



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE DIREITO

DANIEL BARBOSA NUNES

VOTO PLURAL E GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL
UMA PERSPECTIVA COMPARADA

BRASÍLIA

2023



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE DIREITO

DANIEL BARBOSA NUNES

VOTO PLURAL E GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL
UMA PERSPECTIVA COMPARADA

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Orientadora: Prof.^a Dra. Ana Frazão

BRASÍLIA

2023

VOTO PLURAL E GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL
UMA PERSPECTIVA COMPARADA

Monografia apresentada à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília, campus Darcy Ribeiro, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Data da defesa:

Resultado:

BANCA EXAMINADORA

Professora Doutora Ana Frazão
Universidade de Brasília (UnB)

Orientadora

Professor Doutor Henrique Haruki Arake Cavalcante

Examinador

Professor Doutor Marlon Tomazette

Examinador

BRASÍLIA

2023

RESUMO

O presente estudo intenta refletir acerca da introdução do voto plural no Brasil, buscando perspectívá-la à luz de sua dimensão histórica e da experiência estrangeira, enfatizando como objeto central de pesquisa o modelo adotado na legislação societária brasileira e como ele se situa em relação à perspectiva comparada. Para tratar a questão, foi efetuada uma abordagem quali-quantitativa e multidisciplinar, em paralelo a uma revisão da literatura nacional e internacional sobre a matéria. Ao endereçá-lo, buscaremos primeiro entender as razões estruturais e conjunturais pelas quais o Brasil, diferentemente de outras jurisdições, não adotou o voto plural no início do século passado, elencando as justificativas apresentadas à época e sugerindo outros motivos para tanto. No segundo e terceiro capítulos, centrados essencialmente nas discussões atuais, o problema do voto plural no Brasil será discutido em face das legislações de países e territórios como Estados Unidos, Hong Kong, Cingapura, Índia e Xangai. Como tema condutor, o segundo capítulo discorrerá sobre o exercício do poder de controle através do voto plural, buscando endereçar os limites da separação por ele estabelecida entre interesse econômico e participação política na sociedade anônima, focando na limitação do número de votos por ação. Por fim, o terceiro e último capítulo abordará os desafios em torno da constituição de salvaguardas ao privilégio, ocasião na qual serão analisados os efeitos de cláusulas temporais (*time-based sunsets*), como a limitação a um período máximo de sete anos, prorrogáveis; cláusulas baseadas em eventos (*event-based sunset*), como herança, compra e venda e doação; cláusulas fiduciárias; cláusulas de desempenho e cláusulas de desinvestimento.

Palavras-Chave: Direito Societário; Voto plural; Governança corporativa; Poder de controle.

ABSTRACT

The present study aims to analyze the introduction of plural voting in Brazil from a historical and comparative perspective, with a focus on the model adopted in Brazilian Corporate Law. The research methodology employed a quali-quantitative and multidisciplinary approach, supported by a review of national and international literature on the topic. The study begins by examining the reasons why Brazil did not adopt plural voting at the beginning of the last century, in contrast to other jurisdictions. In the subsequent chapters, the problem of plural voting in Brazil is discussed in the context of legislation in other countries and territories such as the United States, Hong Kong, Singapore, India, and Shanghai. The second chapter focuses on the exercise of control power through plural voting and explores the potential limitations it poses to the separation between economic interest and political participation in public companies. This discussion includes an examination of the maximum number of votes per share. The third chapter considers the challenges of establishing safeguards for the privilege of plural voting. Specifically, the chapter addresses the effects of time-based sunsets, event-based, fiduciary, performance, and divestment clauses.

Keywords: Corporate Law; Plural voting; Corporate governance; Control power.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABA	American Bar Association
ADHGB	Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch
AEG	Allgemeine Elektrizitäts-Gesellschaft
AGO	Assembleia Geral Ordinária
AGs	Aktiengesellschaften
Amec	Associação de Investidores no Mercado de Capitais
AktG	Aktiengesetz
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
BMF	Bundesfinanzministeriums
BRT	Business Roundtable
BV	Besloten vennootschap
BVRJ	Bolsa de Valores do Rio de Janeiro
CEO	Chief Executive Officer
Cf.	Conforme
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CFIUS	Committee on Foreign Investment in the United States
CII	Council of Institutional Investors
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DCS	Dual-class shares
DSBA	Delaware State Bar Association
DVR	Differentiated voting rights
EUA	Estados Unidos da América
FCA	Financial Conduct Authority
F&A	Fusões e aquisições
HGB	Handelsgesetzbuch
HKEX	Hong Kong Exchange
IASB	International Accounting Standards Board
IBGC	Instituto Brasileiro Governança Corporativa
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMK	Iniciativa de Mercado de Capitais
INED	Independent non-executive diretor
IPO	Initial Public Offering

IRCC	Investor Responsibility Research Center Institute
ISS	Institutional Shareholder Services
LSA	Lei das Sociedades por Ações
LSE	London Stock Exchange
LGPD	Lei Geral de Proteção de Dados
MV shares	Multiple voting shares
Nasdaq	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYSE	New York Stock Exchange
Op. cit.	<i>opus citate</i>
OPA	Oferta pública de aquisição
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
PL	Projeto de Lei
PMAC	Primary Market Advisory Committee
S.A. SA	Société anonyme ou sociedade anônima
SASB	Sustainability Accounting Standards Board
SEBI	Securities and Exchange Board of India
SEC	Securities and Exchange Commission
S.p.A.	Società per azioni
SR	Shares with superior voting rights
SSE	Shanghai Stock Exchange
SGPS	Sociedades gestoras de participações sociais
SGX	Singapore Exchange Limited
SIS	Secret Intelligence Service
TPRs	Transações com partes relacionadas
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
VPL	Valor Presente Líquido
WVR	Weighted voting rights
ZFinG	Zukunftsfinanzierungsgesetz

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Volume de títulos negociados na BVRJ (1894-1930)

Gráfico 2 – Capital de controle (fluxo de caixa) vs. poder político (voto por ação)

Gráfico 3 – Porcentagem de IPOs com duas ou mais classes de ações ordinárias nos EUA

Gráfico 4 – Perfil dos direitos de voto no momento do IPO (EUA)

Gráfico 5 – Prazo máximo de vigência do voto plural (EUA)

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Número de listagens em Hong Kong (2018-2022)

Tabela 2 – Poder político e capital de controle

Tabela 3 – Empresas brasileiras listadas nos EUA com voto plural

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	12
------------------	----

CAPÍTULO I

O VOTO PLURAL NO BRASIL: UMA SÍNTESE HISTÓRICA

1. Do silêncio normativo à vedação	19
2. O Decreto nº 21.536, de 1932	28
3. Dos limites estruturais ao nacionalismo econômico	32
4. A concentração acionária como problema	46
5. Sobre a familiaridade histórica das ações preferenciais na realidade brasileira	50

CAPÍTULO II

O EXERCÍCIO DO PODER DE CONTROLE NA SOCIEDADE ANÔNIMA: O *QUEM, O PARA QUEM E O COMO*

1. A centralidade do acionista controlador na Lei das S/A.....	55
2. Por quem o interesse social dobra.....	59
3. O voto plural e os limites da separação entre propriedade e controle	68
4. Jurisdições Internacionais	76
4.1 Estados Unidos	76
4.2 Hong Kong.....	78
4.3 Cingapura.....	81
4.4 Xangai.....	82
4.5 Índia	84
5. O caso brasileiro	86

CAPTÍTULO III

SINALIZAÇÃO E INCENTIVOS EM EMPRESAS COM VOTO PLURAL

1. Considerações preliminares.....	99
2. Cláusulas baseadas no tempo (<i>time-based sunsets</i>).....	103

2.1 Considerações gerais	103
2.2 Em defesa dos limites temporais	104
2.3 Argumentos contrários aos limites temporais.....	105
3. Cláusulas baseadas em eventos (<i>event-based sunset</i>)	109
3.1 Herança, compra e venda e doação.....	109
4. Cláusulas fiduciárias	111
5. Cláusulas de desempenho	113
6. Cláusulas de desinvestimento	114
7. Jurisdições internacionais	114
7.1 Estados Unidos	114
7.2 Hong Kong.....	119
7.3 Cingapura.....	120
7.4 Xangai.....	122
7.5 Índia	125
8. O caso brasileiro	126
8.1 A limitação temporal em face do critério de permanência do poder de controle	131
8.2 O uso efetivo do poder de controle e o caráter personalíssimo das ações de voto plural	133
8.3 A extinção do voto plural com base em eventos: transferência a terceiros e exercício conjunto do direito de voto	136
8.4 Salvaguardas adicionais: operações vedadas e suspensão do privilégio político	140
8.4.1 Sobre a vedação de operações de reorganização societária	140
8.4.2 O caso da remuneração de administradores e transações com partes relacionadas	142
8.5 Outras hipóteses de fim da vigência do voto plural condicionadas a evento ou a termo	150
CONCLUSÃO	152
REFERÊNCIAS	154

INTRODUÇÃO

Nas palavras do mestre espanhol Joaquín Garrigues, com as quais assentimos, falar sobre sociedade anônima é tarefa difícil, se se aspira a dizer algo que já não se tenha dito: “Yo creo que de la sociedad anónima se há dicho, para bien o para mal, todo lo que podría decirse”.¹ Tratando-se de voto plural, sublinhamos, essa afirmação não poderia ser mais verdadeira. Nessa perspectiva, se há quase um século o assunto era tido como nuclear – *question plus actuelle en droit financier*² –, produto mesmo natural e espontâneo das circunstâncias,³ demandando dos governos a mais imediata atenção,⁴ hoje ele torna a ser visto como um dos problemas centrais⁵ ou mesmo a questão mais importante em matéria de governança corporativa.⁶

Se nas primeiras décadas do século passado o tema era visto como solução ao problema da *estrangeirização (Überfremdung)*⁷ de companhias e ativos industriais por boa parte da Europa,⁸ servindo para *difendere la nazionalità delle società*⁹ contra *asaltos disimulados a la soberanía económica*,¹⁰ hoje ele desponta como resposta nacionalista à *fuga* de listagens ou *exportação* de ofertas para outras bolsas e mercados, buscando proteger companhias, controladores e interesses locais contra governos e investidores estrangeiros.

Nos Estados Unidos, onde verificamos uma expansão dos obstáculos regulatórios interpostos por órgãos como o *Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS)*,

¹ GARRIGUES, Joaquín. *Hacia un nuevo Derecho Mercantil: escritos, lecciones y conferencias*. Madrid: Editorial Tecnos, 1971. p. 119.

² “Il n'est pas de question plus actuelle en droit financier, particulièrement en France, que celle des actions à vote plural” (CORMIER, Manon. *Les actions à vote plural en France et à l'étranger*. Bordeaux: Imprimerie de l'Académie et des Facultés Y. Cadoret, 1932. p. 5).

³ MARX, J. -M. *Le vote plural et les procédés de maitrise dans les sociétés anonymes*. Paris: Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1929. p. 45.

⁴ “Creemos que este asunto de las acciones de voto plural es uno de los que requieren la más inmedita y directa atención del Gobierno”. *La Libertad*, Barcelona, año XIV, n. 3.720, 20 de feb. de 1932.

⁵ MOORE, Marc T. Designing dual-class sunsets: the case for a transfer-centered approach. *William & Mary Business Law Review*. v. 12, n. 1, pp. 93-166, nov. 2020.

⁶ COFFEE JR., John C. Dual class stock: the shades of sunset. *CLS Blue Sky Blog*, 19 Nov. 2018.

⁷ FELDMAN, Gerald D. Foreign penetration of German enterprises after the First World War: the problem of *Überfremdung*. In: TEICHOVA, Alice; LEVY-LEBOYER, Maurice; NUSSBAUM, Helga. *Historical studies in international corporate business*. Cambridge: Cambridge University Press, 1989. pp. 89-93. “Y el concepto de la extranjerización (*Überfremdung*) ha tomado un incremento, exagerado a no poder más en Alemania” (Alemania en el tercer año despues de la guerra: la situación econômica alemana. *Diario de la Marina*: periódico oficial del apostadero de La Habana, Año LXXXIX, n. 257, Edición de la mañana, p. 10, 29 de oct. de 1921).

⁸ “Se puede evitar con este sistema que una Sociedad nacional caiga en manos de accionistas extranjeros y sean ellos los directores y los dominadores de ella [...] evitarán la extranjerización de las Sociedades [...] Las acciones de voto plural son, en rigor, una manifestación más del nacionalismo económico y financiero de los países modernos” (Notas financieras. Las acciones de voto plural. *El Cantábrico*: diario de la mañana, Santander, año XXXII, n. 11.737, p. 1, 14 de dic. de 1926).

⁹ ELENA, Nicolò. *Le azioni con voto plurimo o con voto altrimenti privilegiato nelle società commerciali italiane*. Torino: Bocca, 1927. p. 5.

¹⁰ MIGUEL, Antonio de. La defensa del patrimonio nacional. *El Diario Palentino*: defensor de los intereses de la capital y la provincia. El más antiguo y de mayor circulación, Madrid, año LI, n. 14.502, p. 1, 4 de marzo de 1932.

a segurança nacional, mais do que nunca, tem sido invocada como pretexto para revisar ou mesmo bloquear transações entre companhias domésticas e atores internacionais.¹¹ Seguindo ordens presidenciais, o comitê tem exigido que diversas transações sejam alteradas ou desfeitas com base nos riscos que supostamente representariam para os interesses e a segurança nacionais nos ramos de tecnologia, infraestrutura e dados sensíveis.¹² Em todos esses casos, a instrumentalização do comércio e dos investimentos e a identidade entre segurança econômica e segurança nacional – *economic security is national security*¹³ – tem sido perseguida tanto por presidentes republicanos, a exemplo de Donald Trump, quanto democratas, como Joe Biden.¹⁴

Sobre esse aspecto, a influência do nacionalismo no direito societário tem sido significativa e cada vez mais comum em diferentes economias, moldando as estruturas de propriedade e os direitos de controle com base na premissa de que a ingerência doméstica sobre os negócios representa um objetivo legítimo a ser perseguido.¹⁵ E é justamente no centro desse debate, hoje mundial, que se coloca o ressurgimento das estruturas acionárias com diferenças de voto ou privilégios políticos, a exemplo do voto plural.

No ordenamento jurídico francês, onde esse privilégio é hoje proibido,¹⁶ o voto plural foi recentemente eleito como uma possível estratégia diante do Brexit, enquadrando-se aí numa

¹¹ EICHENSEHR, Kristen E.; HWANG, Cathy. National security creep in corporate transactions. *Columbia Law Review*, 2023.

¹² UNITED STATES OF AMÉRICA. The Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS). Congressional Research Service, February 14, 2020. p. 2.

¹³ Veja-se, a este exemplo, o caso envolvendo a Beijing Kunlun Wanwei Technology Co., Ltd. (Kunlun), empresa chinesa listada na Bolsa de Shenzhen, e a Grindr Inc, com sede em Los Angeles. Em maio de 2019, a empresa chinesa anunciou ter assinado um acordo com o CFIUS, revisando uma transação concluída em 2018 com a Grindr Inc e alienando sua propriedade nessa empresa. Conforme alegado, a venda forçada do aplicativo seria justificada devido às informações pessoais contidas no seu bando de dados, como localização de usuários, mensagens e status de HIV, as quais poderiam ser postas em risco em face da propriedade chinesa. Ver: BIAN, Cheng. *National security review of foreign investment: a comparative legal analysis of China, the United States and the European Union*. Routledge: Abingdon, 2020. pp. 133-134; SQUIRE PATTON BOGGS. CFIUS Filing in Mitigation: Beijing Kunlun Wanwei Technology Co. and Grindr Inc. *The National Law Review*, 19 Jun. 2019.

¹⁴ WHITE HOUSE. President Donald J. Trump. *National Security Strategy of the United States of America*, Dec. 2017. p. 17; WHITE HOUSE. President Joseph R. Biden, Jr. *Interim National Security Strategic Guidance*, Mar. 2021. p. 15.

¹⁵ PARGENDLER, Mariana. Controlling shareholders in the twenty-first century: complicating corporate governance beyond agency costs. *The Journal of Corporation Law*, v. 45, n. 4, pp. 953-974, 2020b. p. 4.

¹⁶ As emissões de ações com voto plural na França foram proibidas – para o futuro – através do art. 6 da *Loi du 26 avril 1930*, uma lei de caráter provisório, sem efeitos retroativos, enquanto se aguardava a votação de um texto definitivo que estabelecesse o estatuto jurídico dessas ações. O que ocorreu com a *Loi du 13 novembre 1933*, originária do Senado e aprovada sem modificações pela *Chambre des Députés*. Quanto ao texto de 1933, mantido em 1966, duas exceções foram aprovadas, as concessórias nos departamentos ultramarinos e as sociedades de economia mista. No que diz respeito ao voto duplo, ou à duplicação dos direitos de voto instituída no momento da proibição geral do voto plural, foi ele atribuído a ações nominativas registradas há pelo menos dois anos em nome do mesmo acionista; passando, assim, a beneficiar, indistintamente, todas as ações nominativas e integralizadas. Ver: LANUSSE, Georges. Statistique des actions à vote plural. *Journal de la Société Statistique de Paris*, Tome 72, pp. 217-219, 1931; DECUGIS, Henri. *Le nouveau régime des actions à vote plural: loi du 13 novembre 1933*. Sirey: Paris, 1934. As *loyalty shares*, instituídas em 1933 e mantidas pela Lei das Sociedades Comerciais de 1966 (art. 175), foram alteradas em 2014 pela chamada *Loi Florange* (Loi n. 2014-384 du 29 mars 2014),

pauta muito mais ampla de soberania econômica.¹⁷ Na Itália, pouco tempo após as reorganizações societárias da Fiat Industrial e da Fiat S.p.A. sob jurisdição holandesa, o Decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91, conhecido como *Decreto Competitività*,¹⁸ introduziu as *azioni con voto maggiorato* e as *azioni a voto plurimo*; em síntese, ações de lealdade e ações com voto plural. Neste último caso, em uma estratégia para estimular novas listagens e garantir a manutenção do poder de controle,¹⁹ o art. 2351 do Código Civil italiano agora permite a atribuição de até três votos por ação em sociedades de capital fechado.²⁰

Igualmente preocupado com as perdas de listagem, o governo do Reino Unido tem convertido em prioridade política as ofertas públicas nacionais, reconhecendo, quanto a esse ponto, a importância de privilégios políticos.²¹ Em 2012, após considerar diferentes bolsas e jurisdições, incluindo asiáticas,²² o clube de futebol inglês Manchester United abriu seu capital na NYSE ao invés da *London Stock Exchange* (LSE). Ali, o seu capital foi estruturado em torno de ações ordinárias Classe A de voto unitário não conversíveis e ações ordinárias Classe B com dez votos por ação, em tudo o mais idênticas em seus respectivos direitos²³ – algo proibido no nível premium do *LSE Main Market* pela *Financial Conduct Authority* (FCA),²⁴ mas atualmente na vanguarda dos debates sobre governança corporativa também no Reino Unido.²⁵

Essas mesmas preocupações e a correspondente saída através do voto plural têm sido discutidas na Alemanha, onde o Ministério Federal das Finanças sugeriu mudanças nas legislações societária e do mercado de capitais para tornar esse mercado mais eficiente e

particularmente quanto à não obrigatoriedade de apresentação de ofertas públicas. Através dessas modificações, o voto duplo ou bônus de fidelidade (*prime de fidélité*), hoje conferido após um intervalo mínimo de dois anos, passa a ser a estrutura de voto geral e padrão das sociedades anônimas de capital aberto francesas, aplicável sempre que estatutariamente não se preveja o contrário.

¹⁷ MONTGOLFIER, Albéric de. Rapport d'information fait au nom de la commission des finances (1) sur la compétitivité des places financières. *Sénat*, n. 574, Session Ordinaire de 2016-2017. pp. 87-88.

¹⁸ Convertido em lei pela Legge 11 agosto 2014, n. 116.

¹⁹ SENATO DELLA REPUBBLICA. Così alla Relazione n. 1541, Atti parlamentari, XVII Legislatura, 24 giugno 2014. p. 32.

²⁰ ITALIA. Il Codice Civile Italiano. R.D. 16 marzo 1942, n. 262 Approvazione del testo del Codice Civile. Libro Quinto - Del lavoro; Titolo V - Delle società (Artt. 2247-2510); Art. 2351 Diritto di voto. No caso das *azioni con voto maggiorato*, para companhias abertas, relega-se aos estatutos o poder para a atribuição de até dois votos por ação após um período mínimo e ininterrupto de dois anos dos títulos em carteira.

²¹ REDDY, Bobby V. Finding the British Google: relaxing the prohibition of dual-class stock from the premium-tier of the London Stock Exchange. *The Cambridge Law Journal*, v. 79, n. 2, pp. 315-348, Jul. 2020.

²² CONDON, Zoe. A Snapshot of Dual-Class Share Structures in the Twenty-First Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy. *Emory Law Journal*, v. 68, n. 2, pp. 335-367, 2018.

²³ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). Form F-1 *Registration Statement*. *Manchester United LTD*. July 3, 2012.

²⁴ Embora as desproporções de voto sejam admitidas no *Standard Listing Regime*, a FCA continua a vedá-las no *Premium Listing Regime*. O que é feito com base na igualdade obrigatória de votos entre as ações de uma mesma classe (*Premium Listing Principle 3*) e no princípio da proporcionalidade entre os direitos de voto e as participações (*Premium Listing Principle 4*). Ver: FCA. LR 7.2 The Listing and Premium Listing Principles.

²⁵ REDDY, Bobby V. Up the hill and down again: constraining dual-class shares. *The Cambridge Law Journal*. v. 80, n. 3, pp. 515-551, nov. 2021.

competitivo. E sem espanto, dentre as soluções apresentadas está justamente o retorno – em outros tempos e sob nova roupagem – às antigas *Mehrstimmrechtsaktien*,²⁶ um privilégio vigente desde a edição do Código Comercial Geral germânico de 1861 (ADHGB), transposto ao Código de 1897 (HGB), mas abolido pela *Aktiengesetz* (AktG) de 1937.²⁷

Também neste filão, Portugal voltou a admitir o voto plural como forma de incentivar novas listagens, destacando especificamente o *receio de perda de controlo* por parte de *empresários nacionais* e a importância da manutenção desse poder nas mãos de fundadores ou investidores-chave e nas transmissões sucessórias dentro do mesmo grupo familiar.²⁸ Nessa mesma toada, objetivos semelhantes foram buscados na Espanha mediante as *acciones con voto adicional doble* ou simplesmente *acciones de lealtad*. Neste caso, a iniciativa espanhola intentou proposta semelhante à regulação pioneira dos ordenamentos jurídicos francês, italiano e, mais recentemente, belga,²⁹ outorgando um voto duplo a cada uma das ações de que tenha sido titular um acionista durante o período mínimo de dois anos consecutivos e ininterruptos.³⁰

Casos similares ocorreram em Hong Kong, Cingapura, Índia e Xangai, onde o voto plural é agora permitido após sucessivas fugas de mercado, como a da gigante chinesa Alibaba, cujo capital foi aberto na NYSE e não no mercado asiático.

Em todos esses casos, uma maior competitividade internacional por grandes operações, nomeadamente na área de tecnologia, tem levado bolsas e governos a reformularem as suas

²⁶ Trata-se de documento de modernização do mercado de capitais aposentado pelo *Bundesfinanzministeriums* (BMF), *Zukunftsfinanzierungsgesetz* (ZFinG), trazendo expressamente a autorização das ações com voto plural: “Wir verbessern die Möglichkeiten der Eigenkapitalgewinnung durch die Erleichterung von Kapitalerhöhungen und die Einführung von dual class shares”. Eckpunkte für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz: Maßnahmen zur verbesserten Finanzierung von Zukunftsinvestitionen und zur Erleichterung des Kapitalmarktzugangs für Unternehmen, insbesondere Startups, Wachstumsunternehmen und KMU.

²⁷ Embora restem empresas, como a Siemens AG, que ainda o utilizem. Ver: CORDEIRO, António Menezes. *Manual de Direito das Sociedades: das sociedades em especial*, II Volume. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2007. pp. 689-690.

²⁸ Refere-se à Lei nº 99-A/2021, de 31 de dezembro, que, alterando o Código dos Valores Mobiliários, prevê a possibilidade de emissão de ações com direito especial a até 5 votos por ação, desde que sociedade emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral.

²⁹ Quanto à experiência belga, até maio de 2019, quando entrou em vigor o novo Código de Sociedades e Associações, aprovado em fevereiro daquele mesmo ano, as ações de lealdade eram permitidas diante do silêncio da lei. Com a aprovação desse novo Código, no entanto, certos tipos societários como as sociedades de responsabilidade limitada (*Besloten vennootschap/Société à responsabilité limitée* – BV/SRL) e sociedades anônimas (*Naamloze vennootschap/Société anonyme* – NV/SA) poderão agora contar com privilégios de voto. No caso das sociedades anônimas de capital aberto, a lei prevê que aqueles acionistas que mantenham suas ações durante pelo menos dois anos adquirem o direito ao voto em dobro *desde que assim esteja previsto nos estatutos sociais*. Ver: MORANT, Rebeca Herrero. *Los inversores institucionales en las sociedades cotizadas españolas*. Madrid: Marcial Pons, 2019. pp. 319-321.

³⁰ Ley 5/2021, de 12 de abril, a qual modifica o texto da Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.

regulações para permitir estruturas acionárias com voto plural, i.e., torná-las mais atrativas para acionistas controladores e, por consequência, estimular novas listagens.³¹

É diante desse esforço cada vez mais global de estímulo às aberturas domésticas e de proteção a controladores locais que o Brasil tem resgatado o tema da pluralidade de votos – até então pouco ou nada debatido –, apresentando-o como um instrumento legítimo de aquisição, manutenção e exercício do poder de controle.³² Não à toa, logo após episódios de *exportação* de listagens para bolsas americanas, a bolsa brasileira (B3) iniciou uma série de estudos e debates para torná-la mais amigável às novas demandas.³³ Um movimento que, à época, acabou gerando resistência em associações de investidores nacionais e estrangeiras, como a Amec (Associação de Investidores no Mercado de Capitais)³⁴ e o CII (*Council of Institutional Investors*), mas acabaria vitorioso ao final.

A partir desse quadro geral, e após quase um século das primeiras incursões sobre a matéria, o voto plural passou a ser legalmente admitido no Brasil com um multiplicador máximo de dez votos por ação e prazo de vigência de até sete anos (prorrogáveis). Com a chamada *Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios*, Lei Ordinária nº. 14.195, de 26 de agosto de 2021, consagra-se de vez o regime privilegiado de voto e com ele mais uma forma de estabilização interna do poder de controle com parcela de recursos inferior à maioria do capital social. Forma esta que, evidentemente, se singulariza perante outros mecanismos de dissociação entre poder e propriedade, mas que ao mesmo tempo está inserida num plano legal abrangente de instrumentos de influência e dominação – aqui entendida em sua acepção weberiana mais ampla de poder, isto é, como possibilidade de imposição da própria vontade sobre o comportamento de terceiros.³⁵

Para compreendermos o voto plural, no entanto, é necessário mais do que isso. Devemos também enquadrá-lo em seu contexto mais restrito, elencar as suas propriedades básicas, definir a sua especificidade. E isso reclama de imediato uma definição. Com efeito, se a própria desgraça da ciência jurídica são as incertezas terminológicas, como advertia Ascarelli,³⁶ cabe

³¹ PARGENDLER, Op. cit, 2020b. p. 10.

³² MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Voto plural: quebrando paradigmas. *Valor Econômico*, São Paulo, ano 18, n. 4402, 15 de set. de 2017. Legislação & Tributos, p. E2.

³³ VALENTI, Graziella. Bolsa quer atrair IPO de empresas de tecnologia. *Valor Econômico*, São Paulo, ano 19, n. 4533, 27 de jun. de 2018. Finanças, p. C8; FILGUEIRAS, Maria Luíza. Bolsa quer conter exportação de oferta de ações. *Valor Econômico*, São Paulo, ano 20, n. 4900, 13 de dez. de 2019. Finanças, p. C10.

³⁴ SCHINCARIOL, Juliana. Voto plural pode enfraquecer Novo Mercado, avalia Amec. *Valor Econômico*, São Paulo, ano 20, n. 4921, 17 de jan. de 2020. Finanças, p. C10.

³⁵ O que será possível, assegura Weber, das mais variadas formas, inclusive sem a utilização específica e direta do poder econômico para a constituição e permanência das estruturas de dominação. Cf. WEBER, Max. *Economy and society: an outline of interpretive sociology*. Berkeley: University of California Press, 1978. pp. 941-942.

³⁶ ASCARELLI, Tullio. *Panorama do Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 1947. p. 160.

aqui identificarmos como o instituto se particulariza em face das múltiplas formas de blindagem do poder.³⁷ Um desafio que se inicia com a própria variedade de denominações que o instituto recebeu ao longo da história.

Quanto a esse ponto, é ilustrativo o quadro jurídico-doutrinário francês onde constamos menções às *actions de catégories*, *actions à droit de vote inégal*, *actions à voix multiples*, *actions à droit de vote privilégié*, *actions de direction*, *actions de gestion*, *actions de contrôle*, *actions majeures* e, a terminologia mais comum, *actions à vote plural*.³⁸ Na Itália, em igual sentido, empregou-se nomenclaturas similares, como *azioni di categoria*, *azioni a voto ineguale*, *azioni a voto múltiplo*, *azioni a voto privilegiato* ou, nas suas formas mais difundidas, *azioni a voto plurimo* e *azioni a voto plurale*.³⁹

Trata-se, na essência e em todos os casos, de ações ordinárias politicamente privilegiadas, reservando a parcela *determinada* de acionistas – de forma temporária ou permanente – mais de um voto por unidade acionária.

Sob esses parâmetros, o voto plural distingue-se, como veremos, da categoria mais ampla das *dual-class shares*, uma vez que esta abarca uma série de outras estruturas, como classes de ações ordinárias com voto fracionado, sem direito de voto ou cujos votos elejam certo percentual de membros da administração. Mais ainda, as ações com voto plural diferem, outrossim, de institutos congêneres como as ações de lealdade, e aqui não apenas porque estas possuem um menor fator de multiplicação dos votos, mas também e sobretudo porque aquelas se destinam a parcela de indivíduos que, embora não exigido de forma expressa pela lei brasileira,⁴⁰ deverão ser clara e nomeadamente descritos nos estatutos sociais.⁴¹ Portanto, à multiplicidade dos direitos de voto agrega-se também um elemento de natureza personalíssima; impondo-se, destarte, restrições aos regimes de aquisição e transmissibilidade do privilégio.

É sobre este instituto que doravante iremos refletir, buscando perspectivá-lo, desde logo, em face de sua dimensão histórica e da experiência estrangeira. Para isso, buscaremos luz tanto

³⁷ Expressão tomada de empréstimo a Paulo Lopes Marcelo, autor que também enxerga em outros institutos, como o das ações preferenciais sem voto, objetivos análogos àqueles alcançados através do voto plural. Ver: MARCELO, Paulo Lopes. *A blindagem da empresa plurissocietária*. Coimbra: Almedina, 2002. p. 42.

³⁸ ROSSET, Paul-René. *Les actions à vote plural et privilégié en droit suisse*. Paris: R. Pichon et R. Durand-Auzias, 1929. p. 4.

³⁹ ELENA, Op. cit., 1927. p. 7.

⁴⁰ Em seu art. 110, § 13, a LSA exige a fixação de dispositivos estatutários mínimos, como o *número de ações* de cada espécie e classe em que se divide o capital social, (I) do *número de votos* atribuído por ação de cada classe de ações ordinárias com direito a voto; além (II) do *prazo de duração* do voto plural e eventual quórum qualificado para deliberar sobre a sua prorrogação e, se aplicável, (III) *outras hipóteses de fim de vigência* condicionadas a evento ou a termo.

⁴¹ ELENA, Op. cit., 1927. pp. 6-7; LAMANDINI, Marco. Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto. *Giurisprudenza Commerciale*, Milano, anno 42, fasc. 3, pp. 491-511, 2015. pp. 501-502.

no passado quanto no presente de modo a então compreendermos os desafios do objeto e darmos respostas mais robustas ao nosso problema central de pesquisa: como o voto plural no Brasil foi colocado e se situa em relação à perspectiva comparada?

Ao endereçarmos essa questão ao longo deste trabalho faremos uso de três capítulos fundamentais, estruturados com base em pesquisa quali-quantitativa e multidisciplinar, em paralelo a uma revisão da literatura nacional e estrangeira. No primeiro deles, buscaremos entender as razões estruturais e conjunturais pelas quais o Brasil, diferentemente de vários outros países europeus, não adotou o voto plural no início do século passado, sugerindo alguns motivos e elencando outras justificativas apresentadas à época, tanto por juristas quanto pela doutrina, para que o instituto não fosse adotado, mas antes tido como prejudicial ao país e incompatível com o seu estágio de desenvolvimento econômico.

No segundo e terceiro capítulos, centrados essencialmente nas discussões atuais, o problema do voto plural no Brasil será discutido em face das legislações de países e territórios como Estados Unidos, Hong Kong, Cingapura, Índia e Xangai. O primeiro, devido à importância que o privilégio desempenha para as empresas daquele país, bem como à influência que este tem historicamente exercido nas mais diversas jurisdições, inclusive brasileira. Quanto aos demais, a escolha está pautada pela relativa atualidade regulatória do voto plural e pelo alto nível de detalhamento adotado nesse processo.

Como tema central, o segundo capítulo se desdobra sobre o exercício do poder de controle através do voto plural, buscando endereçar os limites da separação por ele estabelecida entre exposição ao risco ou interesse econômico e participação política na sociedade anônima. Isto é, terá como foco a limitação do número de votos por ação. De forma lateral, será ainda levantada uma breve discussão acerca da centralidade do acionista controlador na lei societária brasileira e tecidas algumas considerações sobre o interesse social.

Por fim, o terceiro e último capítulo abordará as mais diversas formas de proteção aos acionistas minoritários em face do voto plural, como a limitação temporal a um período de sete anos, prorrogáveis, seus benefícios e imperfeições. Além disso, serão levantadas formas alternativas de proteção, como as cláusulas baseadas em eventos (*event-based sunset*) – herança, compra e venda e doação –, cláusulas fiduciárias, cláusulas de desempenho e cláusulas de desinvestimento.

CAPÍTULO I

O VOTO PLURAL NO BRASIL: UMA SÍNTESE HISTÓRICA

*Nos mesmos rios entramos e não entramos,
somos e não somos.*⁴²

(Heráclito de Éfeso)

1. Do silêncio normativo à vedação

As discussões sobre a introdução do voto plural nas sociedades anônimas foram sempre um tópico periférico na doutrina brasileira. Mesmo quando a matéria esteve no centro do debate europeu dos anos 1920, não ganhou mais que breves estudos por parte de nacionais, ficando a análise da sua conveniência e legalidade a cargo de autores estrangeiros.⁴³ Curiosamente, na esfera política, as reflexões acerca da atribuição de dois ou mais votos a pessoas com um maior grau de instrução aparecem no país desde o terceiro quartel do século XIX, momento em que as ideias de John Stuart Mill a respeito do chamado *plural voting* ou *plurality of votes*⁴⁴ já circulavam no Parlamento e nos jornais do Império.⁴⁵ Ideias essas que, diga-se de passagem,

⁴² HERÁCLITO (de Éfeso). B – Fragmentos, 49a. In: SOUZA, José Cavalcante de (org.). *Os Pré-Socráticos*. São Paulo: Abril Cultural, 1973. p. 90.

⁴³ BUREAU, Roger. *Les actions à droit de vote privilégié*. Paris: Librairie du Recueil Sirey, 1929. p. 188; ELENA, Op. cit., 1927. p. 20; MAZEAUD, Henri. *Le vote privilégié dans les sociétés de capitaux*. Paris: Dalloz, 1929. pp. 200-201; ROSSET, Op. cit., 1929. p. 30.

⁴⁴ Sobre aquele sistema representativo, resume Mill: “The perfection, then, of an electoral system would be, that every person should have one vote, but that every well-educated person in the community should have more than one, on a scale corresponding as far as practicable to their amount of education” (MILL, John Stuart. *Thoughts on Parliamentary Reform* (1859). In: *Collected works of John Stuart Mill*, v. XIX. Canada: University of Toronto Press, 1977. p. 325).

