 11 ago. 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/live/noticia/2020/08/11/empresas-abrem-capital-no-externo-porque-multiplo-e-melhor-diz-ex-cvm-trindade.ghtml>. Acesso em 01 set. 2022.

de que o voto plural seja permitido não é necessariamente o que faz com que empresas optem por abrir seu capital fora do Brasil. Assim, embora a inclusão do voto plural para a modernização do ambiente de negócios seja atraente, não há garantias de um potencial aumento da competitividade do mercado com a inserção do voto plural nos ordenamentos jurídicos.

Feitas essas ponderações, cabe ressaltar a importância da análise do instituto do voto plural, pois, diferentemente do observado na prática do país berço do instituto, o voto plural no direito brasileiro não é exatamente flexível. Para Fábio Ulhôa Coelho¹⁷⁴, a proibição do voto plural deveria ser totalmente suprimida no Brasil, inclusive sem estabelecer limites de qualquer natureza (temporal, número de votos, percentual do capital). Segundo o professor, a melhor maneira de disciplinar o tema seria “deixar que cada sociedade disponha sobre o assunto no seu estatuto”, de modo que, se algum potencial acionista não concordar com a regra estatutária, deve simplesmente não investir na empresa. Ainda, Ulhôa defende a flexibilização do instituto também se baseando no fato de que não se deve impedir eventuais negociações racionais causada por amarras só porque, em casos muito específicos, o instituto, como qualquer outro, pode ser objeto de abuso de direito¹⁷⁵.

Por outro lado, para Müssnich¹⁷⁶, a flexibilidade observada na bolsa norte-americana pode não ser a melhor saída para o Brasil. Essa visão nasce do fato de que, conforme este autor, o mercado brasileiro ainda não atingiu sua completa maturidade, já que a total liberdade na adoção da estrutura de voto plural pelas companhias brasileiras poderia gerar muitas inseguranças e riscos aos investidores. Assim, um modelo mais restritivo, com previsões legais que agregassem mais segurança ao investidor, seria bem-vindo. Portanto, segundo o autor, a adoção da estrutura do voto plural no ordenamento jurídico brasileiro

¹⁷⁴ RAGAZZI, Ana Paula. Advogados criticam proposta de MP para o voto plural. *In*: VALOR ECONÔMICO: [S. l.], São Paulo, SP: 15 jun. 2021. Disponível em: http://c.lookcom.com.br/pucsp/site/m014/noticia.asp?cd_noticia=96289220 Acesso em: 11 set. 2021.

¹⁷⁵ COELHO, Fábio Ulhôa. Nota sobre a proibição do voto plural. **Revista de Direito das Sociedades e Valores Mobiliários**. v. 12. São Paulo: Almedina, nov. 2020. p.95.

¹⁷⁶ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. 45 anos depois: a admissão do voto plural pela lei das S.A. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, v. II, edição especial em comemoração aos 45 anos das leis 6.385 e 6.404, dez. 2021. p. 53.

está sendo desenvolvida de maneira ponderada, a fim de absorver todas as vantagens da estrutura.

Para que a análise do voto plural fosse efetiva, foi necessário realizar distinção entre institutos que poderiam ser confundidos com o voto plural, a fim de delimitar o objeto deste trabalho. Desse modo, depois da definição do voto plural em si, como técnica de organização do poder de controle nas sociedades anônimas, na qual o estatuto social divide as ações em mais de uma classe, atribuindo a determinada classe o direito a mais de um voto por ação¹⁷⁷, foi preciso distinguir o voto plural, primeiramente, das ações com votos preferenciais e, depois, das *golden shares* e do voto múltiplo.

Nesse sentido, de modo geral, as ações com votos preferenciais foram definidas como aquelas que “outorgam a seus titulares todos os direitos essenciais que lhes são inerentes, além de que também possuem determinadas vantagens patrimoniais em termos de preferência no recebimento dos dividendos distribuídos em relação às ações ordinárias, ou ainda, a prioridade no reembolso, e por fim, a possibilidade de acumulação das duas prioridades citadas”. Já as *golden shares* foram definidas como “títulos acionários representativos de uma unidade do capital social, que atribuem ao seu titular – geralmente o estado – prerrogativas especiais, não proporcionais à sua participação no capital da sociedade”. Por fim, as ações com voto múltiplo foram definidas como instituto que objetiva, a partir da consagração do princípio majoritário, permitir que as minorias possam eleger seus representantes. Feitas essas diferenciações, partiu-se para a análise do instituto do voto plural.

No decorrer do trabalho, observam-se variadas vedações existentes no instituto do voto plural brasileiro, sendo as principais (i) a instituição do teto de 10 votos por ação; (ii) a impossibilidade de adesão ao voto plural a partir de incorporações e fusões de companhias que já estejam listadas no novo mercado; (iii) a vedação da transferência das ações com voto plural a terceiros; e (iv) as *sunset clauses*.

Sobre o primeiro item, a principal crítica refere-se à racionalidade para a instituição de um teto de 10 votos por ação. Com base na pesquisa realizada, o teto de 10 votos por ação seria proveniente das boas práticas de governança

¹⁷⁷ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. I - Arts. 1 a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 621.

internacionais, em que pese, ao mesmo tempo, o ambiente norte-americano adote medidas que permitem a livre negociação entre a empresa e os acionistas, estabelecendo o melhor número de votos plurais por ação para o andamento da empresa. Mais do que isso, o voto plural é aplicado pelas companhias principalmente a fim de garantir que os fundadores mantenham sua visão sobre o negócio, garantindo a aplicação do *know how* especializado e a preservação dos relacionamentos com investidores.

Sobre o segundo e o terceiro itens, pode-se inferir que tanto a impossibilidade de adesão ao voto plural por meio de incorporações e fusões de companhias que já estejam listadas no novo mercado como a vedação da transferência das ações com voto plural a terceiros são mecanismos de proteção aos acionistas minoritários, especialmente para garantir que votos não sejam diluídos. Além disso, a impossibilidade de adesão ao voto plural por meio de incorporações e fusões de companhias também visa a garantir incentivos à listagem de empresas que ainda não estejam no mercado.

Por fim, quanto às *sunset clauses*, os dois principais pontos analisados foram referentes à possibilidade da *sunset clause* condicionada a prazo ou a termo. Nesse sentido, foi possível chegar à conclusão de que os benefícios apresentados pelas *sunset clauses* podem diminuir com o passar do tempo, causando prejuízos à empresa, incluindo a diminuição de seu valor. Desse modo, a *sunset clause* mais segura seria aquela condicionada a prazo, até mesmo para garantir que os acionistas controladores não cedam aos incentivos perversos para reter o poder conferido pelo voto plural, ainda quando essas estruturas tenham se tornado ineficientes. A dúvida, todavia, é quanto à delimitação inicial de sete anos como prazo da *sunset clause* condicionada a prazo, que pode cercear a liberdade das empresas.

De modo geral, é possível concluir que o voto plural é instrumento útil para o desenvolvimento das empresas, principalmente por garantir que o plano de negócios do fundador seja posto em prática, garantindo maior flexibilidade às companhias. Quanto ao instituto em si, é verdade que o voto plural brasileiro tem mais limitações do que aqueles adotados em outros sistemas, mas ainda não há dados que comprovem que essas limitações serão relevantes para a negativa de empresas em adotarem o instituto.

Conseqüentemente, o voto plural pode ser útil para o desenvolvimento do ambiente de negócios no Brasil. Por outro lado, a simples adesão ao instituto não garantirá, necessariamente, que empresas prefiram realizar IPOs no Brasil. O fato de o mercado brasileiro ainda estar se desenvolvendo, por exemplo, pode ser ponto muitas vezes crucial para que empresas optem por abrir seu capital fora do Brasil.