⁴⁵ Segundo o Diário de Pernambuco, de 1863, o sistema de voto plural de Stuart Mill estabeleceria um bacharelado eleitoral, ofendendo *extraordinariamente* um suposto gosto nacional pela igualdade, uma igualdade que seria pura, francesa, em contraposição à igualdade filosófica dos ingleses. Ver: Diário de Pernambuco, Pernambuco, ano 39, n. 235, p.8, 14 de out. de 1863. No Parlamento brasileiro, o relatório da comissão especial encarregada de dar parecer sobre a reforma eleitoral também chegou a se pronunciar acerca do voto plural, embora tenha ignorado as várias considerações de Mill acerca do voto feminino, reafirmando, assim, ser o voto um exercício reservado ao pai de família. Ver: BRASIL, Camara dos Srs. Deputados. *Annaes do Parlamento Brasileiro*. Rio de Janeiro: Typographia Imperial e Constitucional de J. Villeneuve & C., 1873. p. 13. Para o Jornal do Commercio (RJ), Stuart Mill seria tão excessivo em favor das eleições populares que até o voto às mulheres concederia. Ver: PERDIGÃO, Carlos. Exercício do voto popular. *Jornal do Commercio*, Rio de Janeiro, ano 57, n. 256, p. 2, 13 de set. de 1878. Importa aqui anotar que, mesmo não aderindo ao voto plural, o sistema eleitoral brasileiro passou a requerer alfabetização para alistamento de novos eleitores em 1882, extinguindo a exigência de renda em 1889 e concedendo o direito de voto às mulheres apenas em 1932, sob o Código Eleitoral do governo Vargas (a rigor, em face da legislação estadual sobre direito eleitoral, o Rio Grande do Norte já havia aprovado o sufrágio feminino em 1927). De acordo com Stuart Mill (1861), a superioridade mental em contraposição à riqueza poderia servir de parâmetro para a concessão de dois ou mais votos às pessoas com maior grau de instrução. Proposta considerada como um ideal do governo representativo e caminho para o verdadeiro aperfeiçoamento político através de um sufrágio universal, porém escalonado. Segundo Mill, não seria útil, mas prejudicial, que a constituição de um país declarasse que a ignorância teria direito a tanto poder político quanto o conhecimento. Ver: MILL, John Stuart.

exerceram grande influência sobre o processo de exclusão cívico-política dos analfabetos com a reforma eleitoral de 1881,⁴⁶ e de onde, certamente, derivaria o nome e as características da sua contraparte societária.

No plano legislativo o cenário se repete. Desde o Decreto imperial 575/1849,⁴⁷ à consolidação que se opera no Decreto republicano 434/1891, há uma completa insuficiência normativa sobre os direitos de voto no âmbito das companhias, quando não sobre a própria assembleia geral;⁴⁸ temas esses normalmente relegados ao campo estatutário. Não espanta, portanto, as queixas de Trajano de Miranda Valverde quanto às numerosas falhas, obscuridades e contradições da cena jurídica pré-1940, aliadas a uma completa insuficiência da literatura sobre as sociedades anônimas de então.⁴⁹

A exemplo da referência francesa do *Code de Commerce* (1807), o Código Comercial de 1850 não cogitou da assembleia geral, enquadrada no mundo jurídico brasileiro na década seguinte através do Decreto 2.711/1860. Para o referido decreto, que regulamentou a Lei nº. 1.083 daquele mesmo ano, caberia aos estatutos a mais ampla liberdade na fixação dos poderes da assembleia geral, bem como a época da sua convocação,⁵⁰ instituindo-se aí um regime que servirá de norte para a regulamentação do direito de voto sob o decreto de 1891.⁵¹

Considerations on representative government (1861). In: *Collected works of John Stuart Mill*, v. XIX. Canada: University of Toronto Press, 1977. pp. 474-478.

⁴⁶ CARVALHO, José Murilo de. *Os bestializados: o Rio de Janeiro e a República que não foi*. São Paulo: Companhia das Letras, 2019. pp. 41-43. Vale anotarmos: “Ficava fora da sociedade política a grande maioria da população. A exclusão dos analfabetos pela Constituição republicana era particularmente discriminatória, pois ao mesmo tempo se retirava a obrigação do governo de fornecer instrução primária, que constava do texto imperial. Exigia-se para a cidadania política uma qualidade que só o direito social da educação poderia fornecer e, simultaneamente, desconhecia-se esse direito. Era uma ordem liberal, mas profundamente antidemocrática e resistente a esforços de democratização”. (CARVALHO, Op. cit., 2019, pp. 42-43).

⁴⁷ Em 1848 é constituída a Junta dos Corretores de Fundos Públicos da Corte, precursora da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. No ano seguinte, sob iniciativa do ministro da Fazenda e defensor do metalismo Joaquim José Rodrigues Torres, Visconde de Itaboraí, o Decreto 575, de 1849, inaugura em 11 artigos o tratamento legal das sociedades anônimas no Brasil, estabelecendo regras gerais para a sua incorporação quarenta e um anos após o surgimento das primeiras companhias. Até esta data, as sociedades anônimas dependiam de leis especiais para a sua constituição, não deixando de haver, segundo Valverde, várias sociedades explorando negócios bancários sem autorização legal. Ver: BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 1 (Arts. 1º a 105). Rio de Janeiro: Forense, 1977. p. 1; RUSSELL, Alfredo. *Sociedades Anonymas: theoria e pratica*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1929. pp. 11-12; VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações: comentários ao decreto-lei nº. 2.627, de 26 de setembro de 1940*, v. 1 (Arts. 1º a 73). Rio de Janeiro: Forense, 1959. pp. 19-22.

⁴⁸ Ver: VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações: comentários ao decreto-lei nº. 2.627, de 26 de setembro de 1940*, v. 2 (Arts. 74 a 136). Rio de Janeiro: Forense, 1959a. pp. 231-232; CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. 2 (Arts. 75 a 137). São Paulo: Saraiva, 2014. pp. 871-872. PIRES, Gudestau. *Manual das sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1942. p. 22.

⁴⁹ VALVERDE, Op. cit., 1959, pp. 28-33.

⁵⁰ Sob este mesmo regime, caberia às assembleias revisar e aprovar os inventários e balanços das companhias, deliberar sobre sua dissolução (art.36), bem como revogar o *mandato* de seus administradores (art.45)

⁵¹ PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. *Sociedades por ações: comentários aos Decreto-lei nº. 2.627, de 26 de setembro de 1840, com as alterações da Lei nº. 4.728, de 14 de julho de 1965, Lei do mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 1973.

Perante esse vazio, e sob uma legislação que não vedava as desigualdades de voto, as discussões sobre o voto plural a partir dos anos vinte seriam acima de tudo doutrinárias e estrangeiras. Não chegando ao Brasil com a mesma profusão e vigor revelados nas produções monográficas europeias – nomeadamente alemãs, francesas e italianas.

Nesse mesmo período, e em que pese a doutrina pátria tenha visto realçado o seu papel,⁵² em matéria de voto plural essa mesma incursão não se daria. De acordo com Paula Forgioni e Ruy Camilo, “[e]ra necessário definir o sentido das normas jurídicas e conciliar as fontes, dando estabilidade e coerência à aplicação do direito”.⁵³ Assim que, em matéria de voto plural, coube aos juristas estrangeiros pautar o debate, definir limites e preencher as lacunas. Uma controvérsia que, a princípio, buscou revelar as fronteiras interpretativas do art. 141 do Decreto 434/1891, visto em duas partes. Na primeira delas, o artigo atribuía a liberdade para determinar o número mínimo de ações necessário para adquirir o direito de voto. Ou seja, condicionava este direito a um percentual mínimo a ser fixado nos estatutos.⁵⁴ Na segunda, e aqui centrou-se o debate, possibilitava estabelecer o número de votos que competiria a cada um dos acionistas *na razão do número de ações que possuir*.

Segundo o jurista francês Henri Mazeaud, a interpretação desse dispositivo levaria inevitavelmente à vedação do voto plural no Brasil, tal como o artigo 27 da lei francesa de 1867 o fazia em relação a esse país. Haveria, dessa forma, um verdadeiro paralelo entre o texto da norma brasileira – *na razão do número de ações que possuir (en raison du nombre d'actions qu'il possède)* – e a expressão da lei gaulesa – *eu égard au nombre d'actions dont il est porteur (em relação ao número de ações das quais ele é possuidor)* –, proibindo a instituição do privilégio em ambas as jurisdições.⁵⁵

Recorrendo ao mesmo paralelo, mas chegando a conclusões imediatamente opostas, Paul-René Rosset argumentava que muito embora não consagrassem uma autorização expressa, essas normas só poderiam levar à permissão do excedente político.⁵⁶ Como resume, o voto

⁵² FORGIONI, Paula A.; CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. No meio do caminho tinha uma pedra. In: BACHA, Edmar et al. *130 anos: em busca da República*. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2019. p. 79.

⁵³ FORGIONI; CAMILO JUNIOR. Op. cit., 2019. p. 79.

⁵⁴ RIBEIRO, Renato Ventura. *Direito de voto nas sociedades anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 149.

⁵⁵ MAZEAUD, Op. cit., 1929, pp. 200-201.

⁵⁶ ROSSET, Op. cit., 1929, p. 30. Segundo o art. 27 da lei francesa de 24 de julho de 1867: “Il est tenu, chaque année au moins, une assemblée générale à l'époque fixée par les statuts. Les statuts déterminent le nombre d'actions qu'il est nécessaire de posséder, soit à titre de propriétaire, soit à titre de mandataire, pour être admis dans l'assemblée, et le nombre de voix appartenant à chaque actionnaire, eu égard au nombre d'actions dont il est porteur”. Tradução livre: Pelo menos uma vez ao ano será realizada uma assembleia geral na data fixada nos estatutos. Os estatutos determinam o número de ações que é necessário possuir, seja como proprietário, seja como mandatário, para ser admitido na assembleia, e o número de votos pertencente a cada acionista, de acordo com o número de ações de que é portador. Por seu turno, o art.141 do Decreto 434, de 1891, prescreve: “Nos estatutos se determinará a ordem, que se ha de guardar nas reuniões da assembléa geral, o numero minimo de ações que é

plural seria um produto da vida econômica do seu tempo, uma resposta à evolução da sociedade anônima que, apesar de ser permitida diante do silêncio da lei, não deveria expandir-se no vazio legal.⁵⁷ De acordo com Rosset, apenas por meio de uma regulamentação precisa do instituto é que se poderia evitar os abusos que já ocorriam na Alemanha e na França.⁵⁸ Opinião seguida de perto por outros autores, como o jurista e banqueiro Roger Bureau,⁵⁹ para quem o voto plural não seria bom e nem mal em si, devendo apenas ser regulamentado ao invés de suprimido.⁶⁰

Essa dicotomia entre os partidários de uma completa supressão do privilégio e os defensores de uma admissão regulamentada guiará as discussões não apenas na França, mas por várias partes da Europa continental. Na Espanha, onde o instituto foi introduzido pela prática estatutária,⁶¹ o advogado e ex-ministro José Roig y Bergadá, destaca que *las acciones de voto plural se prestan a la comisión de abusos en la dirección y administración del negocio social*, ao mesmo tempo em que propõe um teto de 10 votos para cada ação privilegiada, a sua nominatividade e mais transparência no processo de emissão.⁶²

Discorrendo sobre o caso brasileiro, a advogada e presidente da seção girondina da Liga Francesa pelos Direitos da Mulher, Manon Cormier,⁶³ sustentava que a legislação republicana

necesario aos accionistas para serem admittidos a votar em assembléa geral, e o numero de votos que compete a cada um na razão do numero de açções que possuir”.

⁵⁷ ROSSET, Op. cit., 1929, p. 7. No mesmo sentido: MARX, Op. cit., 1929, p. 45. Para J. -M. Marx, o florescimento do voto plural nos anos 1920 não seria fruto de uma cultura artificial de financistas, mas o produto natural e espontâneo das circunstâncias, como a necessidade de concentração ou de defesa contra a intrusão estrangeira.

⁵⁸ ROSSET, Op. cit., 1929, p. 16.

⁵⁹ BUREAU, Op. cit., 1929, p. 188.

⁶⁰ BUREAU, Op. cit., 1929, pp. 123-124. Nesse mesmo sentido convergiu Ernesto Leme, segundo o qual a lei, estando sujeita às influências que o mundo sobre ele faz refletir, não deveria servir como óbice ao instituto, muito embora subsistisse uma ausência normativa. A solução para o caso estaria fora dos extremos, *in medio virtus*. Ver: LEME, Ernesto. *Das açções preferenciaes nas sociedades anonymas*. São Paulo: Saraiva, 1933. p. 43. Nesse mesmo sentido: “Bref, il en est du vote plural comme de beaucoup d'institutions humaines: il comporte du bien et du mal, des avantages et des inconvénients, au sujet desquels on peut discuter à perte de vue. La conclusion qu'il nous faut retirer de cette constatation au point de vue qui nous occupe, c'est que si le législateur intervient pour régler le vote plural, il ne doit pas aborder la question avec un esprit hostile, mais viser seulement à brider les abus qui lui paraissent incontestables” (MARX, Op. cit., 1929, pp. 54-55). Tradução livre: Em suma, o voto plural é como muitas instituições humanas: ele comporta o bem e o mal, vantagens e inconveniências sobre as quais se pode discutir indefinidamente. A conclusão que devemos extrair desta constatação, do ponto de vista que nos interessa, é que, se o legislador intervém para regular o voto plural, ele não deve abordar a questão com espírito hostil, mas tão somente coibir os abusos que lhe parecem incontestáveis.

⁶¹ BATALLER, Carmen Alborch. *El derecho de voto del accionista: supuestos especiales*. Madrid: Editorial Tecnos, 1977. p. 204.

⁶² Trata-se de conferência à *Sociedad de Estudios Económicos de Barcelona* intitulada *El problema de las acciones a voto plural en las Sociedades mercantiles*. Cf.: *El Diluvio*: diario político de avisos, noticias y decretos. Conferencia del señor Roig y Bergadá. Barcelona, año 74, n. 139, p. 18, 12 de junio de 1931.

⁶³ Uma das primeiras alunas da *Faculté de Droit de Bordeaux*, Mlle. Manon ou Madeleine Cormier considerava humilhante o fato de as mulheres francesas serem à época privadas do direito de voto: “Il faut bien que l'on sache par conséquent que cette prétendue indifférence des Françaises en face de la situation humiliante qui leur est créée du fait qu'elles sont à l'heure actuelle presque les seules entre toutes les femmes des pays civilisés à n'être pas encore les égales politiques des hommes, est une pure légende. Par toute la France, il est des femmes qui ressentent ce que cette situation a de pénible, d'injuste et qui continueront à lutter avec les Parisiennes pour la faire cesser” (CORMIER, Manon. *Le vote des femmes*. *Le Temps*, France, 5 de set. de 1928). Tendo influenciado juridicamente

de 1891 teria apenas confirmado os regulamentos imperiais, vedando a separação entre poder e capital: *n'admet pas les action à vote plural*.⁶⁴ Ainda segundo Cormier, e à semelhança do entusiasmo pelas fórmulas políticas estadunidenses,⁶⁵ a maioria das empresas criadas no Brasil se esforçavam ao máximo para imitar as cláusulas estatutárias permitidas pela legislação dos Estados Unidos. O que era feito, segundo a autora, sem que com isso fosse prevista qualquer modificação tendente a admitir as ações com direito a voto plural no país.⁶⁶

No Brasil, destacamos, antes de haver um verdadeiro debate sobre a matéria havia mesmo um consenso contra a sua prática. A esse respeito, nem mesmo a alegada profissão de fé nacionalista de Carvalho de Mendonça⁶⁷ o fez considerar o voto plural como uma alternativa viável para o país. Enquanto a doutrina europeia expunha as suas teses acerca do tema,⁶⁸ o autor sustentaria não apenas existir uma incompatibilidade do voto plural com o decreto de 1891, mas com o próprio estágio de desenvolvimento econômico brasileiro.⁶⁹

Conforme adverte Carvalho de Mendonça, quando o art. 141 possibilitava aos estatutos fixar o número de votos que competiria a cada acionista *na razão do número de ações que possuía*, tornava possível tão somente as hipóteses de voto seriado e voto decrescente, excluindo a hipótese de voto pluralizado.⁷⁰ E mesmo ao denunciar a presença norte-americana em setores importantes da economia brasileira,⁷¹ o autor descarta a viabilidade do novo sistema como uma estratégia eficaz de defesa nacional. Nesse sentido, ressaltou a facilidade com que economias mais desenvolvidas poderiam adquirir as ações privilegiadas negociadas no Brasil,⁷² não vislumbrando aqui nenhuma das técnicas então apontadas pela doutrina estrangeira, como a

feministas brasileiras da época, ver: GUIMARÃES, Elina. O delicto de família. *Diário da Manhã*, ano 11, n. 425, p. 12, 25 de abr. de 1937, esteve de passagem pelo Rio de Janeiro após uma série de conferências jurídicas realizadas em Buenos Aires sobre, dentre outros temas, *Le mouvement féministe en France*, no mesmo ano de defesa da sua tese sobre voto plural (*Les actions à vote plural en France et à l'étranger*), ver: *A Noite*, Rio de Janeiro, ano 22, n. 7.452, p. 3, 23 de ago. de 1932; *Diário de Notícias*, Rio de Janeiro, ano 3, n. 794, p. 4, 24 de ago. 1932; *O Jornal*, Rio de Janeiro, ano 14, n. 4.236, p. 3, 24 de ago. 1932.

⁶⁴ CORMIER, Op. cit., 1932. p. 126. Para Cormier, a maioria das empresas criadas no Brasil nesse momento tentavam ao máximo imitar a legislação americana nos seus estatutos, não acreditando que qualquer modificação pudesse passar a admitir o voto plural.

⁶⁵ CARVALHO, Op. cit., 2019, p. 37.

⁶⁶ CORMIER, Op. cit., 1932. p. 126.

⁶⁷ GIL, Otto de Andrade. Comemoração do Centenário de nascimento de José Xavier Carvalho de Mendonça. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*, v. 56, pp. 26-94, 1961. p. 69.

⁶⁸ No caso da obra de Henri Mazeaud, trata-se da segunda edição.

⁶⁹ Conferência realizada no Instituto da Ordem dos Advogados Brasileiros, no Rio de Janeiro, a 19 de outubro de 1929. Ver: MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Os problemas das sociedades anônomas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1931. pp. 32-35.

⁷⁰ Nos esquemas de voto seriado, a cada grupo de ações corresponderá uma dada quantidade de votos; no caso de voto decrescente, o número de votos decresce a partir de um teto estabelecido, de modo que a uma maior participação no capital corresponderá cada vez menos poder de voto.

⁷¹ MENDONÇA, Op. cit., 1931, p. 27.

⁷² MENDONÇA, Op. cit., 1931, p. 35.

imposição de caráter nominativo a estas ações e a subordinação da sua transferência à aprovação da assembleia geral e das ações comuns, sem votos adicionais.⁷³

Originalmente, portanto, e ao contrário do que hoje sustenta parte da doutrina brasileira, seria equivocado falarmos numa *permissão* ao voto plural no Brasil anterior a 1932; ou ainda na sua *volta* através da Lei n. 14.195, de 2021.⁷⁴ Existia, isso sim, uma disputa situada na literatura estrangeira quanto à sua legalidade, enquanto no plano interno não apenas as sociedades anônimas desconfiavam do instituto, como havia uma verdadeira negação sobre a *conveniência da sua adoção entre nós*.⁷⁵

Seja como for, e mesmo em face desse quadro nacional de oposição, o voto plural estreia como pauta legislativa através das discussões ao projeto de autoria do deputado Clodomir Cardoso – um substituto da proposta de reforma que já havia sido apresentada em 1928.⁷⁶ Nessa nova iniciativa encaminhada à Comissão de Constituição e Justiça, o voto plural é tratado como uma modalidade privilegiada de sufrágio por meio da qual se atribui mais de um voto por ação, mesmo tendo essa valor igual ao de outras ações com voto unitário.

Em um momento de turbulência econômica e política, a proposta de 1930 justificaria o voto plural como uma das matérias mais importantes na elaboração de uma lei do anonimato, sendo aí incluída na exposição de motivos não como um consenso acerca da sua adoção, mas como um convite ao estudo da sua complexidade.⁷⁷ Afora isso, e aqui já destacando o traço personalíssimo do instituto, o privilégio restaria justificado ao *permitir que a direção das sociedades anônimas se conserve nas mãos de pessoas competentes e profissionais, em suma,*

⁷³ É o caso da *Compañía General del Corcho*, autorizada pelo governo espanhol e cujas *acciones de voto plural nominativas e inalineables* buscavam garantir a nacionalidade espanhola da sociedade. Ver: *El Pueblo*: diário republicano de Valencia, Valencia, año XXXVI, n. 13.008, p. 1, 15 de noviembre de 1929.

⁷⁴ 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*: edição comemorativa dos 45 anos das Leis n. 6.385 e 6.404, v. 2, pp. 33-54, dez. 2021. pp. 37-40; SANCHEZ, Daniela M. L. Voto plural deve voltar a existir no Brasil. *Valor Econômico*, São Paulo, ano 20, n. 4916, 10 de jan. de 2020. Legislação & Tributos, p. E2.

⁷⁵ LEME, Op. cit., 1933. pp. 41-42.

⁷⁶ Substitutivo ao Projeto n. 449, de 1928, propondo o rejuvenescimento da lei sobre sociedades anônimas. Da mesma forma que o Decreto 575, de 1849, precederia a edição do Código Comercial, a adoção de uma nova lei de sociedades não poderia esperar por um novo Código. Segundo a exposição de motivos ao projeto substituto, a votação de um novo Código Comercial englobaria disposições relativas a tantos outros assuntos que não poderia deixar de ser demorada. Nesse sentido, a lei de sociedades estaria apartada da codificação, tanto em decorrência do decreto de 1849, quanto daqueles posteriores a 1860. Ver: CARDOSO, Clodomir. Exposição de motivos do substitutivo ao Projeto n. 449, de 1928. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1930. pp. 95-98.

⁷⁷ Embora o projeto de Clodomir Cardoso tenha sido, no fim, contrário ao voto plural, trouxe em sua versão preliminar, de 1930, uma série de discussões que a doutrina estrangeira já fazia e que ainda hoje permanecem atuais. Dúvidas quanto à sua instituição antes ou após a abertura do capital; sobre a suspensão do uso para certas deliberações assembleares, como a aprovação das contas da administração; a previsão ou não de limites ao número de votos por ação; a vinculação das ações a uma parte predeterminada do capital ou ainda uma liberdade completa em todas essas matérias são tópicos abordados pelo projeto. Ver: CARDOSO, Op. cit., 1930, p. 97.

que tenham interesse particular em que a sociedade prospere, argumento este apoiando na doutrina francesa sobre a matéria.⁷⁸

Sob este *prima*, e ainda que manifestamente cético quanto a admiti-lo em todas as suas formas e aplicações, o projeto considerou a proibição absoluta do voto plural como um possível *estorvo à restauração de companhias que periclitem pela falta de recursos financeiros*.⁷⁹ Considerando as possibilidades de se regular o privilégio, uma vez já conhecidos alguns inconvenientes que dele poderiam defluir, a proposta de voto plural condicionou a sua aprovação em assembleia por maioria qualificada de três quartos (art. 168, §3º), garantido o direito de retirada aos sócios dissidentes (art. 169); não podendo ser utilizado para eleger mais que um membro do Conselho Fiscal, nem mais que a maioria absoluta dos administradores.⁸⁰

Mas nada disso seria levado adiante. Em um ano de eleições, nas quais apenas homens adultos e alfabetizados poderiam votar, as restrições e privilégios políticos no campo societário teriam que esperar sua hora e vez. Naquele ano convulsionado de 1930, com todos os debates políticos aos quais vieram-se somar os efeitos econômicos da crise de 1929, a Primeira República e o governo de Washington Luís dariam lugar a um novo regime.⁸¹ Com Getúlio Vargas no Catete e sua própria Marcha sobre Roma,⁸² o Congresso Nacional seria dissolvido e junto com ele a primeira tentativa de instituição do voto plural no Brasil.

No ano seguinte, o próprio governo provisório elaboraria a sua proposta de privilégio político em anteprojeto encabeçado pela pasta do Trabalho, Indústria e Comércio juntamente com o Consultor Geral da República.⁸³ Por enquanto, os novos projetos de reformulação do anonimato apresentados por Clodomir Cardoso não mais consagrariam a possibilidade do sufrágio privilegiado. E de resto, aquilo que efetivamente aparecerá nas propostas futuras do deputado maranhense, e assim será repassado ao Senado Federal em 1936, é a desigualdade de votos quando o preço das ações sem valor nominal superasse o quociente do capital social pelo número total de ações.⁸⁴

⁷⁸ CARDOSO, Op. cit., 1930, pp. 95-96.

⁷⁹ CARDOSO, Op. cit., 1930, p. 97.

⁸⁰ CARDOSO, Op. cit., 1930, p. 97.

⁸¹ FAUSTO, Boris. *A Revolução de 1930: historiografia e história*. São Paulo: Companhia das Letras, 1997. pp. 122-147; FERREIRA, Marieta de Moraes; PINTO, Surama Conde Sá. A crise dos anos 1920 e a Revolução de 1930. In: FERREIRA, Jorge; DELGADO, Lucília de Almeida Neves. *O tempo do liberalismo oligárquico: da Proclamação da República à Revolução de 1930 – Primeira República (1889-1930)*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2018. pp. 373-401.

⁸² Sobre o paralelo, ver: NETO, Lira. *Getúlio: dos anos de formação à conquista do poder (1882-1930)*. São Paulo: Companhia das Letras, 2012. pp. 494-495.

⁸³ Acções preferenciaes: sua emissão pelas sociedades anonymas – o ante-projecto para receber observações. *Jornal do Commercio*, Rio de Janeiro, ano 104, n. 275, p. 03, 18 de nov. de 1931.

⁸⁴ Conforme art. 64 do Projeto n.2, de 1936. Ver: BRASIL, Senado Federal. Projecto especial n. 2, 1936.

Como sublinha Clodomir Cardoso, instituir ações com um valor desigual, mas sem a devida correção nos direitos de voto – algo similar ao que é hoje permitido às ações preferenciais pela Lei de 1976 (art.15, §2º) – seria *criar a pior forma de voto plural*.⁸⁵ Dessa forma, quando o lançamento de novas ações produzisse valor duplo ou triplo em relação ao custo das ações primitivas, ao acionista seria conferido tantos votos quanto valor a mais houvesse integralizado, evitando o aproveitamento de um privilégio político disfarçado.⁸⁶

Nesse momento, assim como em diversos países europeus que viriam a adotá-lo, a necessidade do voto plural esteve relacionada a dois resultados que ele eventualmente produziria ou buscaria evitar. Por um lado, promover a estabilidade da administração sem observar o princípio da participação majoritária no capital; por outro, servir de barreira à desnacionalização de companhias e ativos estratégicos em países de moeda fraca.⁸⁷

Segundo conclui o relator do projeto especial de 1936, nenhum desses fundamentos se aplicaria ao caso doméstico.⁸⁸ Assim, qualquer que fosse a razão para o insucesso do anonimato no país, ela não estaria na falta de continuidade da administração, pois concentrada em grupos de poucos acionistas. Quanto ao segundo ponto, servir de barreira à desnacionalização, restaria ainda menos justificado o novo sistema. Como aduz Clodomir Cardoso, a estreita dependência quanto ao capital estrangeiro inviabilizaria a imposição daquele mesmo caráter chauvinista do qual se revestiu o voto plural no contexto europeu. Mais ainda, sendo o Brasil um país sem capitais, diria Cardoso, a regulamentação ideal das sociedades deveria estar voltada para o aporte de cada vez mais recursos e não para a criação de mecanismos que, assim como o voto plural, poderiam dificultar ou inviabilizar esse processo de investimento.

Foram estas também as recomendações da Faculdade de Direito da então Universidade de Minas Gerais. Convidada a estudar o projeto pela Comissão de Justiça da Câmara dos Deputados, seus membros concluem que, não sendo o voto plural o melhor instrumento de atração de capital estrangeiro, poderia mesmo afugentá-lo; capital do qual, segundo o parecer, o país tanto necessitava.⁸⁹

Para o grupo de professores, do qual fazia parte Gudesteu Pires⁹⁰ e Estevão Pinto, o uso do voto plural para isolar a administração das companhias seria inaplicável ao caso doméstico.

⁸⁵ CARDOSO, Op. cit., 1930, p. 100.

⁸⁶ CARDOSO, Clodomir. Conferência pronunciada no Centro das Indústrias de São Paulo. *Jornal do Commercio*, Rio de Janeiro, n. 208, p. 10, 21 de ago. de 1930; CARDOSO, Clodomir. Projeto Especial n. 2, de 1936. Rio de Janeiro: Senado Federal, 1936. p. 109.

⁸⁷ CORMIER, Op. cit., 1932. p. 131.

⁸⁸ CARDOSO, Op. cit., 1936, p. 107.

⁸⁹ BRASIL. Câmara dos Deputados, Comissão de Constituição e Justiça. Parecer, 1930a. pp. 35-36.

⁹⁰ Também diretor do Banco de Crédito Real de Minas Gerais e, a partir de dezembro de 1931, vice-presidente da Associação Bancária do Rio de Janeiro, uma das responsáveis pelo projeto de decreto que institui as ações

E não por razões de ordem legal, como discutia a doutrina estrangeira, mas pela própria característica dos acionistas brasileiros. Conforme o parecer apresentado, desde que recebessem regularmente os seus dividendos, os acionistas não incomodariam os administradores das companhias, pelo contrário. Por falta de espírito associativo, eles atribuiriam à administração ou a pessoas por ela indicada a quase totalidade dos direitos de voto, tornando as assembleias gerais *desinteressantes e vazias*.⁹¹ Seriam os carneiros machadianos, aquela espécie de acionista mais preocupado com os dividendos que com os divisores, calado, meigo e indolente.⁹² Acionistas ou *proprietors* que, como descrevera Adam Smith em 1776, não se preocupam com qualquer aspecto dos negócios da companhia, recebendo com satisfação o dividendo semestral ou anual, conforme os diretores achassem apropriado.⁹³ Ou seja, investidores minoritários rendeiros e passivos, já identificados desde finais do século XVII como *príncipes da renda* no primeiro livro europeu dedicado especificamente ao mercado de ações.⁹⁴

Deposto o último presidente da República Velha, uma segunda e última tentativa de introdução do voto plural no Brasil seria realizada no ano seguinte, agora sob tutela varguista. Nesta ocasião, o governo provisório elaboraria a sua própria versão de voto plural em anteprojeto encabeçado pela pasta do Trabalho, Indústria e Comércio juntamente com o Consultor Geral da República.⁹⁵ Sob esse novo projeto, o qual vedava as ações sem valor nominal, o excedente político seria instituído através de ações privilegiadas e nominativas tipo A com até cinco votos por ação. Ficava ainda impedindo o seu uso em assembleia geral de constituição e nas deliberações sobre mudança do objeto, da forma ou do capital das companhias, sobre a sua dissolução e liquidação, bem como nas eleições de administradores e fiscais, ao mesmo tempo. Por outro lado, e por isso seria duramente atacado,⁹⁶ proibia a emissão

preferenciais no país ao mesmo tempo que proíbe o voto plural em 1932. No final deste ano, Gudesteu Pires é eleito presidente daquela Associação.

⁹¹ BRASIL. Op. cit., 1930a. p. 36.

⁹² Conforme publicação de Machado na seção Balas de Estalo do jornal Gazeta de Notícias, aí identificado sob o pseudônimo de Lélío. Ver: ASSIS, Machado de. Balas de Estalo. *Gazeta de Notícias*, Rio de Janeiro, ano 10, n. 288, p. 2, 14 de out. de 1884.

⁹³ SMITH, Adam. *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. New York: The Modern Library, 1937. pp. 699.

⁹⁴ Trata-se da obra *Confusión de confusiones* (1688), do português José Penso de la Vega, a qual pode ser entendida tanto como uma defesa em favor dos judeus sefarditas envolvidos no mercado de ações, especialmente na Companhia das Índias Orientais, quanto um alerta sobre os perigos desse mercado. Ver: TRIVELLATO, Francesca. *The promise and peril of credit: what a forgotten legend about jews and finance tells us about the making of European commercial society*. New Jersey: Princeton University Press, 2019. pp. 187-188; SOMBART, Werner. *Die Juden und das Wirtschaftsleben*. Leipzig: Verlag von Duncker & Humblot, 1911. p. 103.

⁹⁵ Sobre o projeto, que também recebeu apoio do Ministério da Fazenda, ver: Ações preferenciais: sua emissão pelas sociedades anônimas – o ante-projecto para receber observações. *Jornal do Commercio*, Rio de Janeiro, ano 104, n. 275, p. 03, 18 de nov. de 1931.

⁹⁶ Para uma crítica sistemática em relação ao projeto, ver: VALANDRO, Serafim; PATERNOT, Prosper Jean. As ações preferenciais nas sociedades anônimas: representação apresentada ao ministro do commercio pela

de ações preferenciais sem voto, ressaltando uma vez mais a relação histórica de equivalência e conflituosidade entre esses dois institutos.

Mas não eram esses os desejos de parte do empresariado brasileiro. Pelo menos não daquela parcela representada pelas associações comercial e bancária do Rio de Janeiro e demais forças desejosas pelas ações preferenciais. Portanto, o resultado não poderia ser diferente: o projeto varguista não resistiu e a proposta de voto plural, ferida de morte, não prosperou.

É diante dessa conjuntura que o Decreto 21.536, de 1932, introduzindo no direito positivo as ações preferenciais, vedaria expressamente a criação do voto plural no país.⁹⁷ Como adiante veremos, se no primeiro caso apenas regulava uma realidade prévia e um mecanismo desde há muito conhecido, no segundo, extinguiu as divergências na doutrina estrangeira ao mesmo tempo em que formaliza uma proibição que será levada adiante pelas demais legislações societárias do país. Em um e outro caso, tal como em outras jurisdições, a opção adotada encontrava justificativas estreitamente vinculadas, indispensáveis para compreendermos a paisagem legal estabelecida em 1940 e em 1976. Resta, assim, oportuno investigarmos como esse processo se deu, compreendendo as razões que sustentaram uma opção legislativa aparentemente contraditória.

2. O Decreto nº 21.536, de 1932

A escolha pela introdução das ações preferenciais no mundo jurídico brasileiro é um dos exemplos mais ilustrativos da noção de mercado como uma instituição social e não um fenômeno matemático; uma criação histórica que emerge em certos contextos para servir a determinados interesses,⁹⁸ tendo sempre por base uma reconhecida interdependência entre direito e economia. Constitui-se, dessa forma, em mais uma concessão legislativa, um instituto artificial direcionado a dar segurança e previsibilidade jurídicas às relações econômicas.⁹⁹ Sob

Associação Commercial e pela Associação Bancária. *Jornal do Commercio*, Rio de Janeiro, ano 104, n. 310, pp. 3-4, 30 de dez. de 1931.

⁹⁷ Art. 1º, §4º, do Decreto n. 21.536, de 15 de jun. de 1932: “É vedado o voto plural”.

⁹⁸ NUNES, Antônio José Avelãs. *Neoliberalismo e direitos humanos*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003. pp.64-65.

⁹⁹ Nesse sentido: “O capitalismo jacta-se de dizer que nada pede, que simplesmente lhe basta a liberdade; apraz-se em repetir: deixai fazer; nada poderia fazer se o legislador não lhe tivesse dado ou permitido lançar mão dos meios próprios à concentração e à exploração dos capitais. O direito comum não lhe bastava. Criou seu próprio direito.” (RIPERT, Georges. *Aspectos jurídicos do capitalismo moderno*. Campinas: Red Livros, 2002. pp. 31-32). IRTI, Natalino. A ordem jurídica do mercado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 46, n. 145, pp. 44-49, jan./mar. 2007; FORGIONI, Paula A. A interpretação dos negócios empresariais no novo código civil brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 42, n. 130, pp. 7-38, abr./jun. 2003.

esse aspecto, tanto essas relações serão enquadradas por dados jurídicos-normativos, quanto estes serão também influenciados pelo processo econômico.¹⁰⁰

Em outros termos e ao contrário da doutrina do *laissez-faire*, trata-se de mais um exemplo de como as estruturas jurídicas e institucionais respondem às requisições da iniciativa privada,¹⁰¹ tornando não apenas possível cultivar o progresso econômico através da política,¹⁰² mas também associar a própria liberdade de mercado às intervenções legislativas do Estado enquanto agente ativo de transformação. Nessas circunstâncias, na medida em que mercados livres dependem da lei e do direito para a sua existência e conformação, não há como permanecerem neutros em relação às preferências e à própria noção de justiça.¹⁰³

Sob esse aspecto, o primeiro projeto de lei permitindo às sociedades anônimas criarem ações preferenciais seria laçado em 1903, uma tentativa que também aparecerá nos projetos de reforma do anonimato que se seguem.¹⁰⁴ É em parecer a estas propostas que as diretorias da Associação Comercial do Rio de Janeiro e da Federação das Associações Comerciais do Brasil dariam os primeiros passos rumo à efetivação legal do instituto no país.¹⁰⁵ Mas com o início do Governo Vargas e o fechamento do Congresso, elas mesmas redigiriam, em conjunto com a Associação Bancária do Rio de Janeiro, o projeto de decreto que enfim será responsável por uma profunda alteração das estruturas de poder no interior das companhias brasileiras.

Em sua versão preliminar, apresentada nos primeiros meses do novo governo, diziam aquelas associações tratar-se de matéria da maior relevância. E dessa forma, como esclarecem em ofício enviado ao Ministro do Trabalho, Indústria e Comércio, as ações preferenciais seriam *velha aspiração dos que impulsionam a vida econômica do Brasil*, pois constituiriam *a única forma de atrair, para as sociedades anônimas e em comandita por ações*, os capitais que exigem seguras garantias e que os resguardem *dos riscos e da fortuna dos negócios*.¹⁰⁶

¹⁰⁰ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Da empresarialidade: as empresas no direito*. Coimbra: Almedina, 1999. p. 16.

¹⁰¹ MACPHERSON, Crawford Brough. *The political theory of possessive individualism: Hobbes to Locke*. Oxford: Oxford University Press, 1962. pp. 57-58.

¹⁰² HIRSCHMAN, Albert O. *The passions and the interests: Political arguments for capitalism before its triumph*. Princeton: Princeton University Press, 2013. pp.97-98.

¹⁰³ SUNSTEIN, Cass R. *Free markets and social justice*. New York: Oxford University Press, 1997. pp. 4-5.

¹⁰⁴ De acordo com o parecer do autor do Projeto n. 294, de 1903, José Manuel de Azevedo Marques, as ações preferenciais seriam um novo meio de atrair capitais estrangeiros, constituindo um poderoso dique contra a ruína e as liquidações forçadas. Conforme afirma, as ações preferenciais já eram de uso corrente na Inglaterra, nos Estados Unidos, na Bélgica, Austrália e Itália, tendo sido permitidas na França no ano anterior. Ver: BRASIL, Câmara dos Deputados, Comissão de Constituição, Legislação e Justiça. *Annaes da Camara dos Deputados*. Rio de Janeiro, sessão em 7 de novembro de 1903. pp. 296-298.

¹⁰⁵ Parecer de 2 de setembro de 1930, sob relatoria de Eugenio Gudim, subscrito por Otto Gil e Randolpho Chagas. No mês seguinte, o presidente Washington Luís seria deposto. Ver: GUDIM, Eugenio. *Parecer*. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1930. pp. 24-32.

¹⁰⁶ Sobre a representação encaminhada em 17 de abril de 1931 ao Ministro Lindolfo Collor, ver: *Jornal do Commercio*, Rio de Janeiro, ano 104, n. 94, p. 6, 21 de abr. de 1931.

De acordo com a representação dirigida ao governo pelo presidente da Associação Comercial do Rio de Janeiro, Serafim Valandro,¹⁰⁷ e pelo presidente da Associação Bancária do Rio de Janeiro, Prosper Jean Paternot, os projetos do anonimato até então apresentados não satisfaziam os objetivos de nenhuma daquelas associações. Isso porque silentes ou pouco enfáticos quanto à criação de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, não só necessárias para atender a certas situações que se apresentavam na vida das sociedades, mas preferíveis a qualquer outro sistema, inclusive o de ações com votos adicionais. Daí o motivo pelo qual, nesta ocasião, endereçarem a proposta de criação da nova espécie acionária ao mesmo tempo em que requerem a proibição do voto plural no Brasil.¹⁰⁸

Conforme justificam as associações, quando uma sociedade estrutura o seu capital com ações que gozem de preferência na distribuição de dividendos, de prioridade no reembolso do capital, ou na cumulação de ambas, seria *sempre os acionistas comuns ou ordinários aqueles que se sujeitam a maiores riscos*, uma vez que seriam os primeiros a sofrer as consequências de uma má gestão. O que tornaria legítimo conferi-los a administração da sociedade.¹⁰⁹

Ao contemplarmos o que daí surgiria, em um quadro de baixa proteção aos minoritários verificado até 1940¹¹⁰ e tendo no horizonte a longa experiência que culminará nas reformas legislativas de 1997 e 2001, tal constatação não poderia estar mais equivocada. Não só abusos irão ocorrer, como a reforma de 1932 será a grande responsável por elevar os níveis de concentração dos direitos de controle, reduzindo os custos necessários para a estabilização interna do poder de comando empresarial.¹¹¹

Curiosamente, as diretorias das associações comercial e bancária invocaram a adoção das ações preferenciais, em detrimento do voto plural, como uma opção *muito mais razoável*, na medida em que extinguir ou restringir o direito de voto através das preferenciais chegaria aos mesmos resultados do voto plúrimo mediante *fundamentos mais lógicos e sem se prestar aos mesmos abusos*. Foi no que se acreditava, de forma sincera ou não, àquela altura.¹¹²

De acordo com a proposta, as motivações europeias para a adoção do sistema de voto plural não chegariam a existir no Brasil. A própria ideia de absorção das empresas nacionais

¹⁰⁷ Representante das classes conservadoras do país, o professor de Direito Comercial da Faculdade de Direito de Niteroy, Serafim Valandro, esteve à frente do movimento de organização do Partido Economista em novembro de 1932. Partido fundado por comerciantes e industriais, seria responsável pela *defesa, sem tréguas, dos interesses diretos e quotidianos da classe, seus ramos e sub-ramos*. Ver: O Partido Economista, palavras de Serafim Valandro em 30 de abril de 1932. *Boletim Comercial*, Florianópolis, ano 14, n. 193, julho de 1932.

¹⁰⁸ VALANDRO; PATERNOT, Op. cit., ano 104, n. 310, pp. 3-4, 30 de dezembro de 1931.

¹⁰⁹ VALANDRO; PATERNOT, Op. cit., ano 104, n. 310, pp. 3-4, 30 de dezembro de 1931.

¹¹⁰ MUSACCHIO, Aldo. Law versus contracts: shareholder protection and ownership concentration in Brazil, 1890-1950. *Business History Review*, v. 82, n. 3, pp.445-473, set. 2008. pp. 452-454.

¹¹¹ MUSACCHIO, Op. cit., set. 2008. pp. 469-470.

¹¹² VALANDRO; PATERNOT, Op. cit., ano 104, n. 310, pp. 3-4, 30 de dezembro de 1931.

pelo capital estrangeiro não passaria de *produto de pura imaginação*.¹¹³ Por outro lado, não obstante o país padecesse de dificuldades estruturais em restringir a titularidade de determinada espécie acionária a investidores exclusivamente locais, é bem verdade, não podemos, por isso, deixar de observar quais seriam os interesses potencialmente representados pela proposta apresentada pelas associações e que outros sujeitos buscariam elas resguardar.

Sendo a Associação Bancária composta majoritariamente por estrangeiros,¹¹⁴ não seria de estranhar que as suas recomendações evitassem um instituto cuja adoção esteve fortemente associada à defesa nacional contra o capital externo – *la défense contre l'étranger*.¹¹⁵

Na exposição de motivos do projeto de decreto que é então encaminhado ao governo provisório, Francisco Campos, na qualidade de ministro interino da Justiça, declara não apenas as vantagens do voto plural, como a possibilidade de obtê-las sem as inconveniências desse sistema;¹¹⁶ o qual consagra a divisão entre *acionistas que visam à participação ativa na direção da sociedade* e aqueles sem *affectio societatis*.

A partir de uma visão limitada sobre o desenho normativo proposto, acreditava-se que uma minoria fosse incapaz de governar a sociedade de maneira discricionária, veja só, pelo simples fato de o projeto então prever a aquisição do direito de voto sempre que não pagos os dividendos respectivos no prazo de até três anos. Por outra banda, ao não enunciar qualquer limite para a composição do capital, o resultado acabou sendo a constituição de companhias com até 90% de ações preferenciais sem qualquer direito de voto,¹¹⁷ concretizando exatamente aquilo que o decreto buscou evitar: a concentração de poder em uma *exígua participação no capital social* e a conseqüente *oligarquização da administração*.¹¹⁸

Em síntese, a vedação ao voto plural restou justificada por um conjunto de *inconvenientes* reunidos por Francisco Campos e que se traduziriam (i) no fato de a maioria do capital não poder controlar os atos de gestão; (ii) na dissociação entre propriedade e risco, podendo levar a administração (ainda inexistia a figura do acionista controlador) no sentido do

¹¹³ VALANDRO; PATERNOT, Op. cit., ano 104, n. 310, pp. 3-4, 30 de dezembro de 1931.

¹¹⁴ O próprio presidente daquela associação, que subscreve as recomendações ao governo provisório, era diretor-geral da filial do Banco Ítalo-Belga no Rio de Janeiro. Ver: LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977. p. 411.

¹¹⁵ CORMIER, Op. cit., 1932. pp. 131-135. Neste mesmo sentido, Paul-René Rosset destaca a importância das ações com múltiplas vozes, *actions à voix multiple*, como uma forma de proteção *dans la lutte économique entre nations*, podendo salvar a indústria de um país da dominação estrangeira. Ver: ROSSET, Op. cit., 1929, pp. 9-10.

¹¹⁶ De acordo com o ministro da Educação, enquanto ministro interino da Justiça, o voto plural constituiria uma aspiração generalizada no mundo dos negócios ao permitir uma maior estabilidade da administração, projetando seus planos para o futuro em uma organização cada vez mais governada pela inteligência e pela previsão. Ver: CAMPOS, Francisco. Exposição de motivos. *Jornal do Commercio*, Rio de Janeiro, ano 105, n. 144, pp. 3-4, 18 de jun. de 1932.

¹¹⁷ VALVERDE, Op. cit., 1959, pp. 133-134.

¹¹⁸ CAMPOS, Op. cit., ano 105, n. 144, pp. 3-4, 18 de junho de 1932.

interesse pessoal; (iii) na perpetuação dos conselhos de administração, favorecendo uma oligarquia incompetente e inamovível; (iv) na tendência a decisões aventureiras por parte da administração; (v) e na expropriação dos prêmios de controle quando da eventual negociação das ações com voto plural.¹¹⁹

Mas para entendermos como chegamos à aprovação desse decreto, ressalte-se, quase sem modificações em relação ao projeto original apresentado pelas associações comercial e bancária do Rio de Janeiro, é ainda oportuno sublinharmos três pontos.

Em primeiro lugar, é preciso entendermos como o estágio de desenvolvimento econômico e financeiro esteve vinculado às possibilidades legislativas da época, destacando suas particularidades em relação ao cenário europeu do mesmo período. Em segundo lugar, devemos avaliar qual o papel do nível de concentração acionária sobre a escolha das estruturas reais de poder no interior das companhias e de como essas estruturas poderiam ser projetadas daí em diante. Por fim, compreendermos em que medida a familiaridade em relação às ações preferenciais, já existentes na prática comercial anterior a 1932, impactaria na sua escolha em detrimento das ações de voto plúrimo, nunca adotadas por qualquer companhia brasileira.¹²⁰

3. Dos limites estruturais ao nacionalismo econômico

Nas palavras de Wolfgang Streeck, o capitalismo de princípios do século XX teve de servir a interesses nacionais em guerras internacionais,¹²¹ e da mesma forma que ele – e assim não poderia deixar de ser –, o direito societário também foi convocado para cumprir o seu papel. Para tanto, em meio ao caos social e à devastação econômica, os países europeus buscaram a manutenção do poder de controle nacional sobre setores estratégicos de suas economias, como mineração, gás, químicos e metalurgia,¹²² contando para isso com os mais diversos instrumentos de influência e dominação societária ou empresarial, dos quais o voto plural desponta como a principal arma contra a *estrangeirização* (*Überfremdung*) das companhias.¹²³

Buscando assegurar o caráter doméstico de cada *joint-stock company*, *société anonyme* ou *Aktiengesellschaft* – *in concordanza con un evidente interesse pubblico*¹²⁴ –, as ações com

¹¹⁹ Ver: CAMPOS, Op. cit., ano 105, n. 144, pp. 3-4, 18 de junho de 1932. Neste sentido: ANDREI, Daniela Mussolini Llorca Sanchez. A vedação ao voto plural no Brasil. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, n. 9, pp. 61-74, ago. 2019. p.64.

¹²⁰ Vide Ernesto Leme sobre a introdução do sistema de preferenciais no país: LEME, Op. cit., 1933, pp. 39-41.

¹²¹ STREECK, Wolfgang. *How will capitalism end?: essays on a failing system*. New York: Verso, 2016. p. 4.

¹²² *Journal Officiel de la République Française*, n. 30, p. 207, 12 de março de 1927. p. 214; FELDMAN, Op. cit., 1989. pp. 89-91; CORMIER, Op. cit., 1932. p. 37.

¹²³ FELDMAN, Op. cit., 1989. pp. 87-110.

¹²⁴ *Il Foro Italiano*, Parte prima: Giurisprudenza civile e commerciale, v. 50, pp. 757/758-791/792, 1925.

voto plural voltaram-se para o financiamento industrial do entreguerras em um contexto de conflitos e disputas, muitas vezes irreconciliáveis, em torno das reparações e dívidas de guerra. O que, em certa medida, acabou envenenado ainda mais as relações entre os diversos países europeus.¹²⁵ Em bom rigor, viu-se a nacionalização do capital e a proteção da soberania econômica pelos mais diversos meios – inclusive o confisco de bens e ativos de pessoas físicas ou companhias inimigas. Aqui, diante do tumulto econômico convertido na grande preocupação doméstica, a elaboração e o emprego do direito exsurtem como mecanismos por excelência de efetivação e defesa dos interesses internos.¹²⁶

É neste filão que o *estado corporativo fascista* e a sua *Carta del Lavoro* (1927), diriam que a intervenção do Estado na vida econômica – quando a iniciativa privada se mostrasse insuficiente – poderia assumir a forma de incentivo, fiscalização ou gestão direta. Mas também deixava clara a importância da iniciativa privada como o instrumento mais útil e eficaz para promover os interesses da nação.¹²⁷ O que certamente não o seria sem a ajuda fundamental e o papel constitutivo do direito societário como um *strumento di predominio capitalistico*¹²⁸ ou *di espansione economica*.¹²⁹ Assim, para resumir as orientações gerais daquele documento, depois concretizadas pelo Código de 1942, ressaltamos a sua sétima declaração:¹³⁰

VII - O Estado corporativo considera a iniciativa privada no âmbito da produção como o instrumento mais eficaz e mais útil ao interesse da Nação. Sendo a organização privada da produção uma função de interesse nacional, o empresário é o responsável pela produção perante o Estado. Da colaboração das forças produtivas deriva uma reciprocidade de direitos e deveres. O trabalhador, técnico, empregado ou operário, é um colaborador ativo da empresa econômica, cuja direção cabe ao empresário, que é o responsável.

Quanto a isso, temos o exemplo da poderosa SNIA Viscosa (*Società Nazionale Industria Applicazioni Viscosa*) e suas ações com voto plural. Contando com a ajuda de Mussolini e do Banco da Itália para expandir os seus negócios, a empresa era responsável por 60% da produção italiana de raíom em 1925, ocupando a segunda posição global.¹³¹ Em fevereiro daquele mesmo

¹²⁵ AHAMED, Liaquat. *Os donos do dinheiro: os banqueiros que quebraram o mundo*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. p. 117.

¹²⁶ FELDMAN, Op. cit., 1989. pp. 88-89.

¹²⁷ SALVEMINI, Gaetano. *Under the axe of fascism*. Londres: Victor Gollancz LTD, 1986. pp. 417-418.

¹²⁸ ELENA, Op. cit., 1927. p. 1.

¹²⁹ ELENA, Op. cit., 1927. p. 22.

¹³⁰ *Carta del Lavoro*, VII. “Lo Stato corporativo considera l'iniziativa privata nel campo della produzione come lo strumento più efficace e più utile nell'interesse della Nazione. L'organizzazione privata della produzione essendo una funzione di interesse nazionale, l'organizzatore dell'impresa è responsabile dell'indirizzo della produzione di fronte allo Stato. Dalla collaborazione delle forze produttive deriva fra esse reciprocità di diritti e di doveri. Il prestatore d'opera, tecnico, impiegato od operaio, è un collaboratore attivo dell'impresa economica la direzione della quale spetta al datore di lavoro che ne ha la responsabilità”.

¹³¹ EICHENGREEN, Barry. *Hall of mirrors: The Great Depression, The Great Recession, and the uses – and misuses – of History*. New York: Oxford University Press, 2015. pp. 134-135.

ano, em deliberação *omologata con plauso dal Tribunale Torino*,¹³² a companhia aumentará o seu capital com a emissão de 200.000 ações com o privilégio de dez votos, nominativas e transferíveis apenas para cidadãos italianos.¹³³

No quadro industrial europeu do entreguerras, uma das justificativas invocadas para a adoção dos privilégios de voto, além de favorecer a concentração de poderes pela administração, diz respeito à necessidade de defesa de companhias nacionais contra aquisições estrangeiras; impondo, destarte, certos limites à globalização das finanças em um momento de rápida depreciação das taxas de câmbio no pós-guerra,¹³⁴ especialmente na Alemanha.

Convém destacar, já o Código Comercial Geral germânico de 1861 (ADHGB), recomendado aos diversos Estados independentes da Confederação Germânica,¹³⁵ previa a possibilidade do voto plural e outros desvios à proporcionalidade – desde que previstos nos estatutos (Artikel 224, II).¹³⁶ Permissão transposta ao HGB (1897), § 252, Abs. 1, Satz 4, e aplicada até a publicação da *Aktiengesetz* de 1937, quando da proibição do voto plural, até então mantida pela AktG de 1965, §12 Abs. 2, Satz 1: *Mehrstimmrechte sind unzulässig*.

No caso específico da República de Weimar, as ações com voto plural – *Mehrstimmrechtsaktien* – tiveram grande destaque durante o período hiperinflacionário e de instabilidade cambial. Daí o motivo pelo qual foram elas apelidadas de *filhas da inflação*,¹³⁷ dada a sua disseminação e popularidade em um contexto de desastres monetários alimentados tanto internamente, através do Reichsbank,¹³⁸ quanto por meio de especuladores estrangeiros.¹³⁹ Mais ainda, além da desvalorização do marco e da crise inflacionária, a necessidade de proteção da economia alemã através da proteção de suas indústrias foi ainda influenciada pelas pesadas dívidas reparatórias impostas pelo Tratado de Versalhes – um pagamento provisório avaliado

¹³² *Il Foro Italiano*, Parte prima: Giurisprudenza civile e commerciale, v. 50, pp. 757/758-791/792, 1925.

¹³³ *Il Foro Italiano*, Parte prima: Giurisprudenza civile e commerciale, v. 50, pp. 757/758-791/792, 1925; ELENA, Op. cit., 1927. p. 5.

¹³⁴ MARX, Op. cit., 1929, pp. 45-53.

¹³⁵ CARDOSO, José Pires. *Problemas do Anonimato - II: fiscalização das sociedades anônimas*. Lisboa: Empresa Nacional de Publicidade, 1943. p. 164.

¹³⁶ CORDEIRO, António Menezes. As ações preferenciais sem voto. *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 60, pp. 1001-1056, 2000. pp. 1013-1029.

¹³⁷ CORMIER, Op. cit., 1932, p. 24; DERNIS, Op. cit., 1929. p. 109.

¹³⁸ Como sublinha Hjalmar Schacht, em 1923 foram necessárias 133 novas tipografias com 1.783 máquinas para atender a demanda de impressão de papel-moeda. Mesmo com mais de trinta fabricantes de papel trabalhando em sua plena capacidade exclusivamente para fornecer papel ao Reichsbank, as notas emitidas foram incapazes de atender toda a demanda. Ver: SCHACHT, Hjalmar. *The magic of money*. Londres: Oldbourne, 1967. p. 68.

¹³⁹ De acordo com Gerald Feldman, a especulação criou uma instabilidade que dificultava os negócios e muitas vezes contrariava os esforços do próprio governo alemão para estabilizar o câmbio. Ver: FELDMAN, Gerald D. *The great disorder: politics, economics, and society in the German inflation, 1914-1924*. Oxford: Oxford University Press, 1997. p. 257. Para Keynes: *Nothing like this has been known in the history of speculation*. Veja: ROGERS, Gayle. *Speculation: a cultural history from Aristotle to AI*. New York: Columbia University Press, 2021. pp. 174-175.

em 20 bilhões de marcos-ouro antes de 1º de maio de 1921, quando então a Comissão de Reparação da Liga das Nações definiria a responsabilidade integral do país.¹⁴⁰

Ora, daquele montante inicial, menos de 8 bilhões de marcos seriam efetivamente transferidos aos Aliados a ponto de em janeiro de 1923, diante dos atrasos no pagamento aos franceses, o primeiro-ministro Raymond Poincaré ordenar uma invasão militar às minas de carvão do Ruhr – núcleo industrial da economia alemã,¹⁴¹ era a chamada doutrina da *penhora produtiva*.¹⁴² Diante desse cenário, não surpreende o fato de nos meses subsequentes mais de um terço das empresas listadas na Bolsa de Valores de Berlim adotarem o voto plural como estratégia de proteção da economia nacional.¹⁴³

Ao mesmo tempo, enquanto Berlin patrocina uma campanha de resistência passiva àquela invasão e fracassa o *Putsch* de Hitler-Ludendorff em Munique, a moeda alemã se desfaz em sua máxima desvalorização. Conforme nos lembra Hjalmar Schacht – figura-chave na estabilização monetária e no nacionalismo econômico do *Reich* – em novembro de 1923 o marco-ouro atingiu um trilhão de marcos-papel e o valor do dólar alcançaria a cotação oficial de 4,2 trilhões.¹⁴⁴ Com uma Alemanha imersa na hiperinflação e na desordem social, líderes políticos e empresariais exigiriam ainda mais esforços de proteção às empresas e aos negócios nacionais contra aquisições ou influências externas. Tendo a guerra rompido as conexões entre diferentes culturas e nações, não surpreende que a vida econômica tenha passado a sustentar-se em bases patrióticas e sobre o medo da dominação estrangeira.¹⁴⁵

Foi, portanto, nesse ambiente que se popularizou e difundiu o voto plural na Alemanha e, em certo sentido, foi nesse ambiente que a classe empresarial alemã seria retratada nos famosos desenhos e caricaturas de Georg Grosz como os *vampiros da humanidade* (*Vampire der Menschheit*) ou a *escória do capitalismo* (*Sumpfblumen des Kapitalismus*);¹⁴⁶ classe essa, não raro, beneficiada com os efeitos da crise. Eis o exemplo da Krupp Aktiengesellschaft, que no verão de 1922 contraíra empréstimos no valor de 1 bilhão de marcos, mas que ao saldar esse

¹⁴⁰ MARKS, Sally. The myths of reparations. *Central European History*, v. 11, n. 3, pp. 231-255, Set. 1978.

¹⁴¹ MARKS, Sally. *The illusion of peace: international relations in Europe 1918-1933*. London, MacMillan, 1976. pp. 49-50; EVANS, Richard J. *The Third Reich in history and memory*. New York: Oxford University Press, 2015.

¹⁴² NUNES, Op. cit., 2020. p. 112.

¹⁴³ CORMIER, Op. cit., 1932, pp. 25-26.

¹⁴⁴ SCHACHT, Hjalmar. *Setenta e seis anos de minha vida: a autobiografia do mago da economia alemã da República de Weimar ao III Reich*. São Paulo: Editora 34, 1999. p. 219. Segundo Schacht, no câmbio paralelo esses valores seriam ainda piores, assim, na última semana de novembro de 1923 o dólar subiu até 12 trilhões de marcos. Além disso, tudo o que entrava em moeda estrangeira, via exportações, acabava em grande parte convertendo-se em tributos de guerra (SCHACHT, Op. cit., 1999. p. 240).

¹⁴⁵ CARTER, Zachary D. *O preço da paz: dinheiro, democracia e a vida de John Maynard Keynes*. Rio de Janeiro: Alta Books, 2021. p. 96.

¹⁴⁶ GROSZ, George. *Das Gesicht der herrschenden Klasse*. Berlin: Malik-Verlag, 1921.

valor, em outubro de 1923, viu sua dívida reduzir para apenas 53 mil marcos, ou 0,005% do valor original.¹⁴⁷ Na síntese posterior realizada pelo cineasta sueco Ingmar Bergman no seu *O ovo da serpente* (*Das Schlangenei / Ormens Ägg*), em novembro de 1923 “[u]m maço de cigarros custa 13 milhões de marcos e as pessoas de um modo geral perderam inteiramente a esperança, tanto no futuro quanto no presente”.¹⁴⁸

Defronte a essa espiral vertiginosa de desvalorização monetária, fome, desemprego e especulação, o país mergulhou no completo caos e as dificuldades quotidianas eram agora assim, expressas em números.¹⁴⁹ Nesse *annus horribilis* da história de Weimar, a Alemanha se contorcia sob uma febre que ameaçava consumir suas últimas forças.¹⁵⁰ As falências se multiplicaram,¹⁵¹ e diante da forte dependência de capital externo, os novos tipos acionários imaginados para garantir o controle doméstico das companhias multiplicam-se nos estatutos como arma indispensável de soberania econômica (*die Ueberfremdungsgefahr*).¹⁵²

A economia, especialmente em setores de indiscutível *utilidade social*, já não poderia ser comandada pelo livre e irrestrito fluxo de capitais privados. Por conseguinte, já no rescaldo imediato da guerra, a *Grundgesetz* afirmar-se-ia como o primeiro texto constitucional a incorporar uma *constituição econômica*,¹⁵³ reconhecendo a economia como um *problema político* e assumindo a disciplina da propriedade privada não apenas através de *limites negativos* a esse direito, antes impondo *comandos positivos* a ele: “A propriedade obriga. O seu uso deve estar ao serviço não só do interesse privado, mas também do bem comum”.¹⁵⁴

Acreditava-se que, diante da debilidade militar da Alemanha, a economia restaria como o principal domínio no qual o país poderia exercer alguma influência no mundo. E na base dessa política, exigia Gustav Stresemann, deveria estar a força das grandes empresas alemãs.¹⁵⁵ De fato, segundo dados do *Statistisches Reichsamts* para 1925, mais da metade das *Aktiengesellschaften* (AGs) – 842 de 1.595 companhias – utilizaram ações com voto plural

¹⁴⁷ EVANS, Op. cit., 2015. p. 200.

¹⁴⁸ BERGMAN, Ingmar. *O ovo da serpente*. São Paulo: Nórdica, 1978. p. 7.

¹⁴⁹ RICHARD, Lionel. *A República de Weimar, 1919-1933*. São Paulo: Companhia das Letras: Círculo do Livro, 1988. pp. 91-102; EVANS, Op. cit., 2015. p. 50; CANETTI, Elias. *Uma luz em meu ouvido: história de uma vida, 1921-1931*. São Paulo: Companhia das Letras, 1988. p. 15.

¹⁵⁰ SCHACHT, Op. cit., 1999. p. 233.

¹⁵¹ EVANS, Richard J. *The coming of the Third Reich: a history*. New York: The Penguin Press, 2004. p. 113.

¹⁵² DERNIS, Georges. *Le droit de vote dans les sociétés anonymes en droit allemand*. Paris: Dalloz, 1929. p. 109.

¹⁵³ Sobre o prestígio da Constituição de Weimar em face da Carta Mexicana de 1917 e a Declaração do povo russo de 1918, veja: VAZ, Isabel. *Direito econômico das propriedades*. Rio de Janeiro: Forense, 1993. pp. 111-112.

¹⁵⁴ Reprodução do § 3º, art. 153 da Constituição de Weimar, promulgada em 11 de agosto de 1919, consagrando a *função social da propriedade*, cf. NUNES, António José Avelãs. A República de Weimar e a Constituição de Weimar, cem anos depois. In: MARTINS, Alexandre de Soveral et al. *Diálogos com Coutinho de Abreu: estudos oferecidos no aniversário do professor*. Coimbra: Almedina, 2020. pp. 107-109.

¹⁵⁵ TOOZE, Adam. *O preço da destruição: construção e ruína da economia alemã*. Rio de Janeiro: Record, 2013. pp. 32-33.

como estratégia de manutenção do poder de controle. Mais ainda, dentre todas aquelas, 388 atribuíam 40% dos direitos de voto a quem possuía apenas 10% das ações totais. Nesse quadro, ao qual se acrescenta o absenteísmo dos acionistas nos conclaves, a posse de percentuais mínimos de capital geralmente significava a maioria dos votos proferidos em assembleia.¹⁵⁶

Tendo se expandido para diversos setores da economia alemã, inclusive o bancário, não é surpreendente que mesmo a instituição de um imposto especial sobre a criação das ações com voto plural tenha sido suficiente para arrefecer a disseminação dessas ações.¹⁵⁷ Com efeito, enquanto tudo parecia fora de controle, as ações com voto plural foram ainda mais adiante. Frequentemente detidas por membros do Conselho de Supervisão (*Aufsichtsrat*) ou bancos comprometidos a votar de acordo com os grupos controladores, a força política a elas atribuída variou entre dois a 1.000 votos por ação, chegando em alguns casos aos extremos 308.000 votos por cada unidade acionária.¹⁵⁸ Restava, assim, segregando de forma absoluta o capital majoritário ou a exposição financeira da respectiva administração dos negócios.

Em tempos turbulentos e de grande imprevisibilidade, nos quais dificilmente se saberia o que o dia seguinte reservava, poderes cada vez mais amplos eram requisitados, com ou sem razão, para que controladores pudessem agir a tempo e da forma mais independente possível.¹⁵⁹

Nesse contexto, ao final dos anos 1920 – década de debate e consolidação em matéria de direito societário na Alemanha – cerca de 50% das principais corporações do país buscaram o privilégio político, reservando ações com voto plural a familiares, acionistas mais próximos, bancos confiáveis ou grupos seletos de cidadãos com nacionalidade alemã.¹⁶⁰

Falava-se, em uma verdadeira ditadura dos conselhos; o que na França as levariam a ser nomeadas de *actions féodales*, pois decorrentes de um verdadeiro *féodalité financière* – expressão utilizada desde a Monarquia de Julho para denunciar as influências do dinheiro sobre a política francesa.¹⁶¹ Nesse ponto, e assim como na Alemanha, aqui também a inflação deixou

¹⁵⁶ FOHLIN, Caroline. The history of corporate ownership and control in Germany. In: MORCK, Randall K. *A history of corporate governance around the world: family business groups to professional managers*. Chicago and London: The University of Chicago Press, 2007. pp. 262-263.

¹⁵⁷ No final de 1922 também os grandes bancos alemães passaram à criação de ações com voto plural, dos quais são exemplo o *Berliner Handels-Gesellschaft*, o *Commerz-und Privatbank* e o *Mitteldeutsche Creditbank* (SCHMULEWITZ, Maximilian. *Die Verwaltungsaktie: Herrschafts – Und Vorratsaktieihre – Rechtlichen Und Wirtschaftlichen Grundlagen*. Verlag Von Julius Springer: Berlim, 1927. pp. 29-30); SCHMULEWITZ, Op. cit., 1927. pp. 29-30

¹⁵⁸ FOHLIN, Op. cit., 2007. p. 262; CORMIER, Op. cit., 1932, pp. 25-26; HARRIS, Harry Cleveland. *Trading under the laws of Germany*. Washington: United States Government Printing Office, 1933. p.24; DERNIS, Op. cit., 1929. pp. 177-178.

¹⁵⁹ DERNIS, Op. cit., 1929. p. 88.

¹⁶⁰ KUNTZ, Op. cit., 2018. pp. 208; FELDMAN, Op. cit., 1989. pp. 98-99.

¹⁶¹ CORMIER, Op. cit., 1932, p. 41; MARX, Op. cit., 1929, pp. 52-53; ANDERSON, Malcolm. The myth of the 'two hundred families'. *Political Studies*, v. 13, n. 2, pp.163-178, jun. 1965. p. 164.

suas preocupações, percebidas de forma clara nos debates parlamentares sobre o voto plural de 1927. Nesta ocasião, o senador e industrial francês Louis Serre resumiria bem o assunto ao associar o aumento das misérias francesas à redução de valor do franco: *toutes les fois que la valeur du franc diminue, nos misères augmentent*.¹⁶²

Por toda a Europa, a criação de ações com votos adicionais esteve fortemente ligada àquilo que a doutrina francesa intitulou de *le péril étranger*. Uma ideia carregada de revanchismo e ressentimento e que na Alemanha esteve associada aos conceitos de *Überfremdung* (estrangeirização) e *Untermensch* (subumano), que na Espanha pôde ser vista na imagem dos *enterradores internacionales* e que para os italianos, nesse mesmo sentido, representava *il pericolo dell'influenza e della direzione straniera*.¹⁶³

No Brasil, por outra banda, esse mesmo alarde quanto ao *perigo estrangeiro* – fosse ele americano, português, alemão, francês, italiano, argentino ou japonês – ganha características próprias, especialmente ao ser contrastado com a perspectiva de *aperfeiçoamento eugênico da raça*, para utilizarmos uma expressão do próprio Getúlio Vargas.¹⁶⁴ Nesse ponto, o citado perigo chegou a ser encarada desde o início do século – e possivelmente ao longo das três primeiras décadas – como uma *quimera* ou nuvem passageira.¹⁶⁵ Mais ainda, a noção de *perigo estrangeiro* seria um *fantasma na parede* fruto de um nacionalismo *exagerado e inoportuno*.¹⁶⁶ Quando muito, invocado em memória de todos os mártires e sacrificados, contra *as funestas raízes do comunismo* ou em desfavor da imigração.¹⁶⁷

Diversamente, existiria, isto sim, um perigo interno, nacional. Por vezes identificado com o analfabetismo, o militarismo e a ausência de ideal republicano; às vezes resultado da penúria e debilidade econômica do país.¹⁶⁸ Não surpreende, portanto, o entusiasmo com a atuação de um Henry Ford e o seu plano de desenvolvimento econômico e social às margens

¹⁶² SERRE, Louis. *Journal Officiel de la République Française*, n. 30, p. 207, 12 de mar. de 1927. p. 209.

¹⁶³ MIGUEL, Antonio de. La defensa del patrimonio nacional. El Diario Palentino: defensor de los intereses de la capital y la provincia. El más antiguo y de mayor circulación, Madrid, año LI, n. 14.502, p. 1, 4 de marzo de 1932; CARIATI, Attilio. La difesa delle società e le azioni a voto plurimo, *La Stampa*, Torino, Venerdì 23 Maggio 1924, p. 2, anno 58, n. 123.

¹⁶⁴ KOIFMAN, Fábio. *Imigrante ideal: o Ministério da Justiça e a entrada de estrangeiros no Brasil (1941-1945)*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2012. p. 37.

¹⁶⁵ O Congresso de Geographia: os delegados portugueses. *O Paiz*, Rio de Janeiro, ano 26, n. 9.481, p. 2, 20 de set. de 1910.

¹⁶⁶ PROHOMANN, Arnoldo. *A República*, Paraná, ano 23, n. 166, pp. 1-2, 17 de jul. de 1908; RIBEIRO, Napoleão. O estrangeiro no Brasil. *O Combate*, Maranhão, ano 30, n. 1.155, 7 de jan. de 1929.

¹⁶⁷ PALHA, Americo. Discurso na Casa de Minas Geraes. *Diario Carioca*, Rio de Janeiro, ano 9, n. 2.382, p. 3, 23 de abr. de 1936; *Diario de Noticias*, Rio de Janeiro, ano 7, n. 5.808, p. 3, 13 de fev. de 1936; *Diario Carioca*, Rio de Janeiro, ano 12, n. 3.379, p. 6, 16 de jun. de 1939.

¹⁶⁸ SOUZA, V. de. Carta ao deputado dr. João Pernetta. *Diario da Tarde*, Paraná, ano 19, n. 5.632, p. 1, 17 de fev. de 1917; CHATEAUBRIAND, Assis. Sabedoria de gringo. *Diario de Pernambuco*, Pernambuco, ano 111, n. 262, p. 4, 5 de nov. de 1936.

do rio Tapajós – a cidade-empresa de Fordlândia. Um grande empreendimento de integração vertical do fordismo, buscando controlar o fornecimento estável de borracha perante o mercado neocolonial asiático.