De qualquer modo, é fato que o dispositivo, realmente, trouxe relevantes efeitos ao direito brasileiro, principalmente diante das amarras observadas. Assim, são inúmeros os aspectos que devem ser levados em conta quando se trata da efetividade do voto plural para a melhoria do ambiente de negócios, incluindo desde tendências do mercado até a liberdade conferida às companhias para adoção do instituto. Como assevera Ernesto Leme: "(...) acontece com o voto plural o que se dá em muitas instituições humanas: contém o bem e o mal, vantagens e inconvenientes, a propósito dos quais poder-se-ia discutir ao infinito".¹⁷⁸

¹⁷⁸ LEME, Ernesto. **Das Ações Preferenciais nas Sociedades Anônimas**. São Paulo: Livraria Acadêmica Saraiva, 1933. p. 32.

5 REFERÊNCIAS

ANDREI, Daniela Mussolini Llorca Sanchez. A vedação do Voto Plural no Brasil. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, n. 9, p. 61-74, ago. 2019.

AZEVEDO, Rita. Voto plural terá impacto positivo na abertura de capital no país. *In*: VALOR ECONÔMICO: [S. l.], 31 ago. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/08/31/voto-plural-ter-impacto-positivo-na-abertura-de-capital-no-pas-diz-b3.ghtml>. Acesso em: 23 set. 2022.

AZEVEDO, Rita. Voto plural não pode ser licença para matar, diz ex-CVM. *In*: VALOR ECONÔMICO: [S. l.], 04 ago. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/08/04/voto-plural-nao-pode-ser-licenca-para-matar-diz-ex-cvm.ghtml>. Acesso em: 23 set. 2022.

AZEVEDO, Rita. Voto plural faz sentido em certas empresas e o importante é ter limitações para abusos do controlador, diz Yazbek. *In*: VALOR ECONÔMICO: [S. l.], 03 ago. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/08/03/voto-plural-faz-sentido-em-certas-empresas-e-o-importante-e-ter-limitacoes-para-abusos-do-controlador-diz-yazbek.ghtml> . Acesso em: 23 set. 2022.

B3. **Voto plural**. 2020. Disponível em: http://www.b3.com.br/data/files/BC/F1/F6/1A/A5ECF6107DF7ACF6AC094EA8/Voto_plural_B3_ACE.pdf . Acesso em: 20 jun. 2022.

BAINBRIDGE, Stephen M. **The Scope of the SEC's Authority over Shareholder Voting Rights**. Disponível em: <https://www.sec.gov/comments/4-537/4537-17.pdf>. Acesso em 12 ago. 2022.

BEBCHUK, Lucian; KASTIEL, Kobi. The untenable case for perpetual dual-class stock. **Virginia Law Review**, v.103, n. 4, p. 535-631, jun. 2017. Disponível em: <https://www.virginialawreview.org/articles/untenable-case-perpetual-dual-class-stock/>. Acesso em: 23 set. 2022.

BERTSCH, Ken; MAHONEY, Jeff. Letter to Delaware State Bar Association: Limiting Multi-Class Voting Structures. *In*: HARVARD LAW SCHOOL Forum on Corporate Governance: [S. l.], 24 set. 2019. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/09/24/letter-to-delaware-state-bar-association-limiting-multi-class-voting-structures/>. Acesso em: 23 set. 2022.

BRANCO, A. C. **O conselho de administração nas sociedades anônimas**. 2ª. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2007.

BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. **Emenda à MP n. 1040/2021**. Art. 1º. Revogue-se o §2º., do art. 110, da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, nos termos do Projeto de Lei de Conversão referente à Medida Provisória n. 1.040, de 30 de março de 2021 [...]. Autoria: Deputado Marco Bertaiolli. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg->

[getter/documento?dm=8947708&ts=1652228224856&disposition=inline&ts=1652228224856](https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8947708&ts=1652228224856&disposition=inline&ts=1652228224856). Acesso em: 16 set. 2022.