Executado em mais de um milhão de hectares, metade dele doada pelo próprio estado do Pará, o projeto contou com uma série de incentivos públicos e, à semelhança do que viria a ocorrer em outras ocasiões, teve participação ativa e direta da delegação estrangeira na redação dos instrumentos legais de concessão de privilégios. Com efeito, o texto a ser aprovado pelo legislativo estadual, integralmente redigido pela equipe de Ford e assim mesmo acatado, previa não apenas o direito a isenções fiscais e de exploração sobre qualquer item exportado, como também o de abrir agências bancárias, construir e dirigir escolas ou mesmo organizar uma força policial privada na futura cidade-empresa.¹⁶⁹

Cultuado pelas elites de São Paulo, a partir de onde a Ford mantinha um quase monopólio do comércio de carros e caminhões no Brasil – 60% contra 17% da General Motors (1925)¹⁷⁰ –, se dizia ter Henry Ford empreendido *uma completa revolução econômica* no estado do Pará. Não à toa, figuras como Assis Chateaubriand o viam não como uma ameaça aos interesses nacionais do Brasil, mas como uma barreira ao perigo estrangeiro na Amazônia, uma vez que daria ao pobre Jeca ali residente mais saúde, higiene, instrução, riqueza e vigor.¹⁷¹

No Rio de Janeiro, o apoio ao projeto incluía o próprio presidente Washington Luís, trabalhando em estreita colaboração com funcionários da Ford para facilitar o empreendimento. Mais do que isso, visitada logo em seguida por Getúlio Vargas e pelo ministro Lindolfo Collor, Fordlândia e as suas práticas trabalhistas, assim diria o então presidente Vargas, tornavam desnecessárias até mesmo uma legislação social na região.¹⁷²

Ironicamente, não podemos esquecer que apenas alguns anos antes o mesmo Henry Ford, na condição de acionista controlador da Ford Motor Company, havia parado na Suprema Corte de Michigan justamente por defender o pagamento de salários mais altos aos funcionários, a redução de preços aos clientes e “to spread the benefits of this industrial system to the greatest possible number.”¹⁷³

¹⁶⁹ GRANDIN, Greg. *Fordlândia: ascensão e queda da cidade esquecida de Henry Ford na selva*. Rio de Janeiro: Rocco, 2010. pp. 115-116.

¹⁷⁰ GRANDIN, Op. cit., 2010. p. 89.

¹⁷¹ CHATEAUBRIAND, Assis. A grande ilusão. *O Jornal*, Rio de Janeiro, ano 13, n. 4.005, p. 2, 25 de nov. de 1931.

¹⁷² WOLFE, Joel. *Autos and progress: the Brazilian search for modernity*. Oxford: Oxford University Press, 2010. pp. 83-88.

¹⁷³ Nessa ocasião, a Ford foi processada pelos acionistas minoritários e também concorrentes – os irmãos John e Horace Dodge – por não distribuir dividendos. A decisão de fevereiro de 1919 foi favorável a estes no que é hoje conhecido como o caso paradigmático da *shareholder primacy* nos EUA. Ver: *Dodge v. Ford Motor Co.*, 170 NW 668, Michigan, 1919; BARKER, Roger. The duties and liabilities of directors: getting the balance right. *In*:

Para Monteiro Lobato, partidário da modernização e tradutor da autobiografia do empresário, Ford representava *o prodígio do bom senso*, pois seria ele *a mais lúcida e pensante inteligência moderna*. Um verdadeiro herói responsável por extinguir o antagonismo entre capital e trabalho, produzindo cientificamente o máximo de benefícios para aqueles que via como *os três sócios* da empresa industrial moderna: *o dono, o operário e o consumidor*. Ao primeiro, caberia *um equitativo dividendo*; ao segundo, *salários cada vez mais altos*; ao terceiro, *lucros sob a forma de produtos cada vez melhores e mais baratos*.¹⁷⁴ Dessa forma, inspirado no idealismo e estilo gerencial fordista, Lobato proclamava ser o fim da indústria não o dinheiro em si mesmo, mas o bem comum da sociedade.¹⁷⁵

No espaço jurídico europeu, por outro lado, havia uma forte ansiedade quanto às tomadas de controle por capitais estrangeiros, especialmente norte-americanos, que não se refletia da mesma forma e com a mesma intensidade no Brasil. O que, em certo sentido, acabou levando aqueles países a adotarem medidas de vinculação da titularidade e transmissão de ações politicamente privilegiadas à nacionalidade dos seus acionistas.

Finda a guerra, vale lembrar, os Estados Unidos emergem como a maior potência credora do mundo e o verdadeiro banqueiro das potências europeias. Apenas os aliados deviam mais de 7 bilhões de dólares ao governo americano e cerca da metade daquele valor para os bancos do país.¹⁷⁶ Na Alemanha, por exemplo, houve um influxo maciço de dólares americanos na economia e empresas estadunidenses, como a Ford Motor Company e a General Motors, se instalaram no mercado alemão por meio de investimento direto e aquisições de outras companhias, ao mesmo tempo em que houve um aumento constante na formação de grupos empresariais.¹⁷⁷ Entre os anos de 1925 e 1928, por exemplo, a entrada de capital estrangeiro na Alemanha foi de tal modo significativa que o país pôde realizar os pagamentos de reparação sem sequer obter um superávit em sua balança comercial.¹⁷⁸

LEBLANC, Richard; FRASER, John R. S. *The Handbook of Board Governance: a comprehensive guide for public, private, and not-for-profit board members*. New Jersey: Wiley, 2016. p. 254.

¹⁷⁴ LOBATO, Monteiro. Ford e a Alemanha. *O Jornal*, Rio de Janeiro, ano 8, n. 2.429, p. 1, 10 de nov. de 1926; LOBATO, Monteiro. Henry Ford. *O Jornal*, Rio de Janeiro, ano 8, n. 2.402, p. 1, 9 de out. de 1926.

¹⁷⁵ Cf. seu artigo *Henry Ford*, de 1926: “O fim [da indústria] não é o dinheiro, é o bem comum, e o meio prático de o conseguir reside no aperfeiçoamento constante dos processos de trabalho conduzido de par com uma rigorosa distribuição de lucros a todos os sócios de cada empresa. São três estes sócios, o consumidor, e receberá ele a sua quota de lucros sob a forma de produtos cada vez melhores e cada vez mais baratos; o operário, e receberá ele a sua parte sob forma de salários cada vez mais altos; o dono, e receberá ele um equitativo dividendo”.

¹⁷⁶ MACMILLAN, Margaret. *Paz em Paris, 1919: a Conferência de Paris e seu mister de encerrar a Grande Guerra*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2004. p. 19.

¹⁷⁷ KUNTZ, Thilo. German corporate law in the twentieth century. In: WELLS, Harwell. *Research Handbook on the History of Corporate and Company Law*. Cheltenham and Northampton: Edward Elgar, 2018. pp. 209-211.

¹⁷⁸ TOOZE, Op. cit., 2013. p. 34.

Em outros termos, e aqui nos valem das preocupações de autores espanhóis da mesma época, as ações com voto plural “[...] fueron creadas precisamente para garantizar, para asegurar en todo momento el nacionalismo de la sociedad y evitar que por compras en Bolsa de las acciones ordinarias por algún elemento extranjero llegaran a apoderarse de la dirección del negocio”.¹⁷⁹ Tratava-se, ao menos no nível discursivo, de uma estratégia de proteção da economia e dos interesses domésticos contra a interferência e a ameaça de capitais externos e moedas fortes, opção indisponível para o Brasil dessa época.

A nível financeiro, as principais economias que adotaram o voto plural na Europa divergiam fundamentalmente da realidade brasileira, e o caso francês é ilustrativo desse argumento. Enquanto a execução de um pedido de compra de 300 ações do *Banque de France* por bancos americanos pôde causar preocupação nos círculos oficiais e na sua gestão,¹⁸⁰ no Brasil de então os estrangeiros já detinham em torno de dois terços dos depósitos totais dos bancos com sede na capital paulista.¹⁸¹ Nesse sentido, uma resposta de viés nacionalista encontraria sérios limites diante do estágio de desenvolvimento interno do capitalismo brasileiro, bem como de uma cultura ou trajetória política diversa: o país não alcançara o mesmo nível de amadurecimento financeiro das economias europeias centrais, nem compartilhava das angústias e dos rancores históricos que marcaram a conjuntura do Velho Continente.

Enquanto Grã-Bretanha, França e Alemanha, nações exportadoras de liquidez para o restante do mundo, possuíam suas próprias elites financeira e bancária, o Brasil manteve-se refém dos fluxos de capitais estrangeiros, tanto no setor privado quanto a nível de governo.¹⁸² Conseqüentemente, em uma economia retardatária as respostas possíveis, a capacidade de reação ou um esforço financeiro sistemático e sustentado em face de qualquer ameaça externa estavam limitados ao campo da retórica e da legislação simbólica.

Outro não foi o caso do *Brasilianische Bank für Deutschland*.¹⁸³ A partir de suas filiais no Rio de Janeiro, São Paulo, Santos, Porto Alegre e Salvador, o banco financiava o comércio,

¹⁷⁹ MIGUEL, Antonio de. La defensa del patrimonio nacional. *El Diario Palentino*: defensor de los intereses de la capital y la provincia. El más antiguo y de mayor circulación, Madrid, año LI, n. 14.502, p. 1, 4 de mar. de 1932.

¹⁸⁰ Segundo Bureau, o capital da instituição era composto à época por 182.500 ações de 1.000 francos, distribuídas sob a forma nominativa, permitindo ao *Conseil de Régence* conhecer os nomes, sobrenomes, endereço e profissão dos acionistas. Ver: BUREAU, Op. cit., 1929, pp. 4-5.

¹⁸¹ LOVE, Joseph LeRoy. O Rio Grande do Sul como fator de instabilidade na República Velha. In: FAUSTO, Boris (Org.). *História geral da civilização brasileira*. Tomo III - O Brasil Republicano. Volume 8 – Estrutura de poder e economia (1889 - 1930). Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 2006. p. 120.

¹⁸² CASSIS, Youssef. Financial elites in three european centres: London, Paris, Berlin, 1880s-1930s. *Business History*, v. 33, n. 3, pp. 53-71, 1991. pp. 53-56; ABREU, Marcelo de Paiva. O Brasil e a economia mundial (1929-1945). In: FAUSTO, Boris (Org.). *História geral da civilização brasileira*. Tomo III - O Brasil Republicano. Volume 11 - Economia e cultura (1930 - 1964). Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 2007. pp. 20-22.

¹⁸³ Fundado em 1887 através de um consórcio entre outros dois bancos com sede em Berlim e Hamburgo, o *Disconto Gesellschaft*, um dos grandes bancos alemães de desconto, e o *Norddeutsche Bank*; ver: MARQUES,

as ferrovias e o governo, bem como os negócios da comunidade alemã no país, além de servir como olhos e ouvidos de suas matrizes estrangeiras.¹⁸⁴ Com a entrada do Brasil na Primeira Guerra, enquanto os Aliados insistiam na liquidação de instituições alemãs, especialmente bancos e seguradoras, o governo brasileiro limitou-se a fiscalizá-las,¹⁸⁵ procedimento estendido às próprias instituições bancárias nacionais logo após o término do conflito.¹⁸⁶ Mesmo quando a opinião pública esteve fortemente voltada contra a Alemanha após o torpedeamento de navios brasileiros, foram poucos os prejuízos efetivamente sofridos por seus investimentos no Brasil em comparação com as perdas e sanções verificadas na Europa e nos Estados Unidos.¹⁸⁷

Levando em conta a magnitude da presença estrangeira no país, sustentar a utilidade do voto plural como um mecanismo contra a desnacionalização seria um contrassenso, e assim o demonstrará o caso paulista. Os bancos estrangeiros, que detinham uma importância marginal no estado em 1887, passariam a concentrar até mais da metade dos depósitos em 1910, atingindo 72,2% desse total em 1920.¹⁸⁸ Nessa altura, o aprofundamento das restrições de crédito ao setor privado e a dificuldade de financiamento do déficit público,¹⁸⁹ mostrariam as reais deficiências do setor bancário e o nível de dependência quanto ao capital externo.

O mesmo cenário se repete na capital da República dos anos 30. Segundo Maria Bárbara Levy, apenas dois dos 15 bancos que ali operavam com câmbio eram nacionais, sendo um daqueles dirigido por estrangeiros.¹⁹⁰ O próprio presidente da Associação Bancária do Rio de

Teresa Cristina de Novaes. Bancos e desenvolvimento econômico: uma revisão das teses de Gerschenkron à luz da Cervejaria Brahma, 1888-1917. *História e Economia*, v. 1, n. 1, pp. 87-119, 2005. p.93.

¹⁸⁴ MARQUES, Op. cit., 2005, p. 93. YOUNG, George F. W. Los bancos alemanes y la inversión directa alemana en América Latina, 1880-1930. In: MARICHAL, Carlos. *Las inversiones extranjeras en América Latina, 1850-1930: nuevos debates y problemas en historia económica comparada*. Cidade do México: El Colegio de México, 1995. p. 108.

¹⁸⁵ Usando da autorização contida no Decreto legislativo n. 3.361, de 26 de outubro de 1917, reconhecendo o estado de guerra, o presidente Wenceslau Braz assina o Decreto n. 12.709, de 9 de novembro daquele mesmo ano, submetendo à fiscalização do governo os bancos alemães com sede no Rio de Janeiro, nomeando-os expressamente: *Allernão Transatlantico, Deutsch Sudamerikanische Bank e Brasilianische Bank für Deutschland*, suas filiais, sucursais ou agencias em qualquer ponto do território da República.

¹⁸⁶ Lei n. 4.182, de 13 de novembro de 1920, regulamentada pelo Decreto n. 14.728, de 16 de março de 1921, lei resultante de emenda do deputado Oscar Soares a projeto de emissão de papel moeda então debatido. Quanto ao decreto, de lavra de Nuno Pinheiro, foi fortemente criticado por banqueiros da época. Cumpre salientar que a regulamentação bancária do Brasil tem início ainda em 1860, quando foi editada a primeira disposição sobre a matéria, a lei n. 1.083, de 22 de agosto, estabelecendo fiscais junto aos bancos emissores. Para mais detalhes: RUSSELL, Op. cit., 1929, pp. 33-36.

¹⁸⁷ MARQUES, Op. cit., 2005, pp.113-114.

¹⁸⁸ SAES, Flávio Azevedo Marques de; SZMRECSÁNYI, Tamás. El papel de los bancos extranjeros en la industrialización inicial de São Paulo. In: MARICHAL, Carlos. *Las inversiones extranjeras en América Latina, 1850-1930: nuevos debates y problemas en historia económica comparada*. Cidade do México: El Colegio de México, 1995. p. 232-238.

¹⁸⁹ FRITSCH, Winston. Apogeu e crise na Primeira República, 1900-1930. In: ABREU, Marcelo de Paiva. *A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. pp. 58-59.

¹⁹⁰ LEVY, Op. cit., 1977, p. 411. As atividades e a influência estrangeira no país durante as primeiras décadas do século XX ocorreram em várias frentes e de forma diversa. O próprio antisemitismo no país foi por elas incentivado, quando editorias na capital invocavam a existência de conspirações promovidas pelos *vorazes e*

Janeiro, Prosper Jean Paternot (1883-1933), era belga e diretor do Banco Ítalo-Belga no Brasil, e também, como vimos, um dos subscritores do projeto que viria a proibir o voto plural e instituir as ações preferenciais no país.

Diante dessa conjuntura, um dos exemplos mais ilustrativos das limitações ao patriotismo financeiro é representado pela atuação dos chamados *money doctors*, especialistas financeiros que buscaram desenvolver e implementar programas de estabilização financeira e monetária após a Grande Guerra. Subordinados aos grandes centros financeiros, esses especialistas não apenas aconselhavam as nações menos desenvolvidas e mais necessitadas, como também vinculavam a concessão de empréstimos à ortodoxia de suas prescrições.¹⁹¹

Foi assim que o Brasil recebeu a missão financeira britânica ao recorrer a um empréstimo de 25 milhões de libras esterlinas aos Rothschild de Londres.¹⁹² Liderada por Edwin Montagu, ela ficou responsável por elaborar uma série de recomendações econômicas ao país, como a adoção de uma política fiscal mais restritiva e com disciplina orçamentária, a redução das despesas públicas e do endividamento externo de estados e municípios, a limitação da política cafeeira e até mesmo a instituição de um Tribunal Ferroviário com representação britânica, influenciando a política federal no setor.¹⁹³

Mas dentre todas as condições impostas para a obtenção do empréstimo, e não foram poucas, destacamos aquela que foi caracterizada como uma forma de assegurar a influência dos banqueiros britânicos sobre a política financeira do país através do domínio que poderiam exercer sobre o Conselho de Administração do Banco do Brasil. O que seria possível graças às mudanças trazidas pela reforma monetária de 1923 e a transferência formal da ingerência sobre a política monetária brasileira para o banco.¹⁹⁴

Para tanto, a Missão Montagu propunha a alienação de metade das participações do governo naquele banco, considerada então apenas mais um ativo público elegível para venda.

sórdidos judeus internacionais, contra quem caberia o governo defender o Brasil sob risco de subverterem o país. Em Porto Alegre, por exemplo, o antissemita Henry Ford promoveria a disseminação do seu livro *O Judeu Internacional*, distribuindo, em 1932, mais de 5.000 exemplares da obra em língua alemã. Sobre o primeiro ponto, ver: Audaciosa iniciativa da Associação Bancária do Rio de Janeiro: um golpe contra os corretores oficiais de fundos públicos. *Correio da Manhã*, Rio de Janeiro, ano 35, n. 12.751, p. 5, 9 de jun. de 1936. Acerca de Henry Ford, ver: WOLFE, Op. cit., 2010. p. 217.

¹⁹¹ MOURÉ, Kenneth. French money doctors, central banks, and politics in the 1920s. In: FLANDREAU, Marc. *Money doctors: the experience of international financial advising 1850–2000*. Londres: Routledge, 2003. p. 138.

¹⁹² Segundo Marc Flandreau, havia uma relação privilegiada entre os Rothschild de Londres e o Brasil desde o Império, estando eles envolvidos em praticamente todos os empréstimos realizados pelo país entre os anos 1880 e 1900. Ver: FLANDREAU, Marc. Crises and punishment: moral hazard and the pre-1914 international financial architecture. In: FLANDREAU, Marc. *Money doctors: the experience of international financial advising 1850–2000*. Londres: Routledge, 2003. p. 34.

¹⁹³ Ver: FRITSCH, Winston. *External constraints on economic policy in Brazil, 1889-1930*. Londres: Macmillan, 1988. pp. 86-89.

¹⁹⁴ FRITSCH, Op. cit., 1988. pp. 90-91.

De forma inesperada, a proposta chegou a ser aceita pelo presidente do banco, Cincinato Braga, pelo ministro da Fazenda, Sampaio Vidal, e pelo presidente da República, Artur Bernardes, sendo irônica e unanimemente rejeitada pelos próprios Rothschild. Para os banqueiros, embora uma independência do banco em relação ao governo fosse desejável, a compra das ações seria uma estratégia impopular no Brasil, podendo mesmo levar a dificuldades no futuro. Nessas condições, afirmaram que seria preferível aliená-las aos próprios nacionais a ter que submeter a instituição à propriedade ou interferência estrangeira.¹⁹⁵

Malgrado esse empréstimo não tenha sido concluído, o alcance das imposições internacionais demonstra a vulnerabilidade do país frente às influências alienígenas e revela a incapacidade da economia brasileira em seguir o mesmo chauvinismo econômico em ascensão no mundo europeu. Aí sim vemos o triunfo da ideia de nação como economia nacional, sem qualquer esperança de retorno à ordem global de 1913.¹⁹⁶ Aí sim concentra-se o debate em torno da *estrangeirização* de ativos e companhias nacionais como um problema essencialmente político e instrumental.¹⁹⁷ Aí sim a *Gilded Age* e os padrões do século XIX haviam, enfim, acabado e em seu lugar, ao invés de integração e liberdade, isolamento e protecionismo.¹⁹⁸

Na Europa, as empresas e, a partir delas, a própria economia e o regime monetário internacional, tornaram-se um assunto cada vez mais interno, local e etnocêntrico. Na Espanha, assim mesmo se resumia: *El coloniaje financiero nos pondría a la altura de cualquier país semisalvaje, o salvaje del todo.*¹⁹⁹

Da mesma forma que nas finanças, a presença estrangeira exerceu grande impacto sobre outros ramos sensíveis da economia doméstica brasileira, algo especialmente notado nos serviços de utilidade pública e de concessões urbanas. Nesse âmbito são várias as companhias e os interesses operando no Brasil das primeiras décadas do século passado, sobretudo em monopólios de iluminação pública, transportes e telefonia. E como exemplo modelo dessa extensa rede de influências, nada mais ilustrativo – seja por seu poder econômico, seja por sua força no meio político brasileiro – que a atuação da Light e seu conjunto de subsidiárias.

Constituída através de capital anglo-americano-canadense e com sede em Toronto, o grupo Light comandou diversos serviços de utilidade pública ao longo do eixo Rio-São Paulo,

¹⁹⁵ FRITSCH, Op. cit., 1988. pp. 90-98.

¹⁹⁶ HOBBSAWM, Eric J. *Nations and nationalism since 1780: programme, myth, reality*. Cambridge: Cambridge University Press, 1992. pp. 131-132.

¹⁹⁷ FELDMAN, Op. cit., 1989. pp. 106-107.

¹⁹⁸ WENGENROTH, Ulrich. História do empreendedorismo: a Alemanha a partir de 1815. In: LANDES, David; MOKYR, Joel; BAUMOL, William. *A origem das corporações: uma visão histórica do empreendedorismo da Mesopotâmia aos dias atuais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. p. 327.

¹⁹⁹ MIGUEL, Antonio de. La defensa del patrimonio nacional. *El Diario Palentino*: defensor de los intereses de la capital y la provincia. El más antiguo y de mayor circulación, Madrid, año LI, n. 14.502, p. 1, 4 de mar. de 1932.

como o fornecimento de gás, transporte, telefonia e energia elétrica, atuando e exercendo influência direta na política nacional. Sobre esse ponto, basta notarmos as denúncias veiculadas contra a companhia canadense, acusada de intervir nas eleições paulistas a partir da formação de verdadeiros currais eleitorais, tanto nos pleitos municipais quanto nas eleições para deputado, senador e presidente do Estado.²⁰⁰ Uma influência que, diga-se de passagem, não se limitou a assuntos de natureza meramente interna.

Alfred Hutt, superintendente da Light no Rio de Janeiro era também o segundo principal agente do serviço secreto britânico, o *Secret Intelligence Service* (SIS) ou MI6, ficando atrás apenas do próprio embaixador.²⁰¹ Hutt, responsável por repassar informações sobre a atuação nazista e soviética no Brasil para a embaixada britânica, participou ativamente na prisão de Luís Carlos Prestes em 1936.

Toda essa dinâmica que as atividades estrangeiras acabaram gerando sobre a vida social brasileira – pelo menos na sua dimensão econômica – não seria completamente extinta ao longo do tempo. Afinal de contas, já na década de 1970, e assim atesta Mario Henrique Simonsen, a concentração de grandes companhias nas mãos do governo e de capitalistas estrangeiros era um dos aspectos do desenvolvimento econômico que mais preocupavam certos analistas e empresários estava justamente. Para o autor, das vinte maiores empresas daquele período, onze delas ainda eram estatais, sete controladas por capitais estrangeiros e apenas duas dirigidas efetivamente por capitais privados nacionais.²⁰²

Como se percebe, uma vez mais, as tentativas de proteção dos interesses internos, sejam eles quais fossem, certamente encontrariam limites diante da realidade nacional. Não por outro motivo é que, a despeito dos discursos nacionalistas durante a primeira metade do século XX, serviços públicos e diversas outras atividades econômicas continuaram a contar com forte presença estrangeira.²⁰³ O próprio Miranda Valverde ressalta esse fato, destacando a inaplicabilidade das normas sobre nacionalização de sociedades anônimas inscritas nas constituições de 1934 e 1937.²⁰⁴ Um discurso que, para além da superfície do real, representaria muito mais uma ocupação de cargos por políticos nacionalistas.²⁰⁵

²⁰⁰ SEGATTO, José Antonio. Relações e conflitos de trabalho na Light de São Paulo. In: SZMRECSÁNYI, Tamás; MARANHÃO, Ricardo. *História de empresas e desenvolvimento econômico*. São Paulo: Hucitec/ABPHE/Edusp/Imprensa Oficial, 2002. pp. 211-213.

²⁰¹ ROSE, R. S.; SCOTT, Gordon D. *Johnny: a vida secreta de um espião*. Rio de Janeiro: Record, 2010. p. 263.

²⁰² SIMONSEN, Mario Henrique. Os desafios do desenvolvimento. In: SIMONSEN, Mario Henrique; CAMPOS, Roberto de Oliveira. *A nova economia brasileira*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1974. p. 205.

²⁰³ MARANHÃO, Ricardo. Estado e capital privado na eletrificação de São Paulo. In: SZMRECSÁNYI, Tamás; MARANHÃO, Ricardo. *História de empresas e desenvolvimento econômico*. São Paulo: Hucitec/ABPHE/Edusp/Imprensa Oficial, 2002. p. 381.

²⁰⁴ VALVERDE, Op. cit., 1959. p. 128; VALVERDE, Op. cit., 1959. p. 381.

²⁰⁵ MARANHÃO, Op. cit., 2002. p. 388.

O mesmo se dirá das barreiras à importação, “menos determinadas pelo nacionalismo do que por um clientelismo difundido”,²⁰⁶ ou ainda das disputas pelas concessões de serviços de utilidade pública. Nesse último caso, e sob um nacionalismo de conveniência, grandes empresários brasileiros atacavam direitos de exclusividade de grupos empresariais como os da Rio Light, revestindo as suas pretensões com roupagens nacionalistas e jogando com esses sentimentos ao empregarem campanhas na imprensa brasileira contra os estrangeiros.²⁰⁷

Por fim, em um contexto de quase paralisação da entrada de capitais em 1932, quando já não restava fundos para quase nada no país, até mesmo o envio da delegação brasileira às Olimpíadas de Los Angeles teve de ser custeado à base das sacas de café.²⁰⁸ Daí as justificativas apresentadas em junho daquele mesmo ano para se proibir o voto plural. Segundo a exposição de motivos apresentada pelo ministro interino da Justiça – Francisco Campos – acompanhando nesse aspecto o pensamento doutrinário nacional, a legalização do voto plúrimo em um ambiente de escassez financeira seria ainda mais nociva para a economia do país, que tanto necessitava, *a todo custo*, estimular o influxo desses recursos.²⁰⁹ Ora, quase uma década após sua vedação, os capitais continuaram escassos e o sistema financeiro incompleto; deficiente em organizações bancárias aptas a fornecer créditos de longo prazo e com um mercado de valores mobiliários sem qualquer capacidade de financiar adequadamente as companhias.²¹⁰

4. A concentração acionária como problema

Como vimos, nas primeiras décadas do século XX e em todas as jurisdições onde o voto plural foi acolhido, as justificativas para a sua adoção estiveram amparadas em dois pressupostos básicos. Por um lado, recorria-se ao argumento da proteção à indústria e aos ativos nacionais contra a *estrangeirização* (*Überfremdung*); por outro, buscava-se equacionar interesses econômicos e protecionistas através da estabilização interna do poder de comando.²¹¹

²⁰⁶ DEAN, Warren. A industrialização durante a República Velha. In: FAUSTO, Boris (Org.). *História geral da civilização brasileira*. Tomo III - O Brasil Republicano. Volume 8 – Estrutura de poder e economia (1889 - 1930). Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 2006. p. 120.

²⁰⁷ BOONE, Christopher G. Streetcars and politics in Rio de Janeiro: private enterprise versus municipal government in the provision of mass transit, 1903–1920. *Journal of Latin American Studies*, v. 27, n. 2, pp. 343-365, May 1995; SINGER, Paul. O Brasil no contexto do capitalismo internacional, 1889-1930. In: FAUSTO, Boris (Org.). *História geral da civilização brasileira*. Tomo III - O Brasil Republicano. Volume 8 – Estrutura de poder e economia (1889 - 1930). Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 2006. p. 416.

²⁰⁸ BAER, Werner. *A economia brasileira*. São Paulo: Nobel, 2003. p. 54; PETRIK, Tiago. *1932: uma aventura olímpica na terra do cinema*. Rio de Janeiro: TPK Livros, 2008. p.33.

²⁰⁹ CAMPOS, Op. cit., ano 105, n. 144, pp. 3-4, 18 de junho de 1932.

²¹⁰ Vide: *Diário Carioca*, Rio de Janeiro, ano 17, n. 5.041, p. 4, 19 de novembro de 1944.

²¹¹ FELDMAN, Op. cit., 1989. p. 96; CORMIER, Op. cit., 1932, p.131. ROSSET, Op. cit., 1929, pp. 9-10.

No contexto brasileiro, enquanto o primeiro argumento era claramente inviável, pois dependente a economia nacional de capitais estrangeiros, o segundo parecia desnecessário, dada a natureza familiar e concentrada da propriedade acionária. Não por outra razão, desde o momento em que o voto plural passa a integrar o debate entre nacionais, a concentração de poder prevalecte no interior das companhias brasileiras é logo invocada como um fator a dispensar a introdução dessa mudança.

Surgido após 1890, quando o volume de títulos públicos negociados na capital da República supera o volume total de ações,²¹² o novo padrão concentracionário instituiu o controle em torno de famílias com grandes blocos de ações, cujos membros passaram a ocupar a maioria dos cargos de gestão nas companhias. Daí se dizer não serem as sociedades anônimas brasileiras — ao contrário das inglesas, americanas ou francesas — verdadeiras associações de capitais, livremente transferíveis, mas simples sociedades de pessoas, de famílias ou de amigos, adotando a forma do anonimato por simples comodidade dos interessados.²¹³ De fato, mesmo com a exigência legal de no mínimo sete pessoas²¹⁴ para a constituição de uma companhia, não raro surgiam os chamados *subscritores de favor*, *testas de ferro* ou *figuras de palha* (*hommes depaille*), concentrando-se as ações em torno de dois ou três acionistas.²¹⁵

Estabelecendo um círculo vicioso, essa concentração foi reforçada pela queda persistente no volume de ações negociadas na bolsa da capital, então a maior do país, passando de 40,7% dos títulos em 1910 para apenas 6,5% em 1930.²¹⁶ Dessa forma, questionava – e respondia – o *Jornal do Commercio* sobre as razões pelas quais as empresas recorriam ao crédito bancário ou hipotecário: *porque não têm outro recurso, não havendo, na bolsa de títulos, disponibilidades para empréstimos de amortização lenta e por não ter a lei flexibilidade que permita com facilidade o apelo a novos capitais.*²¹⁷

²¹² MUSACCHIO, Op. cit., set. 2008, p. 470; LEVY, Op. cit., 1977, p. 244.

²¹³ Vide: LEITE, F. J. Teixeira. Valores Mobiliários. *Diario Carioca*, Rio de Janeiro, ano 21, n. 6.219, p. 4, 03 de out. de 1948.

²¹⁴ Necessário aqui ressaltar que o estatuto, a exemplo do contrato social, é firmado entre pessoas que se tornam sócias após a sua regular aprovação. Deste modo, os contraentes adquirem a qualidade de sócios a partir, e não antes, da constituição de um novo centro autônomo de direitos e obrigações que é a sociedade.

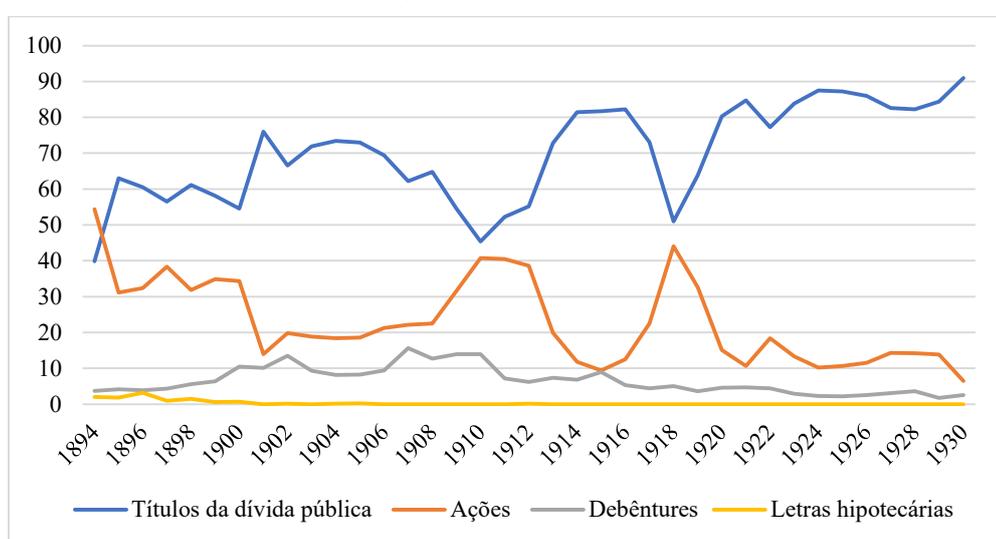
²¹⁵ A fixação de um número mínimo de sete pessoas para a constituição das sociedades anônimas no Brasil foi estabelecida através da Lei n. 3.150, de 1882, regra transposta para o art. 38 do Decreto-lei n. 2.627, de 1940. Segundo Valverde, a estipulação de um número mínimo de acionistas, mesmo que arbitrário, corresponderia à própria natureza das sociedades anônimas. Ao contrário do que dispõe o art. 80 da atual Lei das S/A, o autor do anteprojeto do decreto de 1940 considerava difícil se compreender uma sociedade anônima com apenas dois sócios, afirmando ainda ser *absoluta falta de senso* aquilo que hoje chamamos de subsidiária integral, art. 251 da lei vigente. A sociedade anônima unipessoal permanente, para Valverde, seria uma *monstruosidade jurídica*, uma *anomalia*. Ver: VALVERDE, Op. cit., 1959, pp. 259-261; VALVERDE, Op. cit., 1959, pp. 262-263; LEVY, Op. cit., 1977, p. 444.

²¹⁶ LEVY, Op. cit., 1977, p. 375.

²¹⁷ Gazetilha. As sociedades anonymas e o systema de credito. *Jornal do Commercio*, Rio de Janeiro, ano 103, n. 185, p. 4, 5 de ago. de 1930.

Como aduz Maria Bárbara Levy, a falta de circulação dessas ações acabaria limitando o desenvolvimento das sociedades e restringindo com maior intensidade a titularidade do capital, concentrado em pequenos grupos fechados nos quais *nenhum estranho ousaria aventurar-se*.²¹⁸ Não espanta, portanto, a afirmação sobre a inexistência nessa época de um verdadeiro e consistente mercado de capitais brasileiro,²¹⁹ historicamente dominando por títulos da dívida pública tanto na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ)²²⁰ quanto no movimento global de todas as bolsas do país.²²¹

Gráfico 1 – Volume de títulos negociados na BVRJ (1894-1930)



Fonte: elaboração própria a partir dos dados de LEVY, Op. cit., 1977, pp. 244-375.

²¹⁸ LEVY, Op. cit., 1977, p. 446. No mesmo ano de promulgação da nova lei do anonimato, editorial do jornal *Diario Carioca* afirma que a quase totalidade das sociedades por ações brasileiras ainda era formada por pequenos grupos de capitalistas ou por *sociedades de família*, conforme classificação atribuída ao diretor geral da Fazenda Nacional, Romero Estellita. Ver: *Diario Carioca*, Rio de Janeiro, ano 13, n. 3.692, p. 5, 29 de jun. de 1940; *Diario Carioca*, Rio de Janeiro, ano 14, n. 3.902, p. 14, 08 de mar. de 1941. Ainda segundo o jornal: “A forma anônima foi adotada apenas para facilidade de manejo dos negócios, para restrição das responsabilidades e em certos casos, para permitir a partilha de bens, sem as complicações usuais dos inventários e sem o pagamento dos impostos devidos pela herança. Simples ‘sociedades de família’ é natural que suas ações não sejam negociadas na Bolsa. De outro lado, as debêntures emitidas raramente são destinadas à venda. Elas são entregues, a emissão inteira, a institutos de crédito que emprestam o dinheiro às sociedades emissoras”. Vide: *Diario Carioca*, Rio de Janeiro, ano 14, n. 3.9502, p. 4, 06 de maio de 1941.

²¹⁹ Conforme se dizia à época: “Pensar em levantar capitais por meio de emissão de ações oferecidas à subscrição pública é tão utópica quando imaginar o esvaziamento da Baía de Guanabara utilizando-se do famoso tonel das Danaides”. Cf.: *Diario Carioca*, Rio de Janeiro, ano 14, n. 4.051, p. 4, 31 de ago. de 1941.

²²⁰ A partir de 1895, sob a influência do Encilhamento, o volume de títulos da dívida pública superaria o total de ações negociadas, estabelecendo uma tendência ascendente durante as décadas seguintes. Para termos uma ideia da importância dos títulos públicos na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, basta notarmos que em 1910 esses títulos já representavam 45,4% do volume total de títulos negociados, em 1930 esse percentual salta para 91% daquele total. Ver: LEVY, Op. cit., 1977, p. 375.

²²¹ De acordo com o jornal *Diario Carioca*, o movimento das bolsas brasileiras ascendeu de 373.148 contos de réis em 1929 para 933.526 em 1940. Um crescimento considerável, mas desproporcional. Enquanto os títulos de empresas privadas representavam 30,52% daquele montante em 1929, passaram a representar somente 18,39% do valor transacionado em 1940. Por outro lado, as transações com títulos públicos passaram de 69,48% do total movimentado para 81,61%. Vide: *Diario Carioca*, Rio de Janeiro, ano 14, n. 4.133, p. 14, 05 de dez. de 1941.

É afirmando levar em consideração essa realidade, que o decreto de proibição do voto plural o rejeita e ao mesmo tempo contraria as suas próprias razões.

De acordo com a exposição de motivos apresentada por Francisco Campos, a pluralidade de votos – ao contrário das ações preferenciais – eliminaria o domínio da maioria do capital em favor de uma parcela reduzida e politicamente privilegiada; podendo conduzir a administração dos negócios sociais no sentido do interesse pessoal.²²²

Somando-se a essas desvantagens, sustentou-se que a introdução do novo privilégio traria o inconveniente da expropriação dos prêmios de controle, ou seja, do sobrevalor pago pelo poder de controle enquanto um bem econômico em si mesmo.²²³ Sob esse aspecto, as ações com voto plural representariam, nas palavras do ministro, *um verdadeiro direito de propriedade sobre o patrimônio social*.²²⁴

Ocorre, porém, algo contraditório. O mesmo discurso que é então dirigido à vedação do voto plural poderia ser igualmente aplicado às louvadas ações preferenciais, gerando um dos maiores e mais persistentes disparates da legislação societária brasileira. Basta notarmos que a partir desse momento as companhias nacionais passariam por um processo contínuo de concentração dos direitos de controle justamente devido à introdução das preferenciais no ordenamento jurídico pátrio.²²⁵ Ao mesmo tempo, o Brasil tornou-se um dos países com os mais altos benefícios privados do controle, extraídos das companhias em relação ao somatório dos fluxos de caixa gerados e em detrimento dos seus acionistas não controladores.²²⁶

Segundo o clássico estudo de Alexander Dyck e Luigi Zingales, em um universo de 412 operações de compra e venda de controle acionário realizadas em 39 países entre 1990 e 2000, o Brasil concentraria as empresas com os maiores benefícios privados do controle daquela amostra, atingindo 65% do valor acionário perante um mínimo de -4% no Japão e uma média de 14% acima do *equity value*. Conforme apontam os autores, quanto maior o valor das ações

²²² CAMPOS, Op. cit., ano 105, n. 144, pp. 3-4, 18 de jun. de 1932.

²²³ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle da sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 143.

²²⁴ CAMPOS, Op. cit., ano 105, n. 144, pp. 3-4, 18 de jun. de 1932.

²²⁵ MUSACCHIO, Op. cit., set. 2008, pp. 469-472.

²²⁶ Consideramos aqui as anotações de Bebchuk, Kraakman e Triantis, segundo as quais a riqueza total do acionista controlador pode ser definida por $\alpha(V - B) + B$, em que α representa a fração dos direitos de fluxo de caixa detidos pelo acionista controlador; V é o valor total dos fluxos de caixa gerados pela companhia; e B diz respeito aos benefícios privados do controle. Nesse sentido, podemos constatar que à medida em que α diminui, a extração de benefícios privados torna-se patrimonialmente mais vantajosa para o controlador, mesmo com a destruição de valor patrimonial que poderia ser direcionado ao conjunto de acionistas. Em outras palavras, quanto maior a fração representativa dos fluxos de caixa que o controlador tem direito, α , mais a sua riqueza estará vinculada ao valor total dos fluxos de caixa, V . *Vide*: BEBCHUK, Lucian Arye; KRAAKMAN, Reinier; TRIANTIS, George G. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights. *In*: MORCK, Randall K. *Concentrated corporate ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 2000. pp. 295-315.

integrantes do bloco de controle, maior seria a capacidade de extração de benefícios privados por parte do acionista controlador.²²⁷

Nesse mesmo sentido, mas utilizando metodologia diversa, Tatiana Nenova registra que os acionistas controladores brasileiros se apropriam, em média, de cerca de 23% do valor das companhias. Segundo a autora, as dimensões legal e regulatória (*law enforcement, investor protection, takeover regulations, e corporate charter provisions*) seriam responsáveis por explicar, em conjunto, até 68% da diferença de valor dos blocos de controle, revelando a importância do arcabouço jurídico na contenção dos benefícios privados.²²⁸

Cumpra aqui reforçar que o decreto de 1932 não fixara qualquer limite para a composição acionária do capital, resultando justamente no cenário que se buscou evitar com a proibição do voto plural, qual seja, a alocação do poder de controle a uma minoria dos aportes. Por esta razão, relata Valverde, após a edição do decreto surgiriam companhias com estruturas de capital compostas por até 90% de ações preferenciais sem qualquer direito de voto.²²⁹

Essa ausência de restrições na composição acionária do capital seria alterada com a nova legislação societária, a partir da qual a emissão de ações preferenciais sem direito de voto seria limitada à metade do *capital da companhia*. Regra logo excepcionada pelos decretos 4.480/1942, e 6.464/1944, e pelas diversas legislações subsequentes relativas à concessão de incentivos fiscais.²³⁰ Ainda assim, a limitação introduzida com o decreto de 1940 (art. 9º, parágrafo único) excluiria do poder qualquer reunião de capitais logo abaixo de 25% dos investimentos realizados, limite este que deixou de existir no regime societário atual.

5. Sobre a familiaridade histórica das ações preferenciais na realidade brasileira

Muito embora a vedação ao voto plural de 1932 tenha sido levada por inércia às leis do anonimato de 1940 e 1976, é importante considerarmos como ela se situa no seu tempo, testando os argumentos que a sustentaram naquele momento e as razões pelas quais, paradoxalmente, as ações preferenciais foram acolhidas. Ocorrendo este debate em um quadro econômico, político e social particulares, inclusive quanto ao ambiente europeu, sua análise resta imprescindível para melhor avaliarmos as escolhas legislativas que foram tomadas.

²²⁷ Veja-se: DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. *The Journal of Finance*, v. 59, n. 2, pp. 537-600, abr. 2004.

²²⁸ O estudo de Nenova contou com uma amostra de 661 companhias com com desigualdade de votos (*dual class firms*) em 18 países, tomando como base o ano de 1997. Ver: NENOVA, Tatiana. The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 68, n. 3, pp. 325-351, 2003.

²²⁹ VALVERDE, Op. cit., 1959, pp. 133-134.

²³⁰ COMPARATO, Op. cit., 2014. p. 158.

Em primeiro lugar devemos reconhecer que, ao contrário das ações de voto plural, havia no Brasil uma familiaridade histórica com o instituto das ações preferencias. Mesmo elas não sendo expressamente previstas na legislação e nem sido utilizadas em larga escala, já havia referência ao instituto muito antes de o voto plural ser considerado uma pauta concreta de debate ou arranjo de poder nas sociedades comerciais.

O ponto de partida para essa mudança pode ser buscado ainda no Segundo Reinado (1840-1889) – *o paraíso dos comerciantes*.²³¹ Um momento de implantação do liberalismo em quase toda a sua inteireza²³² e no qual, mesmo que de maneira imprecisa, começaram a surgir referências a ações preferenciais, de preferência ou privilegiadas. Em meio a lacunas legislativas, ao lado de deficiências em matéria de fiscalização e controle na constituição de companhias, verificamos uma imprecisão generalizada na utilização daqueles termos em estatutos sociais, balanços e até mesmo nos decretos imperiais.

É nesse sentido que já em 1870 se noticia o reforço de capital da Companhia Estrada de Ferro do Recife ao São Francisco através daquilo que se denominava ações de preferência, tomadas neste caso como um sinônimo para debêntures.²³³ Não se tratava propriamente das modernas ações preferenciais, frações do capital social a atribuírem qualidade de sócio aos seus titulares, mas de títulos de dívida que conferiam direito a juros ao invés de dividendos.²³⁴ Aliás, mesmo hoje se destaca a semelhança entre os dois institutos, muitas vezes considerados como um híbrido entre investimento e dívida,²³⁵ especialmente quando a remuneração das debêntures

²³¹ Conforme anota ironicamente Raymundo Faoro. Ver: FAORO, Raymundo. *Os donos do poder: formação do patronato político brasileiro*. São Paulo: Globo, 2012. pp. 457-500.

²³² CARVALHO, Op. cit., 2019, pp. 41.

²³³ Conforme *Diário do Rio de Janeiro*, Rio de Janeiro, ano 53, n. 42, p. 3, 11 de fev. de 1870. Fazendo referência a um empréstimo tomado pela companhia da Estrada de Ferro São Paulo e Rio de Janeiro, o Almanaque Laemmert de 1877 relata a emissão de *obrigações ou ações de preferencia (debentures)*, fazendo a mesma confusão, vide: *Almanak Administrativo, Mercantil e Industrial do Rio de Janeiro*, Rio de Janeiro, n. 34, p. 125, 1877. Para a companhia Carris Urbanos de Nictheroy falava-se em amortização de *ações de preferencia (debentures)*, conforme o *Diário de Notícias*, Rio de Janeiro, ano 2, n. 211, p. 2, 3 de jan. de 1886. A Companhia de Fiação e Tecidos de Pernambuco também tratava como sinônimos os termos ações preferenciais e debêntures. Conforme lembra Miranda Valverde, o termo debênture aparecerá pela primeira vez no direito brasileiro com o Decreto n. 8.821, de 1882, importado do inglês como um sinônimo para obrigação ao portador e cuja utilização no próprio país de origem não designaria uma única espécie de título de crédito, não sendo, portanto, *a technical term*. Cf.: VALVERDE, Op. cit., 1959a, pp. 158-159. Até a promulgação daquela norma, a Lei n. 1.083, de 1860, condicionava expressamente à autorização do Legislativo a emissão de notas, bilhetes, vales, papel ou títulos ao portador ou com o nome em branco, sob pena de multa. Daí a necessidade de um novo decreto a cada captação.

²³⁴ Sobre debêntures no direito brasileiro podem ver-se BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005; AMARAL, José Romeu do. *Regime jurídico das debêntures*. São Paulo: Almedina, 2016.

²³⁵ “In commercial terms, preference shares are a hybrid security, akin to debt in the sense that the return is usually fixed or capped, but, as a share, they are still subject to the company law rules on share capital” (FERRAN, Eilís; HO, Look Chan. *Principles of corporate finance law*. Oxford: Oxford University Press, 2014. pp. 132-138). Ver também: SZTAJN, Rachel. *Sistema financeiro: entre estabilidade e risco*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 115.

vincula-se tão somente a uma participação nos lucros e o seu prazo de vencimento for indefinido, sendo aí consideradas como quase-*equity*.²³⁶

Os decretos imperiais seguiriam essa mesma imprecisão e autorizavam a constituição de empréstimos sob a rubrica de ações preferenciais,²³⁷ usando uma nomenclatura que nem sempre é clara o suficiente, nem mesmo para os padrões da época.

É este o caso da discordância de alguns acionistas em relação à companhia Estrada de Ferro Macahé e Santos, cuja diretoria buscou alterar os seus estatutos, introduzindo ações preferenciais que mesclavam a natureza moderna de efetiva participação social com elementos típicos de dívida.²³⁸ Conforme abaixo-assinado de acionistas dirigido ao Imperador, aquela seria uma inovação não permitida pela lei brasileira, não se sabendo ao certo se os eventuais titulares daquelas ações seriam ou tornar-se-iam acionistas da companhia.²³⁹

Ainda perante esse quadro de insegurança jurídica, os estatutos da Companhia de Tecidos Paulista preveem, já em 1891, a possibilidade de emissão de ações preferenciais com a finalidade de reforço e elevação do seu capital social.²⁴⁰ Uma necessidade reafirmada menos de um ano depois no primeiro relatório da diretoria.²⁴¹ Nesta ocasião, o presidente da assembleia geral sugere a criação de uma nova classe de acionistas através do uso de ações preferencias, ao invés de obrigações, cabendo a essas novas ações preferencias um dividendo fixo e prioritário em relação às demais. Ressaltava-se, por outro lado, não ser esse um mecanismo conhecido e praticado no Brasil como o era na Inglaterra, o que acabou gerando receio no presidente da assembleia quanto à possibilidade de aprovação do novo instituto.²⁴²

²³⁶ SOLEDADE, Durval. Debêntures – um excelente instrumento financeiro. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor. *Temas de direito bancário e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 260.

²³⁷ Assim é o Decreto n. 5714, de 19 de agosto de 1874, concedendo à companhia de Trilhos Urbanos do Recife à Olinda e Beberibe a autorização para contrair um empréstimo de 200:000\$000, sob o título de *ações preferenciaes*, com juros certos e pagáveis em épocas determinadas. De acordo com a demonstração da conta de lucos e perdas da companhia em 30 de junho de 1893, houve distribuição de dividendos aos acionistas bem como o pagamento de juros a debêntures e ações preferenciais, agora entendidas como títulos distintos, resgatáveis e registrados no balanço em contas separadas, diferentes da conta de capital. Veja: *Diário de Pernambuco*, Pernambuco, ano 70, n. 124, p. 4, 3 de jun. de 1894.

²³⁸ Segundo o art. 28 do projeto, as ações preferenciais representariam um débito, o que aproximaria seus titulares de meros credores, ao passo que os arts. 13 e 17 lhes atribuía faculdade eleitoral ativa e passiva na assembleia geral, o que os aproximava de acionistas. Veja: Decreto n. 6.534, de 30 de março de 1877.

²³⁹ Conforme abaixo assinado de acionistas e credores dirigido ao Imperador para que este procedesse à impugnação da reforma dos estatutos da companhia, vide publicação no *Jornal do Commercio*, Rio de Janeiro, ano 56, n. 123, p. 3, 4 de maio de 1877.

²⁴⁰ Consoante art.5, §1º, dos estatutos de 13 de junho de 1891: *O capital social poderá ser elevado para augmento e desenvolvimento da Companhia, por novas ações ou ações preferenciaes com autorisação da assembléa geral*. Cf.: *Jornal de Recife*, Pernambuco, ano 34, n. 155, p.3, 12 de jul. de 1891.

²⁴¹ *Jornal de Recife*, Pernambuco, ano 35, n. 69, p. 2, 25 de mar. de 1892.

²⁴² Conforme ata da segunda sessão da assembleia geral realizada em 27 de março de 1892. *Vide: Jornal de Recife*, Pernambuco, ano 36, n. 73, p. 3, 2 de abr. de 1893. A regulamentação estatutária das ações da companhia será efetivada em 1911, quando a assembleia geral decide por um novo aumento de capital a partir de ações preferenciais nominativas com dividendo fixo e cumulável de 10% sobre o seu valor nominal. Esse dividendo seria

Nesse mesmo sentido, uma série de pareceres emitidos por advogados e juristas buscarão dirimir as dúvidas existentes quanto à legalidade da criação de ações preferencias por outras sociedades. São estas as manifestações de Visconde de Ouro Preto (1898), Rui Barbosa (1899),²⁴³ e Manoel Gonzaga (1902).²⁴⁴

De toda sorte, e a despeito das incertezas da época quanto às ações preferenciais, bem como das dificuldades atuais em rastreamos a sua efetiva utilização, o certo é que elas já eram de há muito empregadas por sociedades estrangeiras atuantes no Brasil.²⁴⁵ Outra não era a realidade das empresas do grupo de Percival Farquhar, alvo de críticas nos jornais da capital federal, dentre outras razões, justamente por empregar essa espécie acionária.²⁴⁶

Reforçando a ocorrência de grandes incertezas, o *Jornal do Commercio* (RJ) apontava *que em muitas companhias do Brasil, as debêntures funcionam como ações preferenciais e entram no cálculo do capital. Acrescentando que as exigências gerais não se contentam com as debêntures e é preciso criar o instituto das preferenciais, que é mais flexível, cômodo e variado.*²⁴⁷

Para as companhias brasileiras, a confusão permanecia. Faltava a elas o importante requisito weberiano para o bom funcionamento das economias e conformação dos mercados. Ou seja, a presença de um substrato normativo *calculável* segundo regras racionais, baseado

pago preferencialmente em relação às ordinárias, preteridas também na restrição de valores no caso de liquidação, ver: *A Província*: Órgão do Partido Liberal, Pernambuco, ano 34, n. 343, p.2, 12 de dez. de 1911.

²⁴³ Os pareceres em questão são o resultado de consulta dirigida pelo advogado e diretor da Companhia dos Fazendeiros de São Paulo, em fins de 1898, a Visconde de Ouro Preto, chefe do gabinete liberal de 7 de junho de 1889, e ao conselheiro Rui Barbosa. A esta altura, e sem que houvesse uma regulação expressa, as preferências da referida companhia integrariam 2/3 do seu capital total de três mil contos de réis, às quais se somariam as ações ordinárias ou comuns. LEME, Op. cit., 1933, pp. 39-41.

²⁴⁴ Advogado do Banco Rural, Manoel Gonzaga responde afirmativamente, em parecer de 18 de dezembro de 1892, pela possibilidade de aumento de capital através de ações preferenciais com privilégios sobre os lucros e no reembolso do capital investido. Seriam elas emitidas em pagamento aos credores do banco, dando direito a um juro fixo mesmo que não houvesse dividendos a distribuir, o que animaria os acionistas a subscreverem as ações dado que o capital fornecido não ficaria inerte. Ver: GONZAGA, Manoel J. Parecer. *Jornal do Commercio*, Rio de Janeiro, ano 83, n. 164, p. 4, 14 de jun. de 1903.

²⁴⁵ São exemplos de companhias londrinas que utilizavam ações preferencias a São Paulo Railway Company; São Paulo Gaz Company; Leopoldina Railway Company; Brazil Warrant Company; Brazilian Railway Company; The Great Western of Brasil Railway Company; The Port of Rio de Janeiro Corporation e Manáos Markets and Slaughterhouse. Da mesma forma, companhias belgas como o Banque Belge de Prêts Fonciers, com sede em Antuérpia e filial na capital federal; Companhia de Viação Ferrea Fluvial do Tocantins e Araguaya; Compagnie d'Eclairage de Bahia; e a Sociedade Anônima do Gaz do Rio de Janeiro.

²⁴⁶ FARIA, Alberto de. Não trust, mas trusts. *A Notícia*, Rio de Janeiro, n. 314, p. 3, 31 de dez. de 1912. Questionava o autor do artigo: “Pergunto aos advogados da Light: a lei brasileira admite acções beneficiarias, acções preferenciaes, debentures com garantia exclusiva de titulos? A Brazilian Traction, a Brazil Railway, o Port of Pará, todas as empresas Farquhar, têm ou não têm essas diferenças radicais, e outras muitas?”. No caso da *Brazilian Traction, Light and Power Compay*, seu capital era constituído por 1.200.000 ações das quais 500.000 preferenciais com dividendos não cumulativos e 700.000 ações ordinárias. Já o capital da *Brazil Railway* era composto por 500.000 ações, 20.000 ações preferenciais com dividendo fixo, não cumulativo, e 30.000 ações ordinárias.

²⁴⁷ *Jornal do Commercio*, Rio de Janeiro, ano 103, n. 242, p. 2, 10 de out. de 1930.

em certa ordem jurídica que, embora dispensável sob o ponto de vista estritamente teórico ou conceitual, torna-se fundamental para os sistemas econômicos modernos, neles desenvolvendo-se *in the frame of a public legal order*.²⁴⁸ Daí também dizer José Alexandre Tavares Guerreiro que “a estrutura e o funcionamento da sociedade anônima somente fazem sentido sob a ótica de um ordenamento jurídico racional e à base do formalismo jurídico que assegure ou propicie a previsibilidade e o cálculo de decisões esperáveis”.²⁴⁹

Podemos, desse modo, concluir que, a despeito de estruturadas em bases confusas e muitas vezes contraditórias, as ações preferenciais já gozavam de certa familiaridade no contexto societário brasileiro muito antes de se falar em voto plural. Seja através das companhias estrangeiras que atuavam no país, seja pelas tentativas de se instituir em sociedades nacionais, as ações preferenciais, senão como prática, ao menos como ideia, já existiam e eram conhecidas desde o Segundo Reinado (1840-1889). Conhecimento esse que, mesmo imperfeito, pode certamente ser apontado como uma das razões pelas quais elas seriam formalmente adotadas em 1932, em detrimento das ações com voto plural.

Proibido expressamente a partir daí, já o sabia parte da doutrina brasileira não ser esta a última palavra sobre o assunto. Mesmo porque, conforme acrescentou à época Ernesto Leme, *agora é que estamos balbuciando a primeira palavra*.²⁵⁰ Pois bem, passado quase um século daquela vedação e mesmo em meio a críticas recentes,²⁵¹ a MPV n. 1.040, de 2021 – após emenda que lhe deu o deputado Marco Bertaiolli (PSD/SP) e assim convertida na Lei Ordinária n. 14.195/2021²⁵² – veio a consagrar o regime privilegiado de voto no Brasil com um multiplicador máximo de dez votos por ação e uma duração máxima de sete anos de vigência (prorrogáveis). É sobre essa inovação, suas restrições, benefícios e deficiências que iremos agora dissertar.

²⁴⁸ WEBER, Op. cit., 1978. pp. 336-337.

²⁴⁹ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade anônima: poder e dominação. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 23, n. 53, pp. 72-80, jan./mar. 1984. p. 72.

²⁵⁰ LEME, Op. cit., 1933. p. 43-44.

²⁵¹ Para Carvalhosa, por exemplo, em crítica ao Projeto de Lei n. 10.736/2018, de autoria do deputado Carlos Bezerra (MDB/MT), embora alguns setores da economia nacional pudessem se beneficiar do instituto, como seria o caso das *startups*, conclui que o mercado brasileiro – *carente de credibilidade* – ainda não estaria “preparado para assimilar o voto plural em toda a sua extensão”. Cf. CARVALHOSA, Modesto. Voto plural: evolução ou retrocesso? In: MARTINS, Alexandre de Soveral et al. *Diálogos com Coutinho de Abreu: estudos oferecidos no aniversário do professor*. Coimbra: Almedina, 2020. p. 712.

²⁵² O texto apresentado pelo deputado Bertaiolli reproduziu parcialmente a proposta elaborada em 2020 pela Iniciativa de Mercado de Capitais (IMK), coordenado pelo Ministério da Economia, com a participação de diversas entidades do setor público e privado, entre elas a B3, o IBGC e a Abrasca.

CAPÍTULO II

O EXERCÍCIO DO PODER DE CONTROLE NA SOCIEDADE ANÔNIMA: O *QUEM, O PARA QUEM E O COMO*

*Les affaires, c'est bien simple,
c'est l'argent des autres.*²⁵³

(Alexandre Dumas)

1. A centralidade do acionista controlador na Lei das S/A

A sociedade anônima, enquanto centro autônomo de interesses e como qualquer outro tipo de organização social ou sistema complexo, enfrenta o desafio de elaborar a sua própria estratégia de agregação de preferências individuais, buscando, dentre as várias abordagens possíveis, aquela que melhor se adeque às suas especificidades.²⁵⁴ Ao mesmo tempo, quando vista a partir da sua capacidade de querer e de agir, essa busca adquire contornos especiais, uma vez que a formação e a expressão da vontade societária está essencialmente vinculada a um nexó de organicidade.²⁵⁵ Ou seja, o querer e o agir societários exteriorizam-se e ganham forma mediante pessoas naturais, agentes titulares dos órgãos de administração que compõe a pessoa jurídica. Como preconiza Herbert Wiedemann, dado que uma associação de pessoas, como tal, não é capaz de manifestar a sua própria vontade nem de exercer os seus próprios direitos, tanto a tomada de decisão interna quanto a sua execução ou implementação exterior ensejam uma certa ordem. Dessa forma, se todos os sócios não deliberam por unanimidade, nem atuam em conjunto, deve-se determinar *quem* será responsável ou competente por *quais* questões, *como* as deliberações serão tomadas e *por quem* elas serão executadas.²⁵⁶

Conforme Kenneth Arrow, as duas formas básicas através das quais as estratégias de agregação de preferências podem ser traçadas abrangem as ideias básicas de consenso e autoridade. Dois modelos distinguíveis entre si com base no perfil informacional e de interesse

²⁵³ DUMAS, Alexandre. *La question d'argent*: comédie en cinq actes, en prose. Paris: Charlieu, 1857. p. 65.

²⁵⁴ Para uma análise geral sobre as várias formas de se basear a preferência social nas preferências dos membros de uma sociedade, ver: SEM, Amartya. *Collective choice and social welfare*. Cambridge: Harvard University Press, 2017. pp. 250-265.

²⁵⁵ Cf. ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso de Direito Comercial: das sociedades*. Coimbra: Almedina, 2019. pp. 201-202.

²⁵⁶ WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht: ein Lehrbuch des Unternehmens – und Verbandsrechts*. Band 1 – Grundlagen. München: Beck, 1980. p. 17.

das partes envolvidas.²⁵⁷ Enquanto o consenso ou a unanimidade seriam mais eficientes em organizações cujos membros possuam interesses e informações idênticas, o mecanismo de autoridade representaria uma alternativa quando esses mesmos elementos passam a divergir um do outro, levando ao abandono de decisões conjuntas em prol da centralização das ações e da busca por mais economia na transmissão e no manuseio das informações.²⁵⁸ Em síntese, quando os interesses ou as informações dos tomadores de decisão diferem entre si, aumentam-se os custos para se alcançar o consenso, tornando mais ágil, barato e eficiente direcionar todas as informações a um único centro responsável pela decisão coletiva.

Na grande companhia, a transposição desse modelo resulta inevitavelmente²⁵⁹ numa estrutura de tomada de decisão social baseada na autoridade, instituindo um poder hierárquico responsável por expressar a vontade da companhia através do seu centro decisório.²⁶⁰ Perante uma vocação à multiplicidade de acionistas²⁶¹ e o alto grau de disparidade em informações e interesses,²⁶² a convergência do poder de ação no âmbito societário é direcionada a um único ponto, interno ou externo à sociedade,²⁶³ transformando o conselho de administração,²⁶⁴ a maioria em assembleia,²⁶⁵ ou, acrescentamos nós, o próprio acionista ou grupo controlador, em instância decisória cuja autoridade vincula as demais partes constituintes. Por conseguinte, é fazendo uso dessa estrutura hierarquizada de governo, cujo acionista controlador é órgão autônomo e central,²⁶⁶ que *informações e interesses* ganham forma e passam a existir.

²⁵⁷ ARROW, Kenneth J. *The limits of organization*. New York: W. W. Norton & Company, 1974. pp. 63-79.

²⁵⁸ ARROW, Op. cit., 1974. pp. 69-70.

²⁵⁹ Sobre a inevitabilidade dessa adoção, ver: BAINBRIDGE, Stephen M. Director primacy in corporate takeovers: preliminary reflections. *Stanford Law Review*, v. 55, n. 3, pp. 791-818, 2002. pp. 799-800; BAINBRIDGE, Stephen M. Why a board? Group decisionmaking in corporate governance. *Vanderbilt Law Review*, v. 55, n. 1, pp. 1-55, jan. 2002. pp. 3-5; MAIA, Pedro. *Voto e corporate governance: um novo paradigma para a sociedade anônima*. Coimbra: Almedina, 2019. pp. 174-175.

²⁶⁰ COMPARATO, SALOMÃO FILHO, Op. cit., 2014. p. 453.

²⁶¹ Seguimos aqui de perto Comparato, para quem a delegação administrativa dos bens sociais e, consequentemente, a concentração do poder de gestão em um pequeno grupo, decorreria da vocação da sociedade anônima à multiplicidade de acionistas, ou interessados. Ver: COMPARATO, Fábio Konder. *Ensaio e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978. p. 103.

²⁶² DOOLEY, Michael P. Two models of corporate governance. *The Business Law*, v. 47, n. 2, pp. 461-527, 1992. p. 467. Segundo Bainbridge, cabe ao professor Michael Dooley o crédito pela aplicação pioneira do trabalho de Arrow à governança corporativa das sociedades, ver: BAINBRIDGE, Op. cit., 2002. p. 799, nota 46.

²⁶³ ANTUNES, José A. Engrácia. *Os grupos de sociedades: estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária*. Coimbra: Almedina, 2002. pp. 129-132.

²⁶⁴ BAINBRIDGE, Op. cit., 2002. p. 805.

²⁶⁵ Conforme Pedro Maia, o princípio majoritário converte a maioria em autoridade capaz de ultrapassar a imobilidade do consenso, cabendo a ela o poder de tomar decisões. Ver: MAIA, Op. cit., 2019. p. 175.

²⁶⁶ Nas palavras de Eduardo Secchi Munhoz, “[o] acionista controlador, diferentemente do que ocorre em relação aos demais acionistas, integra-se na estrutura de governo da companhia, situando-se no ápice de sua pirâmide hierárquica”. Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. Estrutura de governo dos grupos societário *de fato* na lei brasileira: acionista controlador, administradores e interesse do grupo. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. *Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. pp. 284-285.

A nível informacional, conquanto os órgãos administrativos e de fiscalização desempenhem papéis específicos no regime do anonimato brasileiro, é justamente mediante a influência e sobreposição do acionista controlador sobre estes órgãos formais que o poder de controle se conforma e manifesta.²⁶⁷ Em última análise, significa isso dizer que as mais diversas formas de produção, coleta, análise e divulgação das informações estarão direta ou indiretamente sujeitas à sua esfera de influência. O próprio dever de reserva exigido aos administradores (art. 155), limitador da natureza e do alcance das informações acessadas pelos demais acionistas,²⁶⁸ não chega a impedir da mesma forma este acesso por parte do controlador²⁶⁹ – ainda mais se considerado em face das cláusulas gerais de uso do poder de controle com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social (art. 116, § único). Não por acaso, emana deste dispositivo a imposição de um dever ativo por parte do acionista dominante, sob pena de sua responsabilização por conduta omissiva e consequente violação aos deveres fiduciários relativos a uma postura leal e diligente.²⁷⁰

Ademais, a partir da Instrução CVM nº 31/84,²⁷¹ a normatização do mercado de capitais promoveu uma verdadeira ampliação do elenco de *corporate insiders* com acesso às informações relevantes não divulgadas. Enquanto a Lei Societária restringia-se a destacar o papel dos administradores, aquela Instrução passou a abarcar de maneira expressa a figura do acionista controlador, buscando suprir a insuficiência da LSA.²⁷²

Foi essa a mesma posição adotada pela Instrução CVM nº 358/02,²⁷³ e é esta a orientação atual da Resolução CVM nº 44/21,²⁷⁴ responsável por substituir o regime anterior de vedações pelo sistema de presunções do §1º, art. 13.²⁷⁵ Conforme a referida norma, ficam estabelecidas:

²⁶⁷ COMPARATO, SALOMÃO FILHO, Op. cit., 2014. p. 163.

²⁶⁸ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial: direito de empresa*. v. 2. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 326.

²⁶⁹ Como refere Luiz Antonio de Sampaio Campos, uma interpretação sistemática da lei acionária brasileira levaria a esta conclusão. Ou seja, da não aplicação do dever de reserva ao acionista controlador, ao contrário dos demais acionistas da companhia. Ver: CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1147. Defendo inexistir qualquer disposição na LSA que determine a prestação de informações diretamente aos acionistas, inclusive controlador, ver: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009. p. 374.

²⁷⁰ PAS CVM nº RJ2005/1443, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 10.05.2006; PAS CVM nº RJ2012/1131, Dir. Rel. Luciana Dias, j. 26.05.2015.

²⁷¹ Vide art. 10 da Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984.

²⁷² MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. (Dissertação). Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2015. pp. 28-30.

²⁷³ Vide art. 13 da Instrução CVM nº 31, de 3 de janeiro de 2002.

²⁷⁴ Uma das razões para a revogação da Instrução CVM nº 358/2002 foi atender ao Decreto nº 10.139/2019 e suas exigências de revisão e consolidação de atos normativos inferiores a decreto. No âmbito da CVM, operou-se uma revogação e revisão de forma, substituindo-se instruções (atos normativos que, sem inovar, orientem a execução das normas vigentes pelos agentes públicos) por resoluções (atos normativos editados por colegiados).

²⁷⁵ Tal sistema já era efetivamente adotado pela CVM, embora não fosse enunciado de forma clara pela antiga norma, havendo então um alinhamento entre a regulamentação atual e a jurisprudência da Autarquia. Conforme

i) presunção de uso da informação, aqui estendida a qualquer pessoa que faça negociação de valores mobiliários munida de informação relevante ainda não divulgada; ii) presunção de acesso à informação, restrita aos *insiders* primários, excluindo os membros de comitês técnicos e consultivos; iii) presunção de relevância da informação; iv) e presunção de ciência da relevância da informação.²⁷⁶

Com efeito, desde 1984 o acionista controlador é equiparado ao administrador para fins de coibição da prática de *insider trading* no país, sendo presumido o seu conhecimento prévio acerca de informações relevantes sob sigilo da companhia, conforme entendimento reiterado da CVM sobre essa matéria.²⁷⁷

Quanto às necessidades de ampla divulgação das informações (*full disclosure*), cumpre-se o dever de informar (art. 157) atendendo a dois aspectos distintos, porém complementares. Por um lado, presta-se informações aos acionistas da companhia, em Assembleia Geral ou fora dela; por outro, divulga-se fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir de modo ponderável na decisão dos demais investidores.²⁷⁸

Perceba-se que o valor do fluxo informacional em reduzir assimetrias neste caso não se restringe às partes envolvidas numa dada transação, podendo estender os seus efeitos para além da esfera individual dos investidores. Ele diz respeito, nesse sentido, à satisfação de um interesse público mais amplo.²⁷⁹ E, em última análise, à própria condição de existência do mercado de valores mobiliários.²⁸⁰ Daí sublinharmos a complementariedade de ambos os aspectos do dever de informar e a necessidade de suprir os agentes com informações que sejam

edital da Audiência Pública SDM nº 06/2020: “A Minuta propõe uma reforma nos arts. 13 e 14 da Instrução CVM nº 358, de 2002, de modo a harmonizar o texto da norma e sua interpretação conforme consolidada pelo Colegiado da CVM. Embora a literalidade do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, pareça indicar que as hipóteses ali previstas constituem verdadeiras vedações à negociação, há muito prevalece na CVM o entendimento de que se tratam, apenas, de presunções relativas, ou seja, presunções que admitem prova em contrário.”

²⁷⁶ Veja-se a este título: PAS CVM nº RJ2015/13561, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 20.02.2018; PAS CVM nº RJ2014/0578, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira, j. 27.05.2019.

²⁷⁷ PAS CVM nº SP2005/155, Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto, j. 21.08.2007; PAS CVM nº RJ2010/1666, Dir. Rel. Luciana Dias, j. 03.04.2012; PAS CVM nº RJ2014/0578, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira, j. 27.05.2019.

²⁷⁸ Seguimos aqui de perto FRANÇA, Op. cit., 2009, p. 372; COELHO, Op. cit., 2012, p. 277.

²⁷⁹ CERZETTI, Sheila Christina Neder. Artigo 4º. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. *Comentários à lei do mercado de capitais*: Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015. pp. 120-122.

²⁸⁰ No famoso artigo de George Akerlof, no qual o mercado de carros usados é um simples modelo ilustrativo para facilitar o entendimento, os carros bons podem ser expulsos do mercado pelos *lemons* (carros ruins), pois ambos serão vendidos pelo mesmo preço diante da assimetria de informação entre vendedores e compradores. Em um cenário contínuo, seria possível carros ruins expulsarem do mercado outros carros não tão ruins, carros medianos, carros não muito bons e então os carros bons, desencadeando uma sequência de eventos que levaria à própria extinção do mercado de carros usados. Cf.: AKERLOF, George A. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, pp. 488-500, ago. 1970. pp. 488-490.

materialmente relevantes.²⁸¹ Mais ainda, diante do sistema legal de presunções de acesso, análise e uso efetivo das informações, deve-se ter sempre em conta que frações distintas mas significativas de agentes possam estar em desvantagem perante a parcela com melhores condições de acesso e interpretação das informações e, conseqüentemente, beneficiária do uso mais eficiente dos fatos relevantes divulgados pela companhia.

Por tudo isso, coube à lei societária brasileira dar centralidade à figura do empresário-empendedor ou acionista controlador, adotando um modelo que o legitima como “mola fundamental do sistema econômico de iniciativa privada”.²⁸² Nessa moldura jurídica, o exercício do poder de mando na sociedade manifesta-se de várias formas e em diversas esferas. Não apenas por ocasião dos votos proferidos em Assembleia Geral, mas ainda – e mesmo que não seja administrador – através da influência e do poder exercido sobre outros órgãos. Como resumem Alfredo Lamy e Bulhões Pedreira, o acionista dominante “passa a exercer – de fato – a função de administrador supremo da companhia, ainda que não ocupe cargos da administração”.²⁸³ O que, por outro lado, nos leva a concluir pela existência de um conceito muito mais abrangente de abuso de poder por parte do acionista controlador, devendo este sempre observar – como gestor de bens alheios que é²⁸⁴ – o interesse comum dos sócios, os deveres sociais básicos e os seus limites legais de atuação.