BRASIL. Congresso Nacional. Secretaria Legislativa do Congresso Nacional. **Estudo do Veto n. 45/2021**. Veto Parcial aposto ao Projeto de Lei de Conversão nº 15 de 2021 (oriundo da MPV nº 1.040/2021). 37 dispositivos vetados. Autoria da matéria vetada: Presidência da República. Relatoria na Câmara: Deputado Marco Bertaiolli. Relatoria no Senado Senador Irajá. Brasília, DF: 06 set. 2021. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=9014751&ts=1650630015652&disposition=inline> . Acesso em: 24 set. 2022.

BRASIL. **Medida Provisória n. 1.040, de 29 de março de 2021**. Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas, a proteção de acionistas minoritários, a facilitação do comércio exterior, o Sistema Integrado de Recuperação de Ativos, as cobranças realizadas pelos conselhos profissionais, a profissão de tradutor e intérprete público, a obtenção de eletricidade e a prescrição intercorrente na Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2021. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1985757 Acesso em 25 ago. 2022.

BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. **Parecer n. _ de 2021**. Relator: Senador Irajá. Brasília, [2021]. Disponível em: Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8996051&ts=1652228203743&disposition=inline>. Acesso em: 22 ago. 2022.

BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. **Parecer proferido em plenário à MPV n. 1.040, de 2021**. Autor: Poder Executivo Relator: Deputado Marco Bertaiolli. Brasília, 29 de março de 2021. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=2032293 Acesso em: 15 ago. 2022.

BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei n. 10736/2018**. Acrescenta o art. 110-A à Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, de modo a autorizar a atribuição de voto plural a uma única classe de ações, e dá outras providências. Autoria: Deputado Carlos Bezerra. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, [2018]. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2183068> . Acesso em: 20 jun. 2022.

BRASIL. Congresso Nacional. Senado Federal. **Emenda n. _ Plen (ao PLV nº 15, de 2021, decorrente da MPV nº 1040, de 2021)**. Inclua-se no art. 5º do Projeto de Lei de Conversão n. 15, de 2021, o § 3º ao art. 140 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com a seguinte redação: [...]. Autoria: Senador Randolfe Rodrigues. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8990202&ts=1652228227981&disposition=inline&ts=1652228227981>. Acesso em 25 ago. 2022.

BRASIL. Congresso Nacional. Senado Federal. **Emenda n.º Plen (ao PLV n.º 15, de 2021)**. O art. 5º., do Projeto de Lei de Conversão n.º 15, de 2021, oriundo da Medida Provisória n.º 1.040, de 2021, passa a ter a seguinte redação [...]. Autoria: Senadora Soraya Thronicke. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8992270&ts=1652228228279&disposition=inline&ts=1652228228279> . Acesso em 11 ago. 2022.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Análise das propostas de alterações aos Regulamentos de Listagem dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e do Bovespa Mais – Nível 2**. Analista: Paulo Portinho de Carvalho. Brasília, DF: 09 out. 2015. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2015/20151013/4977.pdf> . Acesso em: 23 set. 2022.

BULGARELLI, Waldirio. **Manual das Sociedades Anônimas**. São Paulo: Atlas, 2001.

CALÇAS, Manoel de Q. P.; JUNQUEIRA, Ruth; CLEMESHA, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. v. 92, a. 24. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <http://revistadoatribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2021-8724>. Acesso em: 23 set. 2022.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônima: Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro e 1976, com as modificações das Leis n.º 9.457, de 5 de maio de 1997, e n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001**. São Paulo: Saraiva, 2003.