2. Por quem o interesse social dobra

Ao tratarmos do interesse a ser buscado pela decisão coletiva, ou mais especificamente do interesse social a ser perseguido pelos sócios, estamos já lidando com um conceito de difícil definição,²⁸⁵ tido como “um dos principais problemas do direito societário”²⁸⁶ ou até *il*

²⁸¹ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais & insider trading*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982. p.16; MOTA, Fernando de Andrade. *O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta*. São Paulo: Almedina, 2015. pp. 40-45.

²⁸² LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 204.

²⁸³ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*, v. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. pp. 235-236.

²⁸⁴ Como aduz Orlando Gomes: “Quem controla uma sociedade é, na linguagem proprietarista, seu dono. O que distingue, porém, o controlador do proprietário é que este tem o direito de dispor dos bens próprios, enquanto aquele pode dispor praticamente de bens alheios, pouco importando – como se discute – se os bens sociais são da pessoa jurídica ou dos acionistas” (GOMES, Orlando. Em tema de sociedade anônima. *Revista dos Tribunais*, v. 60, n. 429, pp. 13–20, jul., 1971).

²⁸⁵ “Quando se fala em interesse, pensa-se numa necessidade, num motivo, num escopo ou numa relação? E que tipo de relação: entre um sujeito e um objeto, ou entre sujeitos diversos?” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, Op. cit., 2014. p. 298).

²⁸⁶ ALBUQUERQUE, Pedro de. *Direito de preferência dos sócios em aumentos de capital nas sociedades anônimas e por quotas*. Coimbra: Almedina, 1993. p. 303.

*problema fondamentale della dottrina della società per azioni.*²⁸⁷ Nas palavras de Tavares Guerreiro, trata-se de parâmetro cuja medida está no objeto social, sendo este a finalidade imediata ou material da atividade econômica, uma ideia a ele *geminada* a tal ponto que “[t]udo o que não serve ao objeto social contraria e conflita com o interesse social”.²⁸⁸

Destarte, a estrutura de tomada de decisão social hierarquizada – princípio organizador básico para todos os sistemas complexos²⁸⁹ – será o instrumento concretizador daquele interesse, historicamente compreendido a partir de duas concepções dogmáticas fundamentais: as teorias contratualistas e institucionalistas. Trata-se de uma batalha que desde meados do século XIX, em seu desenvolvimento histórico mais amplo, enxerga uma premissa restritiva em contraposição à ideia de um interesse social mais abrangente; por vezes simplificada a partir de dois modelos de capitalismo: o anglo-saxão (*stockholder model*) – de curto prazo e centrado na maximização da riqueza dos acionistas – e o renano ou europeu-continental (*stakeholder model*) – da cogestão e relações de longo prazo.²⁹⁰

Para as teorias contratualistas, o interesse social a prosseguir identifica-se única e exclusivamente com o interesse comum dos sócios *enquanto sócios (uti socii)*.²⁹¹ Em contraste, para as concepções institucionais, aquele mesmo interesse abarca um espectro muito mais amplo, externo e diverso que o simples interesse dos sócios. É a teoria normalmente atribuída às ideias do engenheiro, filósofo, estadista e presidente da gigantesca AEG, Walther Rathenau. Membro da burguesia letrada (*Bildungsbürgertum*), cuja trajetória contém a essência da história judaica alemã, para Rathenau o futuro do Brasil – assim declarou a Assis Chateaubriand – era digno de confiança ilimitada, pois a ele estariam reservadas perspectivas de um formidável poder econômico.²⁹²

²⁸⁷ MENGONI, Luigi. Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni. *Rivista delle Società*, 1956. p. 441.

²⁸⁸ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Conflitos de interesse entre sociedade controladora e controlada e entre coligadas, no exercício do voto em assembleias gerais e reuniões sociais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 22, n. 51, pp. 72-80, jul./set. 1983. p. 30; GUERREIRO, Op. cit., 1983. p. 31.

²⁸⁹ WILLIAMSON, Oliver E. *The mechanisms of governance*. Oxford: Oxford University Press, 1996. p. 38.

²⁹⁰ MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. *The company: a short history of a revolutionary idea* New York: Modern Library, 2003. pp. 187-188; ALBERT, Michel. *Capitalismo versus capitalismo*. São Paulo: Edições Loyola, 1992. pp. 123-140; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual de corporate finance*. Coimbra: Almedina, 2021. pp. 20-21.

²⁹¹ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de S.A.* (e outros escritos sobre conflito de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 43.

²⁹² VOLKOV, Shulamit. *Walther Rathenau: Weimar's Fallen Statesman*. New Haven: Yale University Press, 2012; Ver: *Pequeno Jornal: Jornal Pequeno*, Pernambuco, ano 22, n. 295, p. 3, 21 de dez. de 1920.

Segundo Rathenau, cujas ideias chegaram ao Brasil ainda antes do escândalo envolvendo a sua morte,²⁹³ amplamente divulgada no país,²⁹⁴ haveria mesmo uma tendência de desaparecimento do caráter privado das empresas industriais,²⁹⁵ uma vez que já não seriam os particulares os seus proprietários, mas uma nova categoria de acionistas suscetível a constantes alterações. Nesse quadro teórico de mudança de foco, os negócios passariam a ser conduzidos por administradores que, embora interessados nos lucros do negócio, trabalhariam muito mais para consolidar a empresa do que para obter ganhos privados para si.²⁹⁶ Estaria em curso um processo de despersonalização da propriedade ao lado de uma objetificação da coisa: *Die Entpersönlichung des Besitzes bedeutet jedoch gleichzeitig die Objektivierung der Sache*,²⁹⁷ no qual a empresa ganharia vida própria e uma existência objetiva – *ein objektives Dasein* – como se não pertencesse a mais ninguém. E a comunidade de proprietários (*der Gemeinschaft der Eigentümer*), embora mantendo o seu direito soberano de decisão, acabaria por confiá-lo a outros organismos coletivos, como os bancos, tornando esse direito cada vez mais teórico.²⁹⁸

²⁹³ No Brasil, Rathenau foi retratado já em 1915 como *um homem superior, o generalíssimo dos negócios alemães*, ver: *A Gazeta*, São Paulo, ano 10, n. 2.967, p. 2, 30 de dez. de 1915. Seria ele um *industrial idealista, o grande capitão da indústria* que acreditava estar a chave do problema da paz universal não na Sociedade das Nações, mas numa organização econômica universal. Ver: *Pequeno Jornal*: Jornal Pequeno, Pernambuco, ano 22, n. 295, p. 3, 21 de dez. de 1920. No mais, era tido como o *rei da indústria alemã*, um componente da *aristocracia do dinheiro* e uma mistura de *homem de negócios, político e artista*, ou, *cientista, artista e sociólogo*, cujas ideias essenciais gravitariam em torno de uma reforma da organização econômica aliada a uma profunda renovação moral da humanidade. Numa alusão ao seu *Von kommenden Dingen*, queria ser Rathenau o Messias das *Coisas que virão*. Cf. *Republica*: Órgão do Partido Republicano Catharinense, Santa Catarina, ano 26, n. 812, p. 3, 2 de jul. de 1921. Comentando a jurisprudência alemã, o *Jornal do Commercio* chegou a publicar que várias decisões naquele país declararam que os acionistas não poderiam tomar deliberações contrárias aos *supremos interesses da sociedade*. Ver: *Gazetilha*. As sociedades alemãs e os direitos da minoria. *Jornal do Commercio*, Rio de Janeiro, ano 103, n. 228, p. 3, 24 de set. de 1930. Suas ideias podem ainda ser encontradas em diversos periódicos brasileiros da época: *Correio Paulistano*, São Paulo, ano 1, n. 19.547, p. 8, 7 de dez. de 1917; *O Paiz*, Rio de Janeiro, ano 34, n. 12.160, p. 5, 25 de jan. de 1918; *O Paiz*, Rio de Janeiro, ano 34, n. 12.162, p. 5, 27 de jan. de 1918; *Brasil Ilustrado*, Rio de Janeiro, ano 3, n. 33, p. 24, 1921; CHATEAUBRIAND, Assis. Um problema econômico. *Correio da Manhã*, Rio de Janeiro, ano 10, n. 8.036, p. 2, 3 de mar. de 1921; *Republica*, Santa Catarina, ano 16, n. 812, p. 3, 2 de jul. de 1921; *O Combate*: Independência, Verdade, Justiça, São Paulo, ano 7, n. 1.809, p. 2, 10 de jun. de 1921; *A Republica*: órgão do Partido Republicano, Paraná, ano 36, n. 273, p. 1, 18 de nov. de 1921; *Fon Fon*: Semanário Alegre, Político, Crítico e Espusante, Rio de Janeiro, ano 15, n. 50, p. 15, 10 de dez. de 1921.

²⁹⁴ São exemplos: *A Rua*: Semanário Ilustrado, Rio de Janeiro, ano 9, n. 143, p. 1, 24 de jun. de 1922; *Commercio do Paraná*: Folha Matutina de Circulação Diária, Paraná, ano 10, n. 3.732, p. 1, 25 de jun. de 1922; *O Pharol*, Minas Gerais, ano 57, n. 41, p. 1, 25 de jun. de 1922; *A Tribuna*, São Paulo, ano 29, n. 91, p. 1, 25 de jun. de 1922; *Jornal do Commercio*, Amazonas, ano 19, n. 6.515, p. 3, 25 de jun. de 1922; *Republica*: Órgão do Partido Republicano Catharinense, Santa Catarina, ano 17, n. 1.092, p. 1, 25 de jun. de 1922. *Pacotilha*, Maranhão, ano 41, n. 148, p. 4, 26 de jun. 1922; *O Estado*, Espírito Santo, ano 1, n. 177, p. 1, 26 de jun. de 1922; *Pequeno Jornal*: Jornal Pequeno, Pernambuco, ano 24, n. 138, p.3, 26 de jun. de 1922; *O Jornal*, Mato Grosso, ano 1, n.13, p. 3, 29 de jun. de 1922; *Folha do Acre*, Acre, ano 12, n. 419, p. 2, 6 de jul. de 1922. Em meio aos diversos boatos da época, o jornal *A Lucta*, do polêmico Deolindo Barreto, chegou mesmo a afirmar que, *entre os cúmplices do assassinio do chanceler Rathenau, está um indivíduo de nacionalidade brasileira, que se dizia sobrinho do presidente da República*. Ver: *A Lucta*, Ceará, ano 9, n. 548, 5 de agosto de 1922.

²⁹⁵ RATHENAU, Walther. *La triple revolution*. Paris: Aux Éditions du Rhin, 1921. p. 26.

²⁹⁶ RATHENAU, Op. cit., 1921. p. 26.

²⁹⁷ RATHENAU, Walther. *Von Kommenden Dingen*. Berlin: S. Fischer Verlag, 1917. p. 142.

²⁹⁸ RATHENAU, Op. cit., 1917. p. 142.

Sob esse aspecto, as sociedades anônimas, tanto do ponto de vista econômico quanto em sua estrutura mais íntima, realizariam *a imagem intermediária entre a empresa privada e a administração pública*.²⁹⁹ Na verdade, a própria economia não seria um assunto meramente privado, “mas uma questão da comunidade, não um fim em si mesma, mas um meio para um absoluto, não uma reivindicação (*Anspruch*), mas uma responsabilidade (*Verantwortung*)”,³⁰⁰ sendo esta entendida em seu sentido mais abrangente.³⁰¹

Com efeito, as ideias exortatórias de Rathenau, muitas vezes nebulosas,³⁰² e a consequente noção de uma *empresa em si* com interesse próprio e diverso da maximização dos lucros, voltada para a eficiência produtiva e o predomínio da administração, daria azo, dentre outras questões, à redução de direitos dos acionistas, às reservas de votos em assembleia e mesmo à emissão de ações com voto plural,³⁰³ que logo iriam proliferar por toda a Alemanha.

No âmbito das discussões germânicas sobre o alcance e os limites do interesse social, tais concepções seriam duramente criticadas por Fritz Haußmann – a quem remonta a formulação e o emprego da expressão *Unternehmen an sich*. Mediante uma série de publicações, a partir de dezembro de 1927, Haußmann opunha-se de forma sistemática à compreensão geral de Walther Rathenau sobre a economia e o Estado.³⁰⁴

Aquém-Atlântico, a análise do problema pela doutrina norte-americana é marcada pelo debate entre aquele que seria o futuro – e provavelmente mais controvertido³⁰⁵ – embaixador dos Estados Unidos no Rio de Janeiro, Adolf Berle, e o professor da Harvard Law School, Edwin Merrick Dodd. Segundo a tese inicial de Berle, eminentemente contratualista, todos os poderes concedidos no seio da companhia pelos administradores deveriam sempre e necessariamente ser exercidos apenas em benefício dos seus acionistas.³⁰⁶ Ou seja, excluindo interesses outros que não aqueles vinculados ao bem-estar exclusivo dos sócios. Em resposta, e distanciando-se da crença na liberdade contratual e eficácia da livre concorrência, Dodd

²⁹⁹ RATHENAU, Op. cit., 1921. p. 26.

³⁰⁰ “Wirtschaft ist nicht Privatsache, sondern Gemeinschaftssache, nicht Selbstzweck, sondern Mittel zum Absoluten, nicht Anspruch, sondern Verantwortung”. (RATHENAU, Op. cit., 1917. p. 95).

³⁰¹ ZAHN, Joachim. Die Gesamtverantwortung des Unternehmers. In: *Das Unternehmen in der Gesellschaft*. Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler: Wiesbaden, 1974. p. 23.

³⁰² STERN, Fritz. *O mundo alemão de Einstein*. São Paulo: Companhia das Letras, 2004. p. 219.

³⁰³ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Do abuso de direito: ensaio de um critério em direito civil e nas deliberações sociais*. Coimbra: Almedina, 1999. pp. 108-111.

³⁰⁴ HAUßMANN, Fritz. Die Aktiengesellschaft als “Unternehmen an sich”. *Juristische Wochenschrift*, pp. 2953-2956, 1927; RIECHERSPP, Arndt. *Das “Unternehmen an sich”*: Die Entwicklung Eines Begriffes in Der Aktienrechtsdiskussion Des 20. Jahrhunderts. Tübingen: Mohr, 1996. pp. 16-19.

³⁰⁵ HILTON, Stanley. *O ditador e o embaixador*: Getúlio Vargas, Adolf Berle Jr. e a queda do Estado Novo. Rio de Janeiro: Record, 1987. p. 13.

³⁰⁶ BERLE JR., Adolf. Corporate powers as powers in trust. *Harvard Law Review*, v. 44, n. 7, pp. 1049-1074, May 1931. p. 1049.

argumentou que os negócios sociais não seriam um assunto meramente privado, e o empresário, ao invés de livre para obter todos os lucros possíveis, tem o dever legal de prestar um serviço adequado e a preços razoáveis.³⁰⁷ Assim, além da busca de lucros para os acionistas, os administradores deveriam levar em conta os interesses dos empregados, dos consumidores e de outras partes, devendo a eles não apenas *um não fazer* que poderia lhes prejudicar, mas deveres verdadeiramente afirmativos.³⁰⁸

Em réplica, Adolf Berle reafirma suas posições, enfatizando a necessidade de uma proteção vigorosa da propriedade passiva, ressaltando as dificuldades em se instituir um esquema de responsabilidades claro e razoavelmente exigível frente ao absolutismo dos administradores.³⁰⁹ Mas ao final dessa querela (1954), Berle reconheceria a derrota da sua abordagem focada na prevalência dos interesses dos acionistas em favor das posições de Dodd: “[t]wenty years ago, the writer had a controversy with the late Professor E. Merrick Dodd, of Harvard Law School, [...]. The argument has been settled (at least for the time being) squarely in favor of Professor Dodd’s contention”.³¹⁰

A controvérsia, no entanto, não foi verdadeiramente solucionada; pelo menos não dentro do ponto de vista defendido pelo Professor Dodd. Daí a ascensão, nas décadas seguintes, daquilo que Lynn Stout denomina *shareholder primacy*, *shareholder value thinking* ou *ideology of shareholder value*, segundo a qual a companhia *pertence* aos acionistas e existe com apenas um único e verdadeiro propósito: maximizar as suas riquezas no curto prazo (*short-termism*).³¹¹ Um pensamento vinculado às ideias de Milton Friedman e ao seu apelo ao tratamento da companhia como propriedade dos seus acionistas: “[t]he corporation is an instrument of the stockholders who own it”.³¹²

Afirma-se, assim, que a única e exclusiva responsabilidade social das empresas é gerar o maior lucro possível para os acionistas;³¹³ questionando-se a viabilidade e a adequação de outros compromissos que não a maximização do retorno acionário: “[i]n competitive markets,

³⁰⁷ DODD JR., Edwin Merrick. For whom are corporate managers trustees. *Harvard Law Review*, v. 45, n. 7, pp. 1145-1163, May 1932. p. 1148.

³⁰⁸ DODD JR., Op. cit., 1932. p. 1151-1153.

³⁰⁹ BERLE JR., Adolf. For whom corporate managers are trustees: a note. *Harvard Law Review*, v. 45, n. 8, pp. 1365-1372, Jun.1932.

³¹⁰ BERLE JR., Adolf. *The 20th Century Capitalist Revolution*. New York: Harcourt, 1954. p. 169.

³¹¹ STOUT, Lynn. *The Shareholder Value Myth: how putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*. San Francisco: Berrett-Koehler Publishers, 2012. pp. 2-3.

³¹² FRIEDMAN, Milton. *Capitalism and Freedom: a leading economist's view of the proper role of competitive capitalism*. Chicago: University of Chicago Press, 1962. p. 135.

³¹³ FRIEDMAN, Milton. The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, Sunday Magazine, 32, p. 17, 13 Sept. 1970.

a sustained commitment to any goal other than profitability will result in the firm's shrinking, quite possibly to nothing".³¹⁴

Nesse contexto é que emerge a tese de *fim da história* para o direito societário, como uma suposta convergência mundial rumo ao modelo triunfalista de governança corporativa baseado em valores universais de maximização da riqueza e de primazia dos acionistas.³¹⁵ Pensamento este tomado de empréstimo à visão de Francis Fukuyama de capitalismo *laissez-faire*, na esfera econômica, e de democracia liberal, no campo político, como o ponto final da evolução ideológica e a forma final de governo humano. Em suma, a convergência entre as nações em direção a um único modelo político e econômico e a conversão do pensamento ocidental em pensamento universal, eterno e inquestionável – *the triumph of the West*.³¹⁶

Trata-se, para utilizarmos expressão de Mariana Pargendler, de uma abordagem modular ou compartimentalizada (*modularity approach*),³¹⁷ a partir da qual as demais partes interessadas, como credores, trabalhadores, fornecedores e clientes, deveriam ter seus interesses protegidos por outros meios que não o sistema de governança.³¹⁸ Assim sendo, quaisquer outras reivindicações, inclusive as do mercado, devem ser tuteladas fora do campo autônomo do direito societário. Este sim, responsável pelas relações entre a sociedade e os seus acionistas.

Noutra expressão, cuida-se de abordagem que ignora um olhar integrado e interdisciplinar dos vários ramos do direito, limitando-se aos objetivos específicos de cada núcleo jurídico; no caso do direito societário, atender exclusivamente ao interesse dos acionistas, aí identificado como a máxima valorização de suas participações acionárias no mercado.³¹⁹ Ao cabo, desconsidera-se a importância da diversidade e do pluralismo – não confundidos com relativismo e arbitrariedade³²⁰ – em matéria de governança corporativa, em prol de *la pensée unique* e de uma abordagem TINA (*There Is No Alternative*).³²¹

³¹⁴ POSNER, Richard. *Economic Analysis of Law*. New York: Aspen, 2003. pp. 435-436.

³¹⁵ "There is no longer any serious competitor to the view that corporate law should principally strive to increase long-term shareholder value" (HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The end of history for corporate law. *Georgetown Law Journal*, v. 89, n. 2, pp. 439-468, Jan. 2001. p. 439).

³¹⁶ FUKUYAMA, Francis. The End of history? *The National Interest*, n. 16, pp. 3-18, 1989. p. 3; FUKUYAMA, Francis. *The End of History and the Last Man*. New York: The Free Press, 1992. Como refere Mangabeira Unger, chegaríamos ao ponto onde apenas se protagoniza um roteiro institucional já elaborado e a globalização transforma-se em um eufemismo para americanização. Ver: UNGER, Roberto Mangabeira. *False necessity: anti-necessitarian social theory in the service of radical democracy*. London/New York: Verso, 2001.

³¹⁷ PARGENDLER, Mariana. A resistência ao código do capital no Brasil: reflexões sobre a heterodoxia jurídica no sul global. In: BADIN, Michelle Raton Sanchez. *Decodificando o código do capital de Katharina Pistor a partir do Brasil*. São Paulo: FGV Direito SP, 2020a. pp. 157-158.

³¹⁸ HANSMANN; KRAAKMAN. Op. cit., 2001. pp. 440-441.

³¹⁹ HANSMANN; KRAAKMAN. Op. cit., 2001. pp. 440-441.

³²⁰ BERLIN, Isaiah. *The power of ideas*. Princeton: Princeton University Press, 2013. pp. 14-17.

³²¹ PLEHWE, Dieter. Introduction. In: MIROWSKI, Philip; PLEHWE, Dieter. *The road from Mont Pèlerin: the making of the neoliberal thought collective*. Cambridge: Harvard University Press, 2009. pp. 1-2; SHEARMUR, Jeremy. Hayek's politics. In: FESER, Edward. *The Cambridge Companion to Hayek*. Cambridge: Cambridge

Afora isso, tal percepção de convergência e globalização não é um fenômeno novo,³²² – inclusive para o Brasil –,³²³ mas torna-se curiosa a sua persistência mesmo diante de eventos como o colapso do mercado de ações (2001-2002) e escândalos financeiros como os casos Enron e WorldCom.³²⁴ Episódios esses tidos como sugestivos de que ainda não chegamos ao fim da história em matéria societária, e da conseqüente importância de outros modelos de governança corporativa.³²⁵ Por isso mesmo se dizer que, embora tenha assumido um certo grau de maturidade, o direito societário ainda está longe de ser uniforme ou próximo de ter chegado ao seu fim.³²⁶ Um desfecho que, mesmo se vier a existir, não será necessário ou inevitável.

Portanto, distantes da universalidade e da unidade abstrata, tanto as sociedades quanto a própria legislação societária caminham para a diversidade e não para uma convergência monista. Elas emergem de processos confusos cujo sucesso não pode ser garantido de antemão por um único e irrefutável sistema de funcionamento.³²⁷ Falamos, desse modo, na esfera da economia política comparada ou do capitalismo comparativo, em variedades de capitalismo e mesmo em variedades de governança.³²⁸ As soluções são variadas, a pluralidade é irredutível.

Também neste filão, autores como Hart e Zingales argumentam que a maximização do bem-estar dos acionistas, ao contrário das proposições de Friedman, não equivale à noção

University Press, 2006. p. 151; STREECK, Wolfgang. O retorno do recalcado: o começo do fim do capitalismo neoliberal. *Revista Piauí*, ano 12, n. 135, dez. 2017; SIEMS, Mathias M. *Convergence in Shareholder Law*. New York: Cambridge University Press, 2008. p. 253.

³²² SIEMS, Op. cit., 2008. p. 17.

³²³ Veja-se as várias considerações apresentadas na Gazetilha, seção do Jornal do Commercio, identificando que “a tendência nos grandes paizes é para a disseminação dos acionistas e para o augmento de seu numero e para menor contribuição de cada um”, ver: *Gazetilha*. As sociedades anonymas: o novo regime e as minorias. *Jornal do Commercio*, Rio de Janeiro, ano 103, n. 237, p. 2, 4 de out. de 1930. Ou, mais diretamente, a repercussão das ideias de René David, apontando “que as tendências para internacionalizar o direito em mateira [*sic*] de sociedades anonymas são notórias”, de sorte que “uma instituição abandonada ou fora da moda num paiz acaba sendo rejeitada pelas nações vizinhas. E o institutio que substitue o abandonado não demora a ser admittido por todos. Assim, a proteção das minorias tende a ser cada vez mais assegurada pelos mesmos modos, em todos os paizes e à proporção que essa tendência se acentua vae-se tornando cada vez mais internacional.” *Gazetilha*. As sociedades allemãs e os direitos da minoria. *Jornal do Commercio*, Rio de Janeiro, ano 103, n. 228, p. 3, 24 de set. de 1930. Ver também: DAVID, René. *La protection des minorités dans les sociétés par actions*. França: Sirey, 1928.

³²⁴ HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The End of History for Corporate Law. In: GORDON, Jeffrey N.; ROE, Mark J. *Convergence and Persistence in Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004; HANSMANN, Henry. How Close is the End of History? *Journal of Corporation Law*, v. 31, n.3, pp. 745–751, 2006.

³²⁵ MÉLON, Lela. *Shareholder primacy and global business: re-clothing the EU corporate law*. New York: Routledge, 2019. pp. 72-73.

³²⁶ TOMASIC, Roman. Introduction: corporate law in transition. In: TOMASIC, Roman. *Routledge Handbook of Corporate Law*. Abingdon: Routledge, 2017. p. 2.

³²⁷ Para uma crítica à visão que enfatiza as virtudes e a ascensão implacável das instituições ocidentais, ver: ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James A. *The narrow corridor: states, societies, and the fate of liberty*. Penguin Press: New York, 2019. pp. 67-68.

³²⁸ HALL, Peter A.; SOSKICE, David. *Varieties of Capitalism: the institutional foundations of comparative advantage*. Oxford: Oxford University Press, 2001.

estreita de maximização do valor de mercado das suas ações.³²⁹ Pois uma vez que os investidores são, no final das contas, pessoas comuns que em seu cotidiano se preocupam não apenas com questões eminentemente financeiras, eles também internalizam, em certa medida, externalidades, levando em conta fatores éticos e sociais em seu comportamento. Melhor dizendo, não devemos separar as atividades lucrativas das atividades éticas, especialmente quando a geração de fluxos de caixa estiver inextricavelmente ligada à provocação de um dano, ou seja, a resultados prejudiciais dessa atividade, a uma externalidade negativa por ela gerada.

Conforme ensina Ana Frazão, “a racionalidade empresarial precisa direcionar-se igualmente para o atendimento de padrões mínimos de justiça”.³³⁰ Daí o problema também apontado por Amartya Sen em identificarmos *racionalidade* com *maximização do autointeresse*: “Universal selfishness as *actuality* may well be false, but universal selfishness as a requirement of *rationality* is patently absurd”.³³¹

Quanto a essa dimensão ética dos negócios e do interesse social, pesquisa da Harvard Business Review com 1.700 executivos, já em 1961, revelou-se que aproximadamente 83% dos entrevistados concordavam que “[f]or corporation executives to act in the interests of shareholders alone, and not also in the interests of employees and consumers, is unethical”.³³² Com outros estudos indicando resultados similares nas décadas seguintes,³³³ não se pode deixar de mencionar a mais recente declaração da *Business Roundtable* (BRT), de agosto de 2019, assinada por 181 CEOs de companhias como Amazon, Apple, Coca-Cola, Ford, IBM, McDonald’s, Visa e Walmart, comprometendo-se a liderar as respectivas companhias em benefício de outros stakeholders além dos próprios acionistas – consumidores, trabalhadores, fornecedores e comunidades. Embora quando se trate da aplicação concreta dessa declaração, parece haver algumas limitações. E assim o mostra um estudo sobre o desempenho específico dessas companhias em face da pandemia do COVID-19.

Curiosamente, quando o coronavírus começou a se alastrar, em março e abril de 2020, as companhias cujos CEOs haviam subscrito as declarações da *Business Roundtable* não apenas remuneraram, em média, 20% a mais os seus acionistas em relação a companhias semelhantes, como também demitiram mais trabalhadores. Tais companhias ainda eram menos propensas a

³²⁹ HART, Oliver; ZINGALES, Luigi. Companies should maximize shareholder welfare not market value. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, v. 2, pp. 247–274, 2017.

³³⁰ FRAZÃO, Ana. *Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 206.

³³¹ SEN, Amartya. *On Ethics and Economics*. Oxford: Blackwell Publishing, 1988. pp. 12-16.

³³² BAUMHART, Raymond C. How ethical are businessmen? *Harvard Business Review*, v. 38, n. 4, pp. 6-19, 156-176, July/Aug. 1961.

³³³ BRENNER, Steven N.; MOLANDER, Earl A. Is the ethics of business changing? *Harvard Business Review*, v. 55, n.1, pp. 57-71, Jan./Feb. 1977.

doar para esforços de socorro, a oferecer descontos aos consumidores ou a transferir a produção para produtos relacionadas à pandemia.³³⁴ A realidade é sempre mais complexa.

Seja como for, os desafios atuais de governança enfrentados pelas mais diversas organizações dificilmente serão solucionados mediante iniciativas isoladas ou unilateralmente impostas. Daí a importância de pressões institucionais e do desenvolvimento de novas formas jurídicas e estruturas regulatórias que efetivamente responsabilizem as empresas e possibilitem mudanças concretas.³³⁵ Para tanto, iniciativas como a definição de métricas padronizadas pelo *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) e esforços complementares, como as *benefit corporations*, nos Estados Unidos, a *community interest company*, no Reino Unido, a *société à mission*, na França, ou a *società benefit*, na Itália, podem ajudar na mudança do ambiente institucional em que as companhias operam e facilitar a busca por um interesse social mais amplo que apenas um bom desempenho financeiro.³³⁶

Nessa mesma direção, destaca-se a Diretiva Europeia 2014/95/EU sobre a prestação de informações não financeiras, aumentando a transparência da informação em matéria social e ambiental tida como vital na gestão da mudança rumo a uma economia global sustentável. Assim, além das informações estritamente financeiras já fornecidas segundo os padrões IFRS ou US GAAP, cabe às grandes empresas que, à data de encerramento do balanço, excedam o critério do número médio de 500 empregados durante o exercício financeiro, incluir no seu relatório de gestão uma demonstração não financeira que contenha informações referentes, no mínimo, às questões ambientais, sociais e relativas aos trabalhadores, ao respeito dos direitos humanos, ao combate à corrupção e às tentativas de suborno.

No caso brasileiro, em que o acionista deve exercer o direito de voto no *interesse da companhia* (art. 115) – comando nitidamente institucionalista –, o interesse social prevalece sobre o interesse individual dos acionistas,³³⁷ convertendo-se, assim, em elemento norteador do exercício daquele direito.³³⁸ Quanto ao acionista controlador, tido mesmo como intérprete

³³⁴ BATTILANA, Julie; CASCIARO, Tiziana. *Power, for all: how it really works and why it's everyone's business*. New York: Simon & Schuster, 2021.

³³⁵ EBRAHIM, Alnoor; BATTILANA, Julie; MAIR, Johanna. The governance of social enterprises: Mission drift and accountability challenges in hybrid organizations. *Research in Organizational Behavior*, v. 34, 2014.

³³⁶ BATTILANA, Julie; OBLOJ, Tomasz; PACHE, Anne-Claire; SENGUL, Metin. Beyond shareholder value maximization: accounting for financial/social tradeoffs in dual-purpose companies. *Academy of Management Review*, Oct. 2020.

³³⁷ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. Vol. II (Arts. 80 a 137). São Paulo: Quartier Latin, 2015a. p. 227.

³³⁸ APPENDINO, Fábio. O instituto do direito de voto em um contexto de dispersão acionária. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura. *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 440.

natural do interesse social³³⁹ e orientador da ação dos administradores,³⁴⁰ a lei acionária a ele atribui o dever de usar o seu poder de modo a fazer com que a companhia realize o seu objeto e cumpra sua função social, esclarecendo ainda que o acionista “tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender” (art. 116, parágrafo único).

Em síntese, tendo nos debruçado até aqui sobre a *quem* deverá ser atribuído o poder e a responsabilidade pela condução dos negócios sociais e *para quem* esse mesmo poder deve ser exercido, resta nos determos sobre *como* o poder de controle poderá estabilizar-se, sob quais bases estará fundado e quais os limites – se é que eles existem – da sua estruturação. Sob esse aspecto, o voto plural ganha especial relevo em face da acentuada dissociação entre propriedade e controle representada por esse arranjo e da sua confrontação com uma visão confusa, e muitas vezes equivocada, de democracia acionária como forma ideal de governo.

3. O voto plural e os limites da separação entre propriedade e controle

Um dos problemas mais antigos atribuídos ao tipo sociedade anônima relaciona-se ao fato de a riqueza de certo sujeito, modernamente tido como *principal* ou *representado*, ser gerida e depender da atuação de um terceiro, dito *agente* ou *representante*. É o clássico problema em torno do *other people's money* identificado por Adam Smith em expressão depois consagrada pelo eminente advogado e *Associate Justice* da Suprema Corte dos Estados Unidos Louis Brandeis.³⁴¹ Para Smith, um cético quanto ao sucesso futuro das companhias,³⁴² os diretores das *joint stock companies*, sendo mais administradores de dinheiro alheio que do seu próprio, poderiam não zelar por ele com a mesma vigilância.³⁴³ Preocupação também retratada ao longo do tempo e em outros termos por uma série de autores como Marx,³⁴⁴ Lippmann,

³³⁹ CAMPOS, Op. cit., 2009, p. 1119.

³⁴⁰ PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. Órgãos sociais. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009. pp. 820-821.

³⁴¹ O livro de Brandeis é o resultado de uma série de artigos para a revista Harper's Weekly criticando a associação entre o sistema bancário e empresários para a criação de trustes nas principais indústrias norte-americanas, ver: BRANDEIS, Louis D. *Other people's money and how the bankers use it*. New York: 1914.

³⁴² SMITH, Op. cit., 1937. pp. 704-705.

³⁴³ SMITH, Op. cit., 1937. pp. 699-700.

³⁴⁴ Embora a doutrina tenha evidenciado esse fenômeno no Livro III de O Capital, destacamos a sua ocorrência já no Tomo I daquela obra, vejamos: “Um violinista isolado dirige a si mesmo, mas uma orquestra requer um regente. Essa função de direção, supervisão e mediação torna-se função do capital assim que o trabalho a ele submetido converte-se em trabalho cooperativo. Como função específica do capital, a direção assume características específicas”. Logo em seguida, destaca o autor: “Assim como o capitalista é inicialmente emancipado do trabalho manual tão logo seu capital tenha atingido aquela grandeza mínima com a qual tem início a produção

Veblen, Carver, Ripley, Keynes³⁴⁵ e até pelo então vice-presidente dos Estados Unidos, Calvin Coolidge,³⁴⁶ levando alguns, inclusive, a compreenderem a participação acionária como um tipo diverso ou completamente novo de propriedade.

Distantes da visão setecentista e radicalmente individualista da propriedade privada³⁴⁷ como um direito natural, imprescritível, inviolável e sagrado,³⁴⁸ autores como Thorstein Veblen enxergaram de forma pioneira a propriedade acionária como uma derivação necessária do conceito individual de propriedade, *quasi-ownership*,³⁴⁹ sem com ele confundir-se. Nas palavras de Schumpeter, por exemplo, seria ela uma nova forma de propriedade privada, decorrente de um processo capitalista que a tudo abole ou modifica.³⁵⁰ Para outros, como Jeremy Waldron, tratar-se-ia de uma mutação sob um paradigma em que a determinação de um indivíduo deixa de ser socialmente decisiva.³⁵¹

Mais ampla e detidamente, esse fenômeno foi explorado na obra clássica de Adolf Berle e Gardiner Means,³⁵² expondo o processo continuado de dispersão do capital e o consequente divórcio entre propriedade e controle – ou risco e responsabilidade. O que teria possibilitado às sociedades atingir dimensões colossais, bem como a emergência de um novo centro de poder no seio dessas companhias: os *managers*.

Nas palavras de Fábio Ulhoa Coelho, o real mérito desse trabalho “está mesmo na identificação da sociedade anônima como o instrumento da dissociação entre a *propriedade* da

verdadeiramente capitalista, agora ele transfere a função de supervisão direta e contínua dos trabalhadores individuais e dos grupos de trabalhadores a uma espécie particular de assalariados” (MARX, Karl. *O capital: crítica da economia política*: livro I: o processo de produção do capital. São Paulo: Boitempo, 2017. pp. 406-407). Para a sua constatação no Livro III de O Capital, ver, dentre outros: COMPARATO, Op. cit., 2014. pp. 43-44; ABREU, Op. cit., 1999. pp. 237-238; GALGANO, Francesco. *Lex mercatória*. Bologna: Il Mulino, 2001. p. 155.

³⁴⁵ LIPPMANN, Walter. *Drift and mastery: an attempt to diagnose the current unrest*. New York: Mitchell Kennerley, 1914; VEBLEN, Thorstein. *The theory of business enterprise*. New York: Charles Scribner's Sons, 1904; VEBLEN, Thorstein. *Absentee ownership and business enterprise in recent times: the case of America*. New York: B.W. Huebsch, 1923; CARVER, Thomas Nixon. *The present economic revolution in the United States*. Boston: Little, Brown & Co., 1925; RIPLEY, William Z. *Main Street and Wall Street*. Boston: Little, Brown & Co., 1927; KEYNES, John Maynard. *The end of laissez-faire* (1926). In: *The collected writings of John Maynard Keynes*, Volume IX - Essays in persuasion. Cambridge: Cambridge University Press, 2013.