COELHO, Antonio Carlos; HOLANDA, Allan Pinheiro; MOURA, Emanuela Aragão de. Efeitos entrenchamento e alinhamento e informatividade dos lucros contábeis: estudo comparativo. **Revista de Ciências da Administração**, v. 19, n. 48, p. 108-121, 2017. Disponível em: <https://periodicos.ufsc.br/index.php/adm/article/view/2175-8077.2017v19n48p108>. Acesso em: 23 set. 2022.

COELHO, Fábio Ulhôa. Nota sobre a proibição do voto plural. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. v. 12. São Paulo: Almedina, nov. 2020.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 5ª. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

CRUZ, André de Santa. **Manual de Direito Empresarial**. Vol. único. 11ª. ed. rev., atual. e ampl. Salvador: Juspodivm, 2021.

DELAWARE LEGISLATIVE COUNCIL. **Title 8 – Corporations**. Disponível em: <https://delcode.delaware.gov/title8/title8.pdf>. Acesso em: 23 set. 2022.

DOING BUSINESS 2004-2020. *In*: THE WORLD BANK. Disponível em: <https://archive.doingbusiness.org/en/doingbusiness>. Acesso em: 16 set. 2022.

DUAL-CLASS SHARES: the good, the bad, and the ugly - A Review of the Debate Surrounding Dual-Class Shares and Their Emergence in Asia Pacific. *In*: CFA INSTITUTE: [S. l.], ago. 2018. Disponível em <https://www.cfainstitute.org/en/research/survey-reports/dual-class-shares-apac-survey-report>. Acesso em: 23 set. 2022.

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

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. III - Arts. 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

EXTRATO DA ANÁLISE internacional e repercussão no mercado brasileiro da expansão da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados (DCS). 2020. Disponível em: http://www.b3.com.br/data/files/45/02/1F/3D/16ECF6107DF7ACF6AC094EA8/EXTRATO_DA_ANALISE_VOTO_PLURAL.pdf. Acesso em: 20 jun. 2022.

FISCHEL, Daniel R. Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock. **University of Chicago Law Review**, n. 119, 1987. Disponível em: https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2412&context=journal_articles. Acesso em: 23 set. 2022.

FLEMING, Rick A. Dual-Class Shares: A Recipe for Disaster. *In*: HARVARD LAW SCHOOL Forum on Corporate Governance: [S. l.], 17 out. 2019. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/10/17/dual-class-shares-a-recipe-for-disaster/>. Acesso em: 23 set. 2022.

GOMES, Ana Luisa Lopes; AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. Voto plural: vantagens e desvantagens do instrumento segundo a doutrina e agentes de mercado e sua configuração no ordenamento jurídico brasileiro pela lei 14.195 de 2021. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**, n. 1, a. 8, p. 151-183, 2022. Disponível em: https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2022/1/2022_01_0151_0183.pdf. Acesso em: 24 set. 2022.

GONZALEZ, Gustavo Machado. As novas competências da assembleia geral (1): transações com partes relacionadas (comentários ao inciso X do artigo 122 da Lei das Sociedades por Ações). **Revista de Direito Societário e M&A**, v. 1, a. 1. São Paulo: Ed. RT, jan.-jun. 2022. Disponível em: <https://revistadoatribunais.com.br/maf/app/resultList/document?&src=rl&srqid=i0ad82d9b00000181d88cacceae2139e7&docguid=lc49f2e20e61911ec960fd1542da0bc67&hitguid=lc49f2e20e61911ec960fd1542da0bc67&spos=3&epos=3&td=824&context=27&crumb-action=append&crumb-label=Documento&isDocFG=false&isFromMultiSumm=&startChunk=1&endChunk=1>. Acesso em: 23 set. 2022.

GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Corporate Control and Idiosyncratic Vision. **Yale Law Journal**, n. 125, 2016. Disponível em: https://www.yalelawjournal.org/pdf/a.560.Goshen-Hamdani.617_jr2ezn12.pdf. Acesso em 18 ago. 2022.