³⁴⁶ Como refere Coolidge em discurso de 1922 pronunciado em Massachusetts, seu estado e do qual foi governador, com o advento das grandes corporações, “a propriedade gradualmente tornou-se cada vez mais dividida. Nesse caso, muitas vezes a gestão era confiada a representantes, enquanto os proprietários correspondiam a proprietários ausentes (*absentee landlords*)”. Cf. COOLIDGE, Calvin. *The price of freedom: speeches and addresses*. New York – London: Charles Scribner's Sons, 1924. p. 188.

³⁴⁷ ENTERRÍA, Eduardo García de. *La lengua de los derechos: la formación del Derecho Público europeo tras la Revolución Francesa*. Madrid: Imprenta Fernández Ciudad, 1994. p. 95

³⁴⁸ JELLINEK, Georg. *The Declaration of the Rights of Man and of Citizens: a contribution to modern constitutional history*. New York: Henry Holt and Company, 1901. pp. 27-42.

³⁴⁹ VEBLEN, Thorstein. The beginnings of ownership. *American Journal of Sociology*, v. 4, n. 3, pp. 352-365, nov. 1898. p. 358.

³⁵⁰ SCHUMPETER, Joseph. *Capitalism, Socialism and Democracy*. London: Routledge, 2006. pp. 141-142.

³⁵¹ WALDRON, Jeremy. *The right to private property*. Oxford: Clarendon Press, 1988. pp. 57-58.

³⁵² BERLE JR., Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. New York: The Macmillan Company, 1933.

riqueza produtiva (os bens de produção) e o seu *controle*, no interior da organização empresarial capitalista”.³⁵³ De acordo com as conclusões do estudo, 65% das 200 maiores companhias (em valor de ativos) no começo de 1930 seriam "controlled either by the management or by a legal device involving a small proportion of ownership".³⁵⁴ Tese esta que não passaria imune às críticas dos anos subsequentes,³⁵⁵ mas deixaria marcas profundas nos estudos de direito societário e governança, a ponto de aí se identificar a verdadeira gênese do movimento de *corporate governance*.³⁵⁶ O próprio eixo teórico fundamental desse movimento parte da existência de problemas potenciais associados à separação entre propriedade e controle.

Desde logo, e a partir da transposição do contratualismo econômico para o âmbito do direito societário, firmou-se um consenso de que os custos de agência seriam o problema central do direito societário e da governança corporativa,³⁵⁷ cabendo a ela invocar o mais amplo conjunto de mecanismos institucionais e de mercado para alinhar interesses e reduzir os custos *inevitavelmente* gerados pelos problemas de agência.³⁵⁸ Um objetivo que, a princípio, interessaria a todas as partes envolvidas no negócio, sejam elas representantes ou representados; partes internas, como controladores, ou externas, como acionistas minoritários e credores.³⁵⁹

Segundo a formulação clássica de Jensen e Meckling, a *relação de agência* surge quando uma ou mais pessoas (*principal*) contratam um terceiro (*agente*) para realizar algo em seu nome com a delegação de alguma forma de autoridade. Dessa *relação*, por seu turno, emerge um *problema de agência*, dado que – se ambas as partes forem maximizadoras de utilidade – o agente nem sempre atuará no melhor interesse do principal. Desse *problema*, por

³⁵³ COELHO, Fábio Ulhoa. O conceito de poder de controle na disciplina jurídica da concorrência. *Revista do Instituto dos Advogados de São Paulo*, v. 2, n. 3, pp. 19–25, jan./jun., 1999.

³⁵⁴ BERLE JR.; MEANS, Op. cit., 1933. pp. 94-114.

³⁵⁵ Ver: ZEITLIN, Maurice. Corporate ownership and control: the large corporation and the capitalist class. *American Journal of Sociology*, v. 79, n. 5, pp. 1073-1119, Mar. 1974. pp. 1081-1083; DEMSETZ, Harold; LEHN, Kenneth. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, v. 93, n. 6, pp. 1155-1177, Dec. 1985. pp. 1156-1157; MIZRUCHI, Mark S. Berle and Means revisited: the governance and power of large U.S. corporations. *Theory and Society*, v. 33, n. 5, pp. 579–617, Oct. 2004.

³⁵⁶ CORDEIRO, António Menezes. A crise planetária de 2007/2010 e o governo das sociedades. *Revista de Direito das Sociedades*, ano 1, n. 2, pp. 263-286, 2009. pp. 276-277. Muito embora longínqua a ideia por trás do movimento de *corporate governance*, até a década de 1990 essa expressão era raramente pronunciada para além das faculdades de direito e textos acadêmicos, conforme BLAIR, Margaret M. *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*. Washington: The Brookings Institution, 1995. p. 1.

³⁵⁷ GOUVÊA, Carlos Portugal. *A estrutura da governança corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 552.

³⁵⁸ DENIS, Diane K. Twenty-five years of corporate governance research... and counting. *Review of Financial Economics*, v. 10, n. 3, pp. 191-212, 2001. p. 192.

³⁵⁹ ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2017. pp. 29-31.

sua vez, advêm *custos de agência*, incorridos ao se buscar limitar as divergências de interesse através da constituição de incentivos ou custos de monitoramento.³⁶⁰

A relação de agência, concebida nesses termos, apresenta-se como um modelo geral aplicável em qualquer situação que envolva esforço cooperativo entre duas ou mais pessoas.³⁶¹ Daí a razão pela qual autores como Ronald Gilson e Jeffrey Gordon estenderem essa noção ao chamado *capitalismo de agência*, ou seja, um cenário de aprofundamento dos custos de agência em que ao conhecido conflito entre acionistas e administradores vem a se juntar um novo problema entre investidores ou cotistas e gestores de fundos de investimento.³⁶² Como acrescenta Ana Perestrelo, ainda mais complexas podem se tornar essas relações e mais agudos os seus custos se lembramos que os próprios fundos de investimento muitas vezes recorrem a outras firmas e instituições responsáveis por oferecer serviços de coleta de procuração e consultoria nos processos de votação assemblear.³⁶³ Fala-se em *multiple agency conflicts*.³⁶⁴

Para a doutrina, são três os tipos elementares de relações de agência identificados nas sociedades empresárias, cada qual gerando preocupações específicas de governança e demandando estratégias jurídicas próprias para a sua adequada mitigação. Podemos, assim, nos referir a relações ou problemas de agência verticais, envolvendo acionistas e administradores; a um segundo tipo, horizontal, abrangendo acionistas controladores e minoritários; e, por fim, ao conflito que se estabelece entre a própria empresa, especialmente seus acionistas, e as demais partes interessadas com quem ela contrata.³⁶⁵

No caso do voto plural, estudos revelam um aprofundamento dos custos de agência entre controladores e minoritários à medida que as divergências entre direitos de voto e fluxos de caixa se ampliam, afetando diretamente a extração de benefícios particulares.³⁶⁶ Ou seja, ao se analisar a relação entre o valor da empresa e a sua estrutura de propriedade, o valor do negócio restaria positivamente associado aos direitos de fluxo de caixa dos gestores sociais, mas

³⁶⁰ JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, pp. 305-360, 1976. p. 308.

³⁶¹ JENSEN; MECKLING, Op. cit., 1976. p. 309.

³⁶² GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights. *Columbia Law Re View*, v. 113, n. 4, pp. 863-928, 2013.

³⁶³ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual de governo das sociedades*. Coimbra: Almedina, 2017. pp. 22-23.

³⁶⁴ HOSKISSON, Robert E.; ARTHURS, Jonathan; WHITE, Robert; WYATT, Chelsea. Multiple agency theory: an emerging perspective on corporate governance. In: WRIGHT, Mike; SIEGEL, Donald S.; KEASEY, Kevin; FILATOTCHEV, Igor. *The Oxford Handbook of Corporate Governance*. Oxford: Oxford University Press, 2013.

³⁶⁵ ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, Op. cit., 2017. pp. 29-31.

³⁶⁶ MASULIS, Ronald W.; WANG, Cong; XIE, Fei. Agency problems at dual-class companies. *The Journal of Finance*, v. 64, n. 4, Aug. 2009; CHAUDHURI, Ranadeb; SEO, Hoontaek. An agency theory explanation of SEO underperformance: evidence from dual-class firms. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, v. 22, n. 3, pp. 575-588, 2012.

negativamente relacionado aos respectivos direitos de voto.³⁶⁷ Sob essa mesma perspectiva, ao conjugarmos uma baixa exposição financeira a uma maior proximidade das empresas (*insiders*), maior será a oportunidade de expropriação de valor por parte desses atores.³⁶⁸

Inversamente, outros autores sustentam que esse mesmo descasamento entre direitos políticos e financeiros, ao invés de sempre gerar custos de agência, poderia solucionar certos conflitos, atuando como um instrumento de alinhamento de interesses.³⁶⁹ Isso porque um gestor isolado, isto é, não exposto aos riscos de diluir ou perder o controle, poderia ter maiores incentivos para financiar projetos com VPL positivo – viáveis sob o ponto de vista econômico-financeiro.³⁷⁰ Explicamos: o ingresso de novos recursos para financiar qualquer projeto de investimento pode diluir a participação do sócio ou acionista majoritário e, em última análise, pôr em risco o seu poder decisório. Assim, a entrada ou o reforço de capitais sem um correspondente ou significativo impacto político – como aumentos de capital com ações preferenciais sem voto ou a instituição prévia do voto plural – poderia influir positivamente sobre as decisões de financiamento e expansão dos negócios.

Ao cabo e ao resto, e sem querer aqui tomar qualquer posição definitiva, devemos considerar cenários alternativos nos quais os acionistas controladores possam ter outros incentivos para adquirir e reter o poder de controle além da prevalecente teoria dos benefícios particulares. Para essa abordagem, mais restritiva e limitada, a extração de valor da empresa – ou a expropriação em detrimento da minoria – justificar-se-ia, por um lado, em *recompensas* oriundas de uma maior eficiência no monitoramento da administração. Por outro, contemplaria controladores com participações robustas no empreendimento – portanto, mais alinhados aos minoritários –, mas que ao assim procederem incorreriam em custos extras para convergir interesses, como uma menor diversificação ou iliquidez dos seus papéis.³⁷¹

³⁶⁷ GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy; METRICK, Andrew. Extreme governance: an analysis of dual-class firms in the United States. *The Review of Financial Studies*, v. 23, n. 3, pp. 1051-1088, 2010.

³⁶⁸ HOI, Chun-Keung; ROBIN, Ashok. Agency conflicts, controlling owner proximity, and firm value: an analysis of dual-class firms in the United States. *Corporate Governance: An International Review*, v. 18, n. 2, pp. 124-135, Mar. 2010.

³⁶⁹ BANERJEE, Suman; MASULIS, Ronald W. Ownership, investment and governance: the costs and benefits of dual class shares. *ECGI Working Paper Series in Finance*, n. 352/2013, Aug. 2017.

³⁷⁰ O método do Valor Presente Líquido (VPL) – *Net Present Value* (NPV) – analisa a viabilidade econômico-financeira de projetos a partir do desconto dos fluxos de caixa líquidos ao seu valor presente; em seguida, compara esse valor com o desembolso de capital exigido pelo investimento. Sendo o VPL zero ou positivo, indica que a proposta de investimento é aceitável, pois o seu retorno é igual ou superior à taxa mínima de retorno aceitável, também chamada taxa de desconto ou custo de capital. Ver: WEYGANDT, Jerry J.; KIMMEL, Paul D.; KIESO, Donald E. *Managerial Accounting: tools for business decision making*. Hoboken: John Wiley & Sons, 2018.

³⁷¹ SMITH, Kirby. The agency costs of equal treatment clauses. *The Yale Law Journal Forum*, pp. 543-570, Dec. 2017. pp. 549-550.

Para além desse enfoque tradicional nos benefícios particulares e na expropriação financeira, outros incentivos para a busca e permanência do poder de controle devem ser aventados. Este é o caso da ideia de *visão idiosincrática*, a qual sugere que alguns controladores buscam manter o seu poder não para extrair benefícios particulares, mas para perseguir e implementar estratégias inovadoras de gestão que de outro modo não seriam aceitas pelo mercado.³⁷² Desafiando o modelo predominante de acionistas controladores como meros agentes oportunistas, essa abordagem sustenta que fundadores ou empreendedores de certas companhias valorizam a titularidade e o exercício do poder de controle porque isso lhes permite perseguir uma visão única dos negócios com maior liberdade.

Assim sendo, e ainda que expostos a menor risco financeiro, controladores e a gestão mais imediata podem arriscar e estar preocupados com outras dimensões que não as relativas à extração de benefícios pecuniários. Igualmente, conceitos como *socioemotional wealth*, amplamente aplicado às empresas familiares,³⁷³ podem ser essenciais para acionistas fundadores com alto senso de identificação com a empresa e apego emocional aos negócios. O que pode ser vantajoso para o sucesso e a preservação da imagem da empresa. Nesse contexto, formas alternativas de estruturação da propriedade acionária e alocação entre direitos políticos e fluxos de caixa não deveriam ser tidas como um mal maior em si mesmas. Nas palavras de Carlos Portugal Gouvêa, “[a] teoria das assimetrias de informação e os problemas de agência dela derivados não deixaram de ser úteis para analisar determinados institutos jurídicos específicos, como o sistema de deveres fiduciários, porém se mostram insuficientes para responder às demandas da sociedade moderna”.³⁷⁴

Sob abordagens tradicionais, em qualquer umas das teorias antes retratadas, o poder de comando acaba fatalmente gerando custos de agência. Assim, seja nas abordagens expropriatórias ou de recompensas, esses custos existem porque o acionista controlador extrai benefícios particulares. Já na hipótese da visão idiosincrática, por outro lado, os custos de agência decorrem não da extração de benefícios, mas da supervalorização de uma determinada estratégia.³⁷⁵ Nesse caso, o valor subjetivo atribuído pelo gestor à sua visão, ou a crença na sua

³⁷² GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Corporate control and idiosyncratic vision. *The Yale Law Journal*, v. 125, n. 3, pp. 560-795, Jan. 2016.

³⁷³ Sobre a importância da *riqueza socioemocional* na decisão de ir a mercado em empresas familiares, ver: GOTTARDO, Pietro; MOISELLO, Anna Maria. The capital structure choices of family firms: evidence from Italian medium-large unlisted firms. *Managerial Finance*, v. 40, n. 3, pp. 254-275, 2014. Para uma bibliografia mais ampla, ver: GOTTARDO, Pietro; MOISELLO; Anna Maria. *Capital structure, earnings management, and risk of financial distress: a comparative analysis of family and non-family firms*. Cham: Springer, 2019.

³⁷⁴ GOUVÊA, Op. cit., 2022. p. 555.

³⁷⁵ SMITH, Op. cit., 2017. pp. 551-552.

capacidade única de executá-la, pode revelar-se equivocada, demandando formas de equilíbrio entre as necessidades do acionista controlador e os interesses da minoria.

Sendo causa ou solução para os problemas gerados pelas relações de agência, o certo é que quanto mais restrito ou concentrado o direito de voto, pelas mais diversas razões possíveis, quanto mais poder será proporcionalmente exercido sobre o chamado *other people's money*. Quando mais distantes a gestão e o risco – elemento técnico e elemento capitalista –, quanto mais próximos estarão os negócios da imagem feita por Adolf Berle: *power without property*.³⁷⁶

Seja pela simples dispersão do capital social – *an immense capital dividend among an immense number of proprietors*³⁷⁷ –, seja por qualquer outro expediente, como o voto plural, a separação entre propriedade e controle poderá ser mais ou menos desejável e, assim, servir ou não a interesses legítimos. Quer se busque com isso atender a uma visão contratual da firma, como a desenvolvida por Coase,³⁷⁸ Jensen/Meckling³⁷⁹ ou Fama,³⁸⁰ quer se entenda haver outras motivações além dos custos de agência,³⁸¹ limitar a dissociação entre voto e risco pode cumprir o seu papel em termos de governança e equacionar devidamente o isolamento do acionista controlador com a adequada proteção dos demais interesses em jogo.

Tratando-se de voto plural, os limites a esse divórcio e a extensão do domínio estarão diretamente vinculados ao alcance do multiplicador político de cada uma das ações privilegiadas. Assim, quanto mais votos a elas se atribua, quanto menor a parcela de capital requerida para o exercício do poder decisório. Não por outro motivo, a ideia em torno de um número máximo de votos por ação tem sido tradicionalmente situada num território em disputa. Enquanto alguns a tomaram como a primeira e mais simples regra para uma boa regulamentação do instituto,³⁸² ou mesmo um requisito indispensável à sua admissão,³⁸³ outros a veem com

³⁷⁶ BERLE JR., Adolf A. *Power without property*. New York: Harcourt, Brace & World, 1959.

³⁷⁷ SMITH, Op. cit., 1937. p. 703.

³⁷⁸ Aqui, em uma abordagem pioneira do surgimento e lucratividade das companhias sob o prisma microeconômico, temos a noção de firma como uma forma alternativa de contratação sempre que ela reduza os chamados custos de transação, ver: COASE, Ronald. The nature of the firm. *Economica: New Series*, v. 4, n. 16, pp. 386-405, Nov. 1937.

³⁷⁹ JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, pp. 305-360, 1976.

³⁸⁰ FAMA, Eugene F. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, v. 88, n. 2, pp. 288-307, Apr. 1980; FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, pp. 301-325, Jun. 1983.

³⁸¹ MOORE, Op. cit. 2020. pp. 158-161.

³⁸² AMIAUD, André. *Les actions à droit de vote inégal*. Paris: Éditions des Juris-Classeurs, 1922. p. 66; BOURCART, Gabriel. Les actions à vote plural. *Journal des Sociétés*, sept./oct. 1923. p. 446.

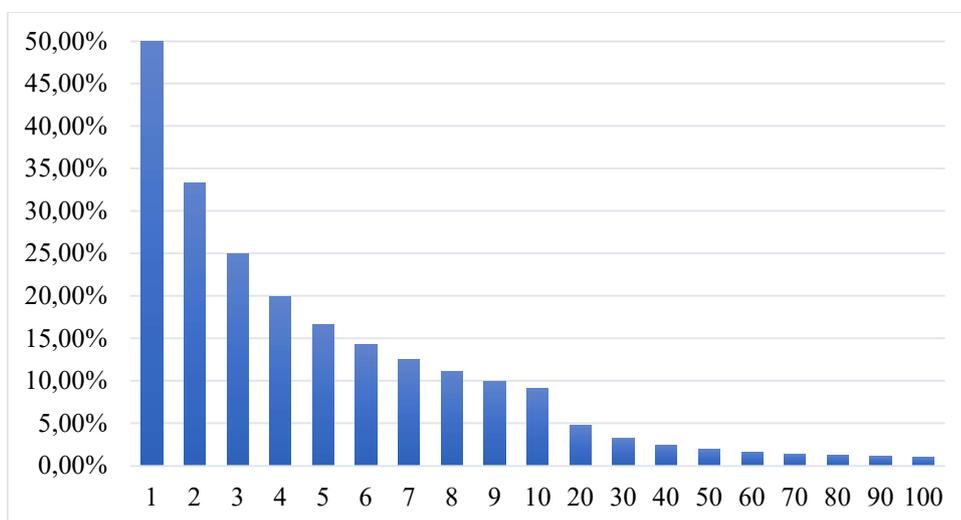
³⁸³ Nas palavras do senador francês Pierre Marraud: “Il est évident, d'autre part, qu'il sera indispensable de déterminer le nombre des suffrages attribués aux actions à vote plural comparativement à ceux dont disposeraient les actions ordinaires” (MARRAUD, Pierre. *Journal Officiel de la République Française*, n. 30, p. 207, 12 de mar. de 1927. p. 214).

alguma ressalva e desconfiança, na medida em que esse limite pode tornar-se um critério muito amplo ou rígido demais, a depender da quantidade máxima de votos que se permita.³⁸⁴

De toda sorte, e como já destacamos, quanto mais votos se puder atribuir por ação – quanto maior for o peso ou o multiplicador do poder –, menos ações ou participação financeira será requerida para o efetivo exercício do controle, cabendo aqui avaliarmos como esses dois elementos (capital e voto) efetivamente se relacionam. Para tanto, os exemplos numéricos a seguir podem ilustrar de forma simplificada essa questão.

Considerando uma sociedade com capital formado exclusivamente por duas classes de ações ordinárias – comuns e privilegiadas – e de mesmo valor nominal, a busca e o estabelecimento do poder de controle será tão menos onerosa quanto maior for o privilégio político. Assim, conforme estabelece o Gráfico 2, a uma taxa de votação 2:1 corresponde um nível mínimo de patrimônio da ordem de 33,33%; dobrando-se o excedente político, o percentual reduz-se para 20%; com 10 votos, 9,09%; com 100 votos por ação, o percentual mínimo de patrimônio acima do qual o controle da vontade social pode ser preservado atinge meros 0,99% dos direitos de fluxo de caixa.

Gráfico 2 – Capital de controle (fluxo de caixa) vs. poder político (voto por ação)



Fonte: elaboração própria

Como podemos notar, à medida em que se elevam os poderes políticos das ações com voto plural, ou quanto maior for o múltiplo de voto dessas ações, menor será a fração de ações ordinárias necessária para se deter a maioria dos votos. No limite, podemos afirmar que a

³⁸⁴ MAZEAUD, Op. cit., 1929. p. 186; DANOS, Georges. *Les actions à vote plural*. Paris: Librairie du Recueil Sirey, 1922. p. 55.

propriedade deixa de ser fonte ou origem de influência e poder, agora sustentados em outras bases. Mas como essas proporções são estabelecidos de fato? Há divergência ou convergência entre as diversas jurisdições? Existe um padrão ou modelo a ser seguido? Vejamos.

4. Jurisdições Internacionais

4.1 Estados Unidos

Nos Estados Unidos, onde verificamos uma ampla liberdade na estruturação dos direitos de voto, as considerações acerca voto plural requerem atenção própria e análise atenta, uma vez que sob a mesma alcunha de *dual-class shares* (DCS) encontra-se uma miríade de arranjos e estruturas de capital. Vejamos, por exemplo, o caso da CBS, com duas classes de ações ordinárias, A e B, de mesmo valor nominal, não votantes e votantes; a Coca-Cola Bottling Co. Consolidated, com as mesmas classes, mas dispendo de um e 20 votos por ação; a Alphabet e sua estrutura em três níveis de ações ordinárias, A, B e C, com respectivamente, um, dez e zero votos por ação; ou da BuzzFeed, com um, cinquenta e zero votos. Noutras estruturas, como a da Graham Holdings Company, as ações classe A podem eleger a maioria do *board*, ao passo que as ações de classe B possuem direitos de voto limitados e, como classe, têm o direito de eleger apenas 30% daquele órgão. No caso da Nike, esses direitos dirigem-se à eleição de 75 e 25% do board, respectivamente.

Ao longo dos anos 1980 essa estrutura tornou-se popular na defesa contra aquisições hostis,³⁸⁵ estando marcadamente presente em empresas familiares, jornais e veículos de mídia, como CBS, Twenty-First Century Fox e The New York Times Company. Desde o IPO da Google (hoje Alphabet Inc.), no entanto, isso tem mudado.

Em 2004, quando a empresa veio a público com uma estrutura de voto plural, os detentores de ações ordinárias classe A, livremente negociáveis, teriam direito a um voto por ação; ao passo que alguns *insiders* – fundadores, diretores executivos, conselheiros e funcionários – juntos, possuiriam aproximadamente 83,6% do poder de voto de todo o capital social. Em particular, esse poder decorreria das ações classe B, com 10 votos por ação e altamente concentradas nos dois fundadores da empresa, Larry Page e Sergey Brin, e no então CEO da companhia, Eric Schmidt. Com isso, os três poderiam exercer grande influência sobre

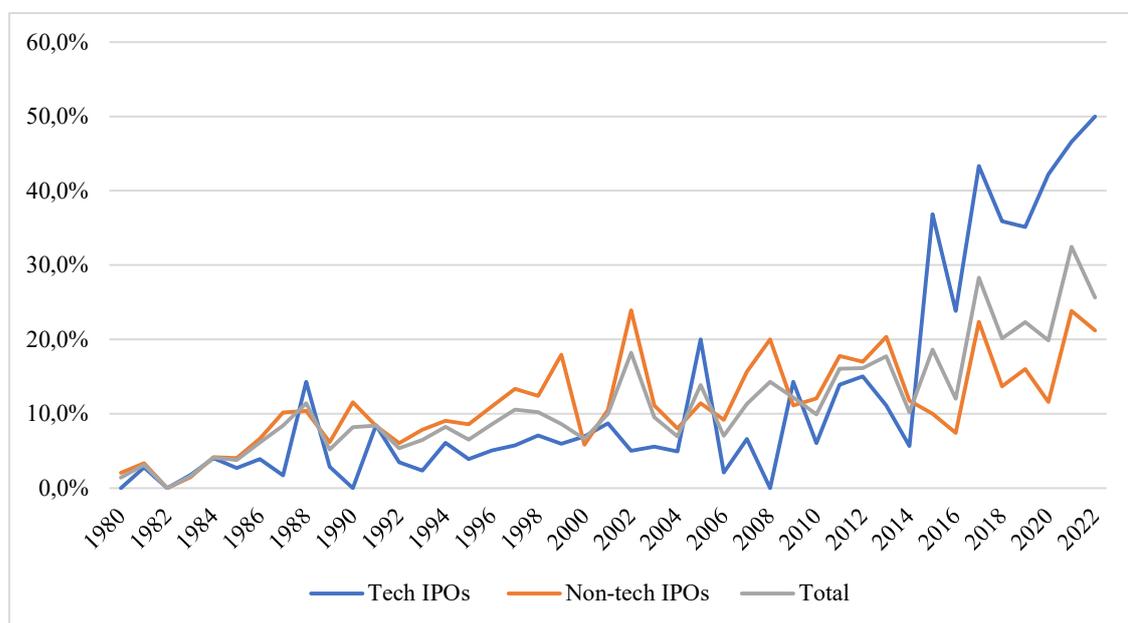
³⁸⁵ WEN, Tian. You can't sell your firm and own it too: disallowing dual-class stock companies from listing on the Securities Exchanges. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 162, n. 6, pp. 1495-1516, 2014. pp. 1496-1497.

a gestão e os negócios e sobre todos os assuntos que demandassem a aprovação dos acionistas, incluindo a eleição de diretores e transações significativas, como fusão ou venda de ativos.

Nas palavras do próprio Sergey Brin, inscritas na declaração de registro (*registration statement*) da Google junto à SEC, esse tipo de estrutura seria, àquela altura, incomum para as empresas de tecnologia, mas não na indústria de mídia, exercendo aí um papel importante na integridade editorial, na preservação de valores essenciais e de uma cultura corporativa de longo prazo. Em 2022, conforme dados de Jay Ritter compilados no Gráfico 3, um número recorde de empresas de tecnologia veio a pública com estruturas de diferentes classes e poderes de voto nos Estados Unidos, metade de todas as empresas desse setor; incluindo unicórnios de comércio eletrônico, transportes, mídias interativas e novos modelos de negócio ligados à internet.

Embora recentemente concentrados no setor de tecnologia, os desvios ao modelo *uma ação, um voto* não são exclusivos desse setor. Como podemos verificar a partir do Gráfico *infra*, há uma tendência de aumento no número de listagens com vantagens políticas também em outros setores da economia.

Gráfico 3 – Porcentagem de IPOs com duas ou mais classes de ações ordinárias nos EUA



Fonte: elaboração própria a partir da base de dados de Jay R. Ritter, University of Florida.³⁸⁶

³⁸⁶ RITTER, Jay R. Initial Public Offerings: dual class structure of IPOs through 2021. Disponível em: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/>. Acesso em: 12 jan. 2023.

4.2 Hong Kong

Embora ainda considere o padrão *one share, one vote* um aspecto importante para a proteção do investidor, a Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) acabou por afastar-se desse princípio e aderir, em abril de 2018, a novas regras que ampliam a liberdade de disposição sobre os direitos políticos dos acionistas. Conforme as alterações apresentadas no *Chapter 8A* do seu regime de listagem, as companhias poderão agora estruturar o seu capital com direitos de voto plural, chamados *weighted voting rights* (WVR), desde que satisfeitas certas condições.

Dentre os requisitos para listagem, além de não ser aplicável a companhias já cotadas,³⁸⁷ exige-se ainda a demonstração das características de inovação e alto crescimento da empresa, bem como a necessidade de uma mínima capitalização de mercado e dado nível de receita.³⁸⁸ Vale isto por dizer que o uso de ações com voto plural na HKEX restringe-se às empresas consideradas inovadoras, com alto crescimento e uma capitalização mínima, sendo, portanto, submetidas a uma avaliação individualizada antes de serem listadas.

Sob esse aspecto, a HKEX considera como setores inovadores aqueles pautados em tecnologia e modelos de negócio capazes de gerar um diferencial em relação aos seus concorrentes, cujo investimento em pesquisa e desenvolvimento (P&D) possam agregar valor para a atividade desenvolvida e em que o percentual de ativos intangíveis consiga preponderar sobre os bens de natureza material.

Quanto à mensuração da trajetória de alto crescimento, as regras de listagem de Hong Kong destacam variáveis como o número de usuários/clientes, volume de receita/lucro, valor de mercado do negócio e outras métricas operacionais.³⁸⁹

Importa aqui descartar que estes critérios, além de restringirem o acesso a regras mais flexíveis de estruturação do capital, limitando, assim, o proveito econômico do voto plural, podem ainda criar uma série de incertezas para o mercado de capitais honconguês. De fato, sob as exigências atuais de Hong Kong, as tentativas de se levar um negócio a público com voto plural encerram desafios tanto em torno da definição do que seja efetivamente uma empresa inovadora, quanto dificuldades nos processos de mensuração e reconhecimento de ativos

³⁸⁷ HONG KONG EXCHANGE (HKEX). Chapter 8A, Weighted Voting Rights – Rule 8A.05, Qualifications for Listing with a WVR Structure. Disponível em: <https://en-rules.hkex.com.hk/rulebook/8a24>. Acesso em: 21 fev. 2022.

³⁸⁸ HKEX. Chapter 8A, Weighted Voting Rights – Rule 8A.06.

³⁸⁹ HKEX. Reform and breakthrough of Hong Kong's listing regime. Research Report. Hong Kong, 2019. Disponível em: [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2019/CCEO_GIS\(NewListingRegime\)_201909_e.pdf?la=en](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2019/CCEO_GIS(NewListingRegime)_201909_e.pdf?la=en). Acesso em: 21 fev. 2022.

intangíveis,³⁹⁰ especialmente quando estes ativos são gerados internamente pela própria entidade, como é caso de marcas, patentes e ativos de P&D.³⁹¹

Além dessas exigências, em relação aos detentores de ações com voto plural, deverão estes ser pessoas físicas a obrigatoriamente ocupar cargos na administração da companhia³⁹² além de reunir coletivamente no mínimo 10% de interesse econômico no capital social total no momento da listagem.³⁹³ Desse modo, deixando por qualquer motivo que seja o Conselho de Administração ou transferindo as suas participações a terceiros, o voto plural a estas atribuído será extinto, convertendo-as em ações ordinárias comuns.³⁹⁴

Ressalta-se que a exigência de participação no Conselho, além de permitir uma maior proximidade e ligação com a efetiva orientação dos negócios sociais, justifica-se pela necessidade de atribuição de deveres fiduciários aos acionistas controladores. Isso porque, ao contrário do Brasil, as legislações societárias de países asiáticos como Cingapura, Hong Kong, Índia e Malásia, inspiradas no direito consuetudinário inglês, costumam restringir a aplicação daqueles deveres apenas à administração e não aos acionistas.³⁹⁵ De resto, busca-se atribuir aos beneficiários do voto plural um papel mais direto e ativo no desenvolvimento contínuo dos

³⁹⁰ Importante destacar que, para fins de reconhecimento contábil, o ativo intangível, segundo as normas internacionais de contabilidade (*International Financial Reporting Standards - IFRS*), IAS 38 *Intangible Assets*, e Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1), é todo aquele ativo não monetário identificável sem substância física: *identifiable non-monetary assets without physical substance*.

³⁹¹ Cf.: ALIBHAI, Salim; *et al.* *WILEY 2020 interpretation and application of IFRS standards*. Hoboken: John Wiley & Sons, 2020. pp. 195-196; MARTINS, Eliseu; DINIZ, Josedilton Alves; MIRANDA, Gilberto José. *Análise avançada das demonstrações contábeis: uma abordagem crítica*. São Paulo: Atlas, 2018. p. 276; MARTINS, Eliseu; IUDÍCIBUS, Sérgio de. Intangível – sua relação contabilidade/direito – teoria, estruturas conceituais e normas – problemas fiscais de hoje. *In*: MOSQUERA, Roberto Quiroga; LOPES, Alessandro Broedel. *Controvérsias jurídico-contábeis: (aproximações e distanciamentos)*, II vol. São Paulo: Dialética, 2011. p. 73; IUDÍCIBUS, Sérgio de. Avaliação dos ativos intangíveis criados internamente: um sonho realizável? *In*: MOSQUERA, Roberto Quiroga; LOPES, Alessandro Broedel. *Controvérsias jurídico-contábeis: (aproximações e distanciamentos)*, VI vol. São Paulo: Dialética, 2015. pp. 563-569.

³⁹² HKEX. Chapter 8A, Weighted Voting Rights – Rule 8A.11.

³⁹³ HKEX. Chapter 8A, Weighted Voting Rights – Rule 8A.12.

³⁹⁴ A Bolsa de Hong Kong adota, portanto, uma extinção do voto plural baseada em eventos (*event-based sunset*), e dentre a razões para essa escolha, segundo a própria HKEX, está o fato de uma cláusula baseada no tempo (*time-defined sunset clause*) poder extinguir os votos adicionais em uma data arbitrária, o que geraria incertezas e poderia não atender aos melhores interesses da empresa ou de seus acionistas. Além do mais, alega a Bolsa que esse sistema poderia torná-la menos competitiva em relação a mercados estrangeiros, em especial o americano e o inglês. Ver: HKEX. Chapter 8A, Weighted Voting Rights – Rule 8A.17; HKEX. *A listing regime for companies from emerging and innovative sectors*. Consultation Conclusions. Hong Kong, 2018. Disponível em: [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-\(April-2018\)/cp201802cc.pdf?la=en](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-(April-2018)/cp201802cc.pdf?la=en). Acesso em: 04 fev. 2022. pp. 41-42. HKEX. *FAQs on Proposed New Listing Regime for Emerging and Innovative Companies*. Hong Kong, 2018. Disponível em: <https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/News-Release/2018/180223news/180223news.pdf?la=en>. Acesso em: 04 fev. 2022.

³⁹⁵ A despeito de suas legislações serem inspiradas no direito consuetudinário inglês, o perfil do mercado de capitais asiático é concentrado, ao contrário do Reino Unido. Portanto, os problemas de agência que se colocam dizem respeito ao conflito ente controladores e minoritários e não entre administração e acionistas. Ver: LIM, Ernest. Controlling shareholders and fiduciary duties in Asia. *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 18, n. 1, pp. 113-150, jul. 2017.

negócios sociais. Ou seja, em circunstâncias em que o valor da empresa é fortemente atribuído ao fator humano, seu conhecimento e habilidades tornam-se materialmente relevantes na direção estratégica e na criação de valor.

No Brasil, por outra banda, essa atribuição de deveres fiduciários ao acionista controlador não encontraria obstáculos jurídico-legais, uma vez que os deveres gerais de diligência (*duty of care*) e lealdade (*duty of loyalty*), além de serem aplicados a conselheiros e diretores, são também a ele estendidos. E assim o é tanto em função da cláusula geral constante do art. 116, § único,³⁹⁶ quanto da própria realidade societária brasileira.³⁹⁷

Ainda pelas regras de Hong Kong, o fator de multiplicação do poder de voto resta limitado à proporção de 10:1,³⁹⁸ relação esta que é fixada antes da abertura do capital. Importante notar que, por meio dessa simples relação, o percentual mínimo de capital de controle requerido para se adquirir e manter o comando societário seria de 9,09%, no entanto, Hong Kong exige que as pessoas físicas controladoras devam reunir coletivamente um percentual mínimo um pouco superior: 10% de interesse ou participação econômica no capital social no momento da listagem.³⁹⁹ Ademais, a elevação posterior daquela proporção, nos casos em que o voto é inicialmente fixado abaixo do limite de 10:1, restará vedada.⁴⁰⁰

Ora, da mesma forma que não se permite a instituição do voto plural em companhias com papéis já em negociação, tampouco seria razoável admitir um aprofundamento das diferenças de poder neste caso. Em ambas as situações, os investidores decidiram realizar aportes para dada distribuição de poder previamente conhecida e precificada, cuja alteração posterior pode impactar diretamente os seus interesses.