GOVINDARAJAN, V., Rajgopal, S., SRIVASTAVA, A., ENACHE, L. Should Dual-Class Shares be Banned? *In: HARVARD BUSINESS REVIEW: [S. l.]*, 03 dez. 2018. Disponível em: <https://hbr.org/2018/12/should-dual-class-shares-be-banned>. Acesso em: 23 set. 2022.

GUTIERREZ, Marcelle. Empresas abrem capital no exterior porque múltiplo é melhor, diz ex-CVM Trindade. *In: VALOR ECONÔMICO: [S. l.]*, 11 ago. 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/live/noticia/2020/08/11/empresas-abrem-capital-no-exterior-porque-multiplo-e-melhor-diz-ex-cvm-trindade.ghtml>. Acesso em 01 set. 2022.

LEME, Ernesto. **Das Ações Preferenciais nas Sociedades Anônimas**. São Paulo: Livraria Acadêmica Saraiva, 1933.

MAGALHÃES, Daniel. Voto plural à brasileira: um verdadeiro “antes feito do que perfeito”. *In: MIGALHAS: [S. l.]*, 11 jan. 2022. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/357720/voto-plural-a-brasileira-um-verdadeiro-antes-feito-que-perfeito>. Acesso em: 01 jun. 2022.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. 45 anos depois: a admissão do voto plural pela lei das S.A. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, v. II, edição especial em comemoração aos 45 anos das leis 6.385 e 6.404, dez. 2021.

MÜSSNICH, Francisco. Voto plural: quebrando paradigmas. *In: VALOR ECONÔMICO: [S. l.]*: 15 dez. 2017. Disponível em: <https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2017/12/15/voto-plural-quebrando-paradigmas.ghtml>. Acesso em: 11 jul. 2022.

NEXUS #7: Sanções da Lgpd, Reconhecimento da Recuperação Judicial Estrangeira e a Lei 14.195/2021. [Locução de]: Ana Frazão e Fábio Ulhôa Coelho. Nexus Podcast, 08 de setembro de 2021. Podcast. Disponível em: <https://open.spotify.com/episode/0oJ94iazkWmaSL1gWNkuxb>. Acesso em: 12 set. 2022.

PAPADOPOULOS, Kosmas. Dual-Class Shares: Governance Risks and Company Performance. HARVARD LAW SCHOOL Forum on Corporate Governance: *[S. l.]*, 28 jun. 2019. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/06/28/dual-class-shares-governance-risks-and-company-performance/>. Acesso em: 23 set. 2022.

PELA, Juliana Kruger. **As golden shares no Direito Societário Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

RAGAZZI, Ana Paula. Advogados criticam proposta de MP para o voto plural. *In: VALOR ECONÔMICO: [S. l.]*, São Paulo, SP: 15 jun. 2021. Disponível em: http://c.lookcom.com.br/pucsp/site/m014/noticia.asp?cd_noticia=96289220. Acesso em: 29 ago. 2021.

SALDANHA, Nair. Voto plural é tendência internacional. *In*: ABRASCA: [S. l.], 14 dez. 2020. Disponível em: <https://www.abrasca.org.br/noticias/sia-cia-1529-voto-plural-e-tendencia-internacional> . Acesso em: 11 jul. 2022.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. São Paulo: PC Editorial Ltda., 2011.

SHORTER, Gary. Dual Class Stock: Background and Policy Debate. *In*: IN FOCUS. Congressional Research Service. Washington, DC: 08 dez. 2021. Disponível em: <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/IF/IF11992/3>. Acesso em: 10 ago. 2022.

SOARES, Rebeca. Mais rentáveis em Wall St.? Por que brasileiras fazem IPO nos EUA. *In*: ESTADÃO: [S. l.], 18 out. 2021. Disponível em: <https://einvestidor.estadao.com.br/mercado/ipo-empresas-brasileiras-eua-wall-street>. Acesso em: 12 jul. 2022.

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