De todo modo, o privilégio político que é atribuído às *WVR shares* serão desconsiderados em favor do padrão *one-share, one-vote* nas deliberações que digam respeito a mudanças no estatuto; nomeação e destituição de auditores ou conselheiros independentes (*independent non-executive director* – INED); bem como nos casos de alteração dos direitos inerentes a qualquer classe de ações ou liquidação voluntária da companhia.⁴⁰¹

A multinacional chinesa Xiaomi Corporation tornou-se, ainda em 2018, a primeira empresa a estruturar o seu capital com ações de voto plural em Hong Kong e a partir de então passou a adotar duas classes de ações ordinárias, uma delas de classe B com valor nominal de

³⁹⁶ PAS CVM nº RJ2012/1131, Dir. Rel. Luciana Dias, j. 26.05.2015.

³⁹⁷ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade*. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. pp. 297-298.

³⁹⁸ HKEX. Chapter 8A, Weighted Voting Rights – Rule 8A.10.

³⁹⁹ HKEX. Chapter 8A, Weighted Voting Rights – Rule 8A.12.

⁴⁰⁰ HKEX. Chapter 8A, Weighted Voting Rights – Rule 8A.16.

⁴⁰¹ HKEX. Chapter 8A, Weighted Voting Rights – Rule 8A.24.

US\$0.0000025 e um único voto por ação, em contraposição às de classe A com o mesmo valor nominal, porém dez vezes o poder de voto de uma ação ordinária comum. De lá para cá, sublinhamos, embora possamos perceber variações, e por vezes alguma tendência de aumento dessa estrutura (Tabela 1), ainda são poucas as empresas recém-listadas ou com listagem secundária a aderirem ao voto plural no país.

Tabela 1 – Número de listagens em Hong Kong (2018-2022)

Ano	Listagens com voto plural			Listagens toais
	Listagem primária	Listagem secundária	Total	
2018	2	0	2	218
2019	0	1	1	183
2020	0	4	4	154
2021	6	3	9	98
2022	4	2	5	90
Total	12	10	22	743

Fonte: elaboração própria a partir de dados da HKEX - Annual Market Statistics.

Sob este prisma, desde 2018, quando do primeiro IPO com voto plural em Hong Kong, até 2022, apenas 22 das 743 listagens ocorridas na HKEX adotaram direitos de voto diferenciados (*weighted voting rights*). Mais ainda, de todas aquelas operações, dez referem-se a casos de listagem secundária (*secondary listing*), como a do Alibaba Group, que já havia aberto o seu capital em Nova York (NYSE) em setembro de 2014. Em termos percentuais, isso significa que apenas 3% de todas as companhias listadas em Hong Kong entre os anos de 2018, quando o privilégio foi aceito, e 2022 adotaram de fato o voto plural no país. Consideradas apenas as listagens primárias ocorridas nesse mesmo período, o percentual indicado é reduzido para meros 1,6% das listagens totais.

4.3 Cingapura

Ao contrário de Hong Kong, a Bolsa de Valores de Cingapura (*Singapore Exchange Limited* – SGX) permite que as ações com voto plural sejam também detidas diretamente por pessoas jurídicas,⁴⁰² exigindo, no entanto, a independência da maioria dos membros do Comitê de Auditoria, do Comitê de Nomeação e do Comitê de Remuneração, incluindo os seus

⁴⁰² SINGAPORE EXCHANGE (SGX). SGX Rulebooks, Mainboard Rules, Rule 210(10)(c). Disponível em: <http://rulebook.sgx.com/rulebook/mainboard-rules>. Acesso em: 08 fev. 2022.

respectivos presidentes.⁴⁰³ Ademais, embora não imponha qualquer requisito de inovação, como o faz a Bolsa de Hong Kong, Cingapura restringe as listagens através da natureza do negócio ou do seu objeto social. Assim, requer que as empresas a serem listadas com voto plural justifiquem a necessidade dessa estrutura privilegiada de capital, o que pode ser feito, mas não somente, com a demonstração do caráter inovador da sua atividade econômica.

Quanto à proporção máxima estabelecida entre direitos políticos e fluxos de caixa, a SGX restringe o número máximo de votos por ação privilegiada à proporção de 10:1, relação esta que deve ser especificada no momento do IPO, podendo ser apenas reduzida a partir daí.⁴⁰⁴

De resto, se os números de companhias com voto plural em outras jurisdições como Hong Kong parecem tímidos, em Cingapura o cenário é ainda mais decepcionante. Para isso, basta notarmos a baixíssima adesão de empresas listadas com excedente político nesse mercado: uma única listagem secundária desde as alterações promovidas em junho de 2018.⁴⁰⁵ Enquanto isso, nesse mesmo período, Hong Kong registrou doze listagens primárias e dez listagens secundárias, totalizando 22 companhias com voto plural.

4.4 Xangai

Após mais um processo de fuga de oferta de ações, no qual empresas como Alibaba e Xiaomi abriram seus capitais em outras jurisdições,⁴⁰⁶ o presidente chinês Xi Jinping fez um discurso em novembro de 2018 anunciando o lançamento futuro de novas regras de listagem para a Bolsa de Valores de Xangai (*Shanghai Stock Exchange – SSE*), buscando, assim, reformular a regulação do mercado de capitais da China.⁴⁰⁷

Para tanto, criou-se, em junho de 2019, o *Science and Technology Innovation Board*, ou simplesmente SSE STAR Market, um novo segmento de negociações da SSE para setores de alta tecnologia e indústrias estratégicas,⁴⁰⁸ permitindo a instituição de direitos de voto

⁴⁰³ SGX. SGX Rulebooks, Mainboard Rules, Rule 210(10)(i).

⁴⁰⁴ SGX. SGX Rulebooks, Mainboard Rules, Rule 210(10)(d).

⁴⁰⁵ Trata-se da listagem secundária da AMTD International, instituição financeira com sede em Hong Kong e originalmente listada na NYSE. *Vide*: SGX. Listing of AMTD International Inc. Disponível em: <https://www.sgx.com/listing-ceremony/AMTD>. Acesso em: 05 mar. 2022.

⁴⁰⁶ Após abrir o seu capital na NYSE, em setembro de 2014, o Alibaba Group realizou, cinco anos depois, uma listagem secundária na Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX). Em 2018, a também chinesa Xiaomi Corporation tornou-se a primeira empresa a estruturar o seu capital com ações de voto plural na HKEX.

⁴⁰⁷ SHANGHAI STOCK EXCHANGE (SSE). Overview: history and development. Disponível em: <http://english.sse.com.cn/aboutsse/overview/>. Acesso em: 09 mar. 2022.

⁴⁰⁸ São exemplos os setores de tecnologia da informação, biomedicina, conversação energética e proteção ambiental. *Vide*: SHANGHAI STOCK EXCHANGE (SSE). Overview: positioning and targeted industries. Disponível em: <http://star.sse.com.cn/en/gettingstarted/overview/>. Acesso em: 09 mar. 2022.

diferenciados (*differentiated voting rights* – DVR). Diga-se de passagem, essa ligação do voto plural a setores inovadores está estreitamente ligada à construção de uma *China digital* e às visões de Xi Jinping sobre cibereconomia e inovação baseada na internet. Conforme aponta o líder chinês, a superação das dificuldades em tecnologias-chave é um ponto fundamental para atender às necessidades das grandes estratégias nacionais e garantir a segurança interna.⁴⁰⁹ Nas palavras de Xi, “[a]s empresas, importante força que combina a ciência, a tecnologia e a economia, devem ser o corpo principal de tomada de decisões sobre a inovação técnica, do investimento em P&D, da organização da pesquisa científica, assim como da transferência de resultados da inovação”.⁴¹⁰

Fortemente inspiradas na regulação de Hong Kong, as regras do *Sci-Tech Innovation Board* exigem que o emissor esteja nas fronteiras científica e tecnológica globais, atendendo às demandas e estratégias nacionais do Estado chinês.⁴¹¹ Portanto, o acesso ao voto plural em Xangai, de modo similar a Hong Kong e Cingapura, restringe-se, em primeiro lugar, em função do objeto social das companhias e do seu alinhamento com interesses de ordem pública.

Sob esse aspecto, e sempre tendo em mira o compartilhamento de traços em comum entre as bases organizacionais do capitalismo de estado chinês e as várias outras formas de capitalismo,⁴¹² não podemos deixar de visualizar nessas restrições um reflexo direto da estreita proximidade entre as grandes corporações, públicas ou privadas, e a execução de objetivos políticos por parte do Estado. Nesses termos, mesmo diante de tradicionais orientações de governança, emitidas pela Bolsa de Xangai desde 2000,⁴¹³ o que percebemos é uma dificuldade acentuada dessas companhias, especialmente quando se trata de grandes empresas, em atuarem de maneira verdadeiramente autônoma em relação ao governo.⁴¹⁴

Seguindo orientações globalmente aceitas, a SSE veda a utilização do voto plural a empresas já listadas, mas exige, da mesma forma que em Hong Kong, uma capitalização mínima de mercado e receita operacional.⁴¹⁵ Além disso, requer uma presença atuante do

⁴⁰⁹ JINPING, Xi. *A governança da China*, v. II. Beijing: Editora de Línguas Estrangeiras, 2018. pp. 332-333.

⁴¹⁰ JINPING, Op. cit., 2018. p. 338.

⁴¹¹ SHANGHAI STOCK EXCHANGE (SSE). Rules Governing the Review of Offering and Listing of Stocks on the Science and Technology Innovation Board of Shanghai Stock Exchange - Article 3. Disponível em: <http://english.sse.com.cn/start/rules/sse/public/c/4938265.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2022.

⁴¹² MILHAUPT, Curtis J. Chinese corporate capitalism in comparative context. In: CHEN, Weitseng. *The Beijing Consensus? How China has changed western ideas of law and economic development*. Cambridge: Cambridge University Press, 2017. pp. 275-280.

⁴¹³ GEWIRTZ, Julian. *Parceiros improváveis: reformistas chineses, economistas ocidentais e o a formação da China global*. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018. pp. 278-279.

⁴¹⁴ MILHAUPT, Curtis J.; ZHENG, Wentong. Beyond ownership: state capitalism and the chinese firm. *The Georgetown Law Journal*, v. 103, pp. 665-722, 2015.

⁴¹⁵ SSE. Rules Governing the Review of Offering and Listing of Stocks on the Science and Technology Innovation Board of Shanghai Stock Exchange - Article 24.

controlador no *board* da companhia, não apenas no momento da listagem, como prevê Hong Kong,⁴¹⁶ mas antes e após esse processo.⁴¹⁷

Embora torne-se uma das exigências mais subjetivas do regulamento chinês, o acionista detentor de ações com direitos de voto especiais (*stocks with special voting rights* ou *special voting shares*) deverá ainda ter feito contribuições materiais para o desenvolvimento ou crescimento do negócio.⁴¹⁸ Sob esse aspecto, as dificuldades colocam-se justamente quanto ao que seja uma contribuição material para a companhia, pois ausentes quaisquer parâmetros ou critérios específicos de avaliação.

Já em termos de proporção máxima entre voto privilegiado e voto comum, Xangai estabelece o teto de 10:1,⁴¹⁹ o mesmo estabelecido por de Hong Kong e Cingapura. Também aqui, nos casos em que a companhia adote uma razão de votos inferior ao teto, fica vedado o seu aumento posterior, excetuando os casos que visem preservar a isonomia econômica e política relativas de cada acionista, como nos aumentos de capital por incorporação de reservas.⁴²⁰ Nesta situação, mesmo não havendo uma autêntica capitalização da companhia, mas simples transferência de saldos entre as contas do patrimônio líquido, persiste o risco de alteração do capital votante através das novas ações que forem distribuídas.

De resto, embora tenha flexibilizado em 2019 o regime de listagem permitindo às empresas abrirem o seu capital com privilégios políticos, o sucesso dessa estrutura revelou-se bastante limitado até momento. A exemplo de Cingapura, Xangai promoveu a listagem de apenas uma única companhia com voto plural, a provedora chinesa de serviços em nuvem UCloud Technology, em janeiro de 2020.

4.5 Índia

Seguindo o modelo regulatório que em 2018 havia levado o voto plural às bolsas de Hong Kong e Cingapura, em setembro daquele mesmo ano a *Securities and Exchange Board*

⁴¹⁶ HKEX. Chapter 8A, Weighted Voting Rights – Rule 8A.11.

⁴¹⁷ Nos casos em que uma pessoa jurídica detenha as ações com privilégio político, a pessoa física que a presente atuará na administração da companhia. Ver: SHANGHAI STOCK EXCHANGE (SSE). Rules Governing the Listing of Stocks on the Science and Technology Innovation Board of Shanghai Stock Exchange (Revised in 2019) – 4.5.3. Disponível em: <http://english.sse.com.cn/start/rules/sse/public/c/4938264.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2022.

⁴¹⁸ SSE. Rules Governing the Listing of Stocks on the Science and Technology Innovation Board of Shanghai Stock Exchange (Revised in 2019) – 4.5.3.

⁴¹⁹ SSE. Rules Governing the Listing of Stocks on the Science and Technology Innovation Board of Shanghai Stock Exchange (Revised in 2019) – 4.5.4.

⁴²⁰ SSE. Rules Governing the Listing of Stocks on the Science and Technology Innovation Board of Shanghai Stock Exchange (Revised in 2019) – 4.5.6.

of India (SEBI), através do *Primary Market Advisory Committee* (PMAC), iniciou os seus estudos para introduzir o sistema de voto plural no país. O que veio a ocorrer em 2019, com a instituição das chamadas ações SR (*shares with superior voting rights – SR hares*).

Essa mudança foi oficialmente guiada, em primeiro lugar, pela premissa de que as atuais empresas de tecnologia, caracterizadas por um modelo de negócios com poucos ativos (*asset light*) e sujeitas à diluição das participações sociais, necessitam de uma proteção adicional diante da relevância dos seus fundadores para o sucesso dos negócios. Dessa forma, a SEBI buscou no voto plural o instrumento necessário para estabilizar o poder de decisão em face dos demais acionistas, restringindo esse privilégio a empresas não listadas e intensivas no uso de tecnologia.⁴²¹

Note-se que na mesma linha seguida pelas regulações de Hong Kong, Cingapura e Xangai, a bolsa indiana restringe qualitativamente o acesso ao voto plural a determinadas sociedades. Nesse caso, empresas que para a SEBI possuam uso intensivo de tecnologia (*tech companies*), tecnologia da informação, propriedade intelectual, análise de dados, biotecnologia ou nanotecnologia e que forneçam produtos, serviços ou plataformas de negócios com substancial valor agregado.⁴²²

Além disso, o PMAC também recomenda que todas as ações, privilegiadas ou não, possuam o mesmo valor nominal, estando equiparadas em todos os demais aspectos que não digam respeito ao poder de sufrágio. Aqui, as proporções mínima e máxima em números inteiros de votos e a consequente extensão do poder de controle ficam limitadas às razões de 2:1 a 10:1, sendo vedada a emissão de mais de uma classe de ações com voto plural. Adicionalmente, os direitos de voto dos acionistas privilegiados após a listagem, ainda que decorrentes de ações ordinárias comuns, não deverão exceder 74% dos votos totais.

Diante da baixa, ou nula, adesão a essas regras, que segundo a SEBI e agentes de mercado indianos decorreria da complexidade e inconveniência de algumas das disposições, buscou-se flexibilizar os requisitos de elegibilidade e eventualmente estender a detenção das ações privilegiadas a sociedades *holding*, *family trust* e outras sociedades que possam ser mais adequadas do ponto de vista tributário, desde que o controlador permaneça como único e efetivo titular ou beneficiário final da vantagem política atribuída.

⁴²¹ SECURITIES AND EXCHANGE BOARD OF INDIA (SEBI). Review of certain provisions related to Superior Voting Rights Shares Framework, out. 2021. Disponível em: https://www.sebi.gov.in/sebi_data/meetingfiles/oct-2021/1633606559128_1.pdf. Acesso em 08 abr. 2022.

⁴²² Para uma definição de empresas intensivas no uso de tecnologia, ver: SEBI. Framework for Innovators Growth Platform, mar. 2019. Disponível em: https://www.sebi.gov.in/sebi_data/meetingfiles/mar-2019/1553245431351_1.pdf. Acesso em: 08 abr. 2022.

Quanto a este ponto, mesmo havendo a permanência no poder de controle, as dificuldades envolvendo uma divulgação e monitoramento adequados das estruturas de propriedade, especialmente quanto à presença de terceiros na estrutura de poder, poderiam acabar por conferir vantagem e influência a indivíduos não autorizados. Dessa forma, e por motivos de transparência, a SEBI acabou reafirmando a necessidade de as ações com voto plural serem detidas exclusivamente por pessoas físicas.⁴²³

5. O caso brasileiro

A ideia de se regular o voto plural através da limitação ou de um teto ao excedente político é uma estratégia antiga no Brasil e alhures. Na França de outrora, a determinação do número máximo de votos foi tida por alguns autores como óbvia e imprescindível,⁴²⁴ demarcando uma necessária ponderação entre os critérios capitalista e pessoal. Na Itália, diante de uma tendência que se acreditava geral de separação entre aqueles dois elementos, bem como de um esforço do primeiro para subordinar e regular o segundo, se falava mesmo em uma *netta separazione nell'attività economica dell'elemento tecnico dall'elemento capitalista*.⁴²⁵

Na Espanha também não foi diferente,⁴²⁶ e assim tampouco no Brasil. Neste último caso, o primeiro projeto sobre o voto plural no país já questionava: “[d]everá haver um limite, além do qual se não possa estender o numero de votos de cada acção, ou, ao contrario, será preferível deixar essa questão ao livre alvedrio das assembléas? A categoria de acções a que se confira o voto plural deverá representar uma parte predeterminada do capital, ou será vantajoso, tambem neste ponto, que às próprias sociedades fique o direito de se decidirem livremente?”⁴²⁷

Quase um século depois e na esteira das regulações mais recentes, como Hong Kong, Cingapura, Índia e Xangai, o Brasil também optou pela restrição ao número máximo de votos por ação. E ao assim fazê-lo empregou o limite comumente adotado ao redor do mundo – até dez votos por ação. Dessa forma, as ações ordinárias poderão agora ser subdivididas em duas ou mais classes com direitos de voto distintos, a exemplo da estrutura ternária de classes A, B e C com um, cinco e dez votos por ação, respectivamente. Nesse cenário, os direitos e interesses

⁴²³ SEBI. *Framework for issuance of differential voting rights (DVR) shares*. Disponível em: <https://www.sebi.gov.in/>. Acesso em: 24 ago. 2022.

⁴²⁴ *Journal Officiel de la République Française*, n. 30, p. 214, 12 de março de 1927.

⁴²⁵ ELENA, Op. cit, 1927. p. 2.

⁴²⁶ *El Diluvio*: diario político de avisos, noticias y decretos. Conferencia del señor Roig y Bergadá. Barcelona, año 74, n. 139, p. 18, 12 de junio de 1931.

⁴²⁷ CARDOSO, Op. cit., 1930, p. 96.

econômicos de cada ação seriam idênticos, exceto com relação ao voto e eventuais conversões aplicáveis às ações ordinárias das classes B e C.

Aparentemente, ao instituir e estabilizar o poder de controle através do voto plural, o acionista controlador poderá contribuir com a formação de apenas 9,09% do capital social total. Uma medida que, em tese, e aqui falamos das suas justificativas oficiais do instituto, serviria para conciliar a proteção aos minoritários e o estímulo à listagem no país. Mas que na realidade, e vista isoladamente, pouco ou nada contribui para tanto, uma vez que permite a sobreposição de outros instrumentos de cisão entre propriedade e controle, facilitando a constituição de um núcleo estável de dominação com percentuais cada vez menores de participação econômica.

Suponha, por exemplo, que o capital social da Companhia X seja composto exclusivamente por 1.000 ações ordinárias, 91 delas com dez votos por ação – o máximo permitido no Brasil – e as 909 restantes com voto unitário. Nessa situação, apenas 9,1% do capital social total (91/1.000) será responsável por assegurar, de modo permanente, a maioria dos votos (910) sobre os 90,9% de participação remanescente,⁴²⁸ veja Tabela 2.

Tabela 2 – Poder político e capital de controle

Poder político (voto por ação)	Capital de controle (fluxo de caixa)
1	50,00%
2	33,33%
3	25,00%
4	20,00%
5	16,67%
6	14,29%
7	12,50%
8	11,11%
9	10,00%
10	9,09%

Fonte: elaboração própria

À semelhança dos padrões regulatórios de outras jurisdições, a LSA proíbe alterações posteriores das características atribuídas à classe de ações ordinárias com voto plural, exceto quando essa alteração reduza os respectivos direitos ou vantagens (art. 110-A, §5º). Isso significa que nos casos em que a fixação do poder político for estabelecida em proporções

⁴²⁸ Exemplo similar pode ser encontrado em BEBCHUK, Lucian A.; KASTIEL, Kobi. The perils of small-minority controllers. *The Georgetown Law Journal*, v. 107, pp. 1453-1514, 2019. p. 1478.

inferiores a 10:1, fica vedada qualquer elevação posterior ao início da negociação dos papéis – ações ou valores mobiliários conversíveis em ações.

Considerando o último exemplo, caso a empresa resolva, além das ações com voto plural, emitir também ações preferenciais sem voto, aquele patrimônio mínimo necessário para estabilizar o poder de comando será ainda mais diminuto.

Com uma estrutura de capital hipotética composta por 1.000 ações, sendo 500 delas preferenciais não votantes e 500 ações ordinárias (46 com dez votos cada e 454 ações ordinárias comuns), a fração mínima de direitos de fluxo de caixa necessária para viabilizar o exercício do poder decisório é reduzida de 9,1% para menos de 4,6% do capital social total. Se considerarmos, além disso, o caso das companhias que emitem ações sem valor nominal – hoje a maioria –, sobretudo quando o fazem por preço superior ao das ações ordinárias em poder do controlador, veremos uma vez mais, o malogro de toda e qualquer tentativa de se fixar a proporção ideal entre risco e controle.⁴²⁹ O que de fato, segundo os padrões legais brasileiros atuais, não existe.

Nesse quadro, em sendo o poder de controle uma realidade plástica e dinâmica, um problema contextual e não simplesmente matemático, qual seria a verdadeira efetividade de uma cláusula que limite o número de votos na legislação brasileira e como ela difere da regulação no cenário internacional?

Em primeiro lugar, a Lei das S/A não requer um nível mínimo de participação financeira como requisito para a aquisição, a manutenção e o exercício do poder de controle. Afinal de contas, como sustentam Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, o controle pode provir da participação no capital, mas com ela não se confunde;⁴³⁰ podendo, inclusive, desvincular-se de qualquer participação acionária, como no caso do controle externo.⁴³¹

Ao contrário de outras jurisdições, como Hong Kong,⁴³² a lei societária brasileira não exige que o titular ou os titulares de ações com voto plural reúnam qualquer percentual mínimo de interesse econômico no capital social, seja antes, durante ou após a listagem. Além disso, a possibilidade de emissão conjunta de ações ordinárias (comuns e privilegiadas) e ações

⁴²⁹ Art. 14 da LSA: “O preço de emissão das ações sem valor nominal será fixado, na constituição da companhia, pelos fundadores, e no aumento de capital, pela assembléia-geral ou pelo conselho de administração (artigos 166 e 170, § 2º).

Parágrafo único. O preço de emissão pode ser fixado com parte destinada à formação de reserva de capital; na emissão de ações preferenciais com prioridade no reembolso do capital, somente a parcela que ultrapassar o valor de reembolso poderá ter essa destinação”.

⁴³⁰ COMPARATO; SALOMÃO FILHO, Op. cit., 2014. p. 35.

⁴³¹ COMPARATO; SALOMÃO FILHO, Op. cit., 2014. p. 101.

⁴³² HKEX. Chapter 8A, Weighted Voting Rights – Rule 8A.12.

preferenciais, aumenta ainda mais a dissociação entre propriedade e controle. O que reduz a utilidade ou torna completamente inócua a fixação legal de um teto de votos, seja ele qual for.

Ademais, vale lembramos que a relação entre o voto plural e as ações preferenciais no contexto brasileiro é historicamente contraditória. Assim, já em 1932, ao não prever com maiores detalhes uma fronteira para a composição do capital social, o mesmo decreto que vedava o privilégio político também permitia a constituição de companhias com até 90% de ações preferenciais sem qualquer direito de voto;⁴³³ concretizando exatamente aquilo que se buscou à época evitar: a concentração de poder em uma *exígua participação no capital social* e a consequente *oligarquização da administração*.⁴³⁴

Com a legislação societária de 1940 e o seu limite à emissão de ações não votantes a no máximo *metade do capital* (art. 9º, parágrafo único), bem como a vedação às ações sem valor nominal, essa falta de inconsistência seria temporariamente suspensa e a proibição do voto plural ganharia, a partir de então, algum sentido. O mesmo já não se pode dizer da Lei de 1976 e suas alterações.

Ao estabelecer o número máximo de ações preferenciais sem direito a voto, a LSA abandonou o parâmetro de *capital social* normalmente utilizado por outras jurisdições para instituir uma regra com base no número *total das ações emitidas* (art. 15, §2º), o que faz total diferença. Em 1940, com a emissão de ações não votantes restrita à *metade do capital da companhia*, ou seja, economicamente proporcional, a estabilização do poder de controle estava assegurada para qualquer participação no capital votante superior a 25%. A partir de 1976, no entanto, com o abandono daquele critério e a adoção de uma nova base de cálculo – *50% do total das ações emitidas* –, somada à emissão de ações sem valor nominal, o poder político deixou de guardar uma relação direta com o aporte econômico, podendo alavancar-se gradualmente.⁴³⁵ Mas como isso é possível? Vejamos.

Em primeiro lugar, conforme prevê o art. 15, §2º, o *número* de ações preferenciais sem voto, ou com esse direito restrito, não pode ultrapassar a *metade do total das ações emitidas*. Ou seja, não é o capital ordinário que poderá igualar-se ao capital preferencial, a relação quantitativa que aqui se estabelece é tão somente entre o número total de ações. Em um segundo momento, podendo as ações serem emitidas por preços distintos, a estabilidade do poder de controle pode ser assegurada com percentuais ínfimos de comprometimento de recursos. Para

⁴³³ VALVERDE, Op. cit., 1959, pp. 133-134.

⁴³⁴ CAMPOS, Op. cit., ano 105, n. 144, pp. 3-4, 18 de junho de 1932.

⁴³⁵ Para uma visão crítica das estruturas alavancadas de controle, ver: CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. *Ações superpreferenciais: relação entre poder político e aporte econômico*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

isso, basta que a companhia realize a emissão de ações preferenciais sem voto em aumento de capital com preço de emissão superior ao das ações ordinárias. Assim, por meio da diferenciação dos preços de emissão, percentuais abaixo de 10% do capital, como 5,1%, 2,4% ou 0,7%, podem assegurar a permanência do poder de comando e esvaziar os propósitos de um teto de votos para as ações com voto plural.⁴³⁶

É ilustrativo desse argumento o famoso Caso Azul S.A. julgado pela CVM em 2014, cujo ponto central diz respeito essencialmente aos limites interpretativos do art. 15, §2º da LSA, e à questão das *superpreferenciais* – ou *superordinárias*, a depender do enfoque que se dê.⁴³⁷ Resumidamente, trata-se da exigência ou não de relação entre o poder político e o volume de recursos aportado, uma vez que o art. 5º do estatuto da Companhia havia estabelecido uma proporção de 75:1 entre ações preferenciais e ordinárias. Em outros termos, a cada ação preferencial corresponderiam valores e direitos equivalentes a 75 ações ordinárias. Nestas condições, caso a Companhia estruturasse o seu capital com metade de cada espécie acionária – 50% de ações ordinárias e 50% de ações preferenciais –, o poder de controle poderia ser assegurado com menos de 0,7% do capital social ou dos fluxos de caixa totais.⁴³⁸ O que, ao final, foi julgado legalmente possível pela unanimidade do Colegiado da Autarquia.⁴³⁹

Além do mais, o recurso aos diferentes preços de emissão em aumentos de capital – enquanto técnica de concentração do poder de controle – também pode utilizar-se de ações ordinárias comuns, de voto unitário. Aliás, diante da possibilidade de escolher se as ações terão, ou não, valor nominal (art. 11) – possibilitando, portanto, as desigualdades de preços –, a maior flexibilidade dessa segunda opção acaba sendo a estratégia geral nos mercados. O que poderá ser especialmente benéfico em operações de financiamento no mercado de capitais.⁴⁴⁰ Com efeito, foi justamente em função da crise financeira internacional iniciada em 2007 e da consequente erosão de valor das participações sociais que Portugal passou a admitir ações sem

⁴³⁶ Para uma descrição pormenorizada do efeito das ações com preços de emissão distintos sobre o nível de concentração do poder de controle, ver: COELHO, Fábio Ulhoa. Nota sobre a proibição do voto plural. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, n. 12, pp. 81-95, nov. 2020.

⁴³⁷ Para opiniões, respectivamente, contrárias e favoráveis à decisão, ver: MARTINS, Raphael Manhães. Processo RJ-2013-5993: as superordinárias. In: BORBA, Gustavo Tavares; BORBA, Rodrigo Tavares; ALMEIDA, José Gabriel Assis de. Comissão de Valores Mobiliários: precedentes comentados. Rio de Janeiro: Forense, 2021; EIZIRIK, Nelson. A ação “super preferencial” é legal? *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, n. 1, pp. 125-142, maio 2015.

⁴³⁸ RA/CVM/SEP/GEA-2/nº 111/2013; Parecer/nº 009/2013/PFE-CVM/PGF/AGU.

⁴³⁹ PA CVM nº RJ2013/5993, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 28.01.2014; PA CVM nº RJ2013/5993, Dir. Luciana Dias, j. 31.01.2014.

⁴⁴⁰ DOMINGUES, Paulo de Tarso. Traços essenciais do novo regime das ações sem valor nominal. In: DOMINGUES, Paulo de Tarso; CARVALHO, Maria Miguel. *Capital social livre e ações sem valor nominal*. Coimbra: Almedina, 2011. p. 117.

valor nominal no seu Código das Sociedades Comerciais.⁴⁴¹ Assim fazendo, como de resto deve ser, sem com isso pôr em causa o princípio da intangibilidade do capital social ou o conceito de ação como participação social.⁴⁴²

De fato, quando os estatutos preveem a inexistência de valor nominal, a fixação inicial do preço de emissão das ações é juridicamente livre; podendo, isto sim, encontrar obstáculos de outra natureza, como limitações de ordem econômica.⁴⁴³ Tratando-se, no entanto, de aumentos posteriores de capital, às limitações econômicas somam-se também o critério do art. 170, §1º, vedando a diluição injustificada da participação dos antigos acionistas. O que ainda assim não impede a emissão de novas ações ordinárias em quantidade inferior às originalmente emitidas, mas por valor diversas vezes acima daquele inicialmente fixado. Ou seja, à semelhança do voto plural, acionistas que tenham fornecido parcelas diminutas de recursos, normalmente ao se constituir o negócio, passam a deter parcelas substantivas de poder – não mais definido em função do risco ou dos direitos de fluxos de caixa, mas da simples quantidade de ações possuída;⁴⁴⁴ técnica de há muito conhecida. No Brasil de outrora, por exemplo, antes mesmo de vedado o privilégio de voto, o recurso à emissão de ações com valores desiguais já era aventado como *a pior forma de voto plural*;⁴⁴⁵ um problema que para ser evitado, se dizia, ao acionista deveria ser conferido tantos votos quanto valor a mais houvesse integralizado.⁴⁴⁶ Ainda nesse diapasão, a doutrina francesa assegurava existir um direito de voto plural sempre que, dentro de uma mesma sociedade, fosse distinta a relação entre o valor nominal da participação e o número de votos a ela atribuído.⁴⁴⁷

Assim, seja abertamente, através de mais de um voto por ação,⁴⁴⁸ seja de forma indireta, por meio de diferenças ou variações nos preços,⁴⁴⁹ podemos chegar aos mesmos e idênticos efeitos de concentração do poder e dissociação do risco. O que não quer dizer, evidentemente, que os institutos sejam perfeitamente intercambiáveis ou que se possa instituir um ou outro com

⁴⁴¹ CÂMARA, Paulo; ANTUNES, Ana Felipa Morais. *Acções sem valor nominal*. Coimbra: Coimbra Editora, 2011. pp. 16-20.

⁴⁴² CUNHA, Paulo Olavo. Aspectos críticos da aplicação prática do regime das ações sem valor nominal. In: DOMINGUES, Paulo de Tarso; CARVALHO, Maria Miguel. *Capital social livre e ações sem valor nominal*. Coimbra: Almedina, 2011. pp. 131-138.

⁴⁴³ CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. Parâmetros. In: COELHO, Fábio Ulhoa. *Lei das sociedades anônimas comentada*. Rio de Janeiro: Forense, 2022. pp. 134-135.

⁴⁴⁴ CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. Contribuição do acionista e poder político. In: COELHO, Fábio Ulhoa. *Lei das sociedades anônimas comentada*. Rio de Janeiro: Forense, 2022. pp. 135-136.

⁴⁴⁵ CARDOSO, Op. cit., 1930, p. 100.

⁴⁴⁶ CARDOSO, Op. cit., 1936. p. 109.

⁴⁴⁷ DERNIS, Op. cit., 1929.

⁴⁴⁸ GOLDSCHMIDT, Roberto. *Curso de derecho mercantil*. Caracas: Universidad Católica Andrés Bello, Fundación Roberto Goldschmidt, 2008. p. 503.

⁴⁴⁹ COELHO, Op. cit., 2020. p. 94.

a mesma facilidade e transparência. Nestas circunstâncias, poderíamos inclusive apontar para uma vantagem do voto plural, na medida em que ele realiza, de forma ainda mais simples e direta, a ideia da grande sociedade anônima com vários tipos acionários e direitos específicos, manifesta na separação entre *ações de controle* – responsáveis pelo domínio da sociedade – e aquelas que não permitem a tomada de poder.⁴⁵⁰ Além de estar mais alinhado com as práticas correntes e internacionalmente aceitas.

Por tudo isso, nos interessa ressaltar que a busca pela proporção adequada entre poder e risco no direito societário, antes ou após o voto plural, não se prende a qualquer limite fixo nem subverte qualquer concepção prévia sobre o bom governo. Afinal de contas, o direito de voto na sociedade anônima, seus arranjos de poder e influência, bem como a própria estrutura de mercado sobre a qual repousa o capitalismo, sempre foram o fruto, não de uma ordem etérea e sublime, alheia às concepções políticas, mas o resultado de preferências e necessidades humanas em perspectiva histórica.⁴⁵¹ Nesse contexto, as companhias não são regidas por um sistema democrático representativo, nem o voto plural subverte esse modelo. Pelo contrário, estão elas submetidas a legislações que desafiam os princípios democráticos mais básicos,⁴⁵² alocando os mais diversos interesses por meios distintos do exercício do voto no campo cívico.

Como é de se notar, a primazia jurídica da maioria – seja do capital, seja dos votos – não é fruto óbvio e natural das relações sociais estabelecidas na companhia, nem reflete, em qualquer sentido substantivo da expressão, uma conquista democrática por parte dos seus membros. Ela ilustra, isto sim, mais um traço característico da ficção jurídica sobre a qual o Direito Comercial é erigido e estrutura os seus princípios. Portanto, é partir de uma certa maioria – deste *Majoritätsprinzip*, como refere Gierke – que determinada parcela impera sobre o todo para, assim, transpor as barreiras e o imobilismo da unanimidade.⁴⁵³ Sob esse aspecto, seja no direito constitucional, administrativo, civil ou comercial, o princípio majoritário deixa de ser um valor absoluto, correto e perfeito em si mesmo, para se revestir de caracteres histórico e instrumental que fundamentam o seu âmbito de validade (*Geltungsbereich*). Aqui, ele passa a servir como *meio* ou *ferramenta* jurídica mais ágil de organização e formação da vontade

⁴⁵⁰ Apontamos aqui para a imagem da grande sociedade anônima de Waldirio Bulgarelli: BULGARELLI, Waldirio. *Manual das sociedades anônimas*. São Paulo: Atlas, 2001. pp. 121-122.

⁴⁵¹ RIPERT, Op. cit., 2002. pp. 31-32; IRTI, Op. cit., 2007; NUNES, Op. cit., 2003. pp. 64-65. Na concepção de Marx: “Os homens fazem a sua própria história; contudo, não a fazem de livre e espontânea vontade, pois não são eles quem escolhem as circunstâncias sob as quais ela é feita, mas estas lhes foram transmitidas assim como se encontram” (MARX, Karl. *O 18 de brumário de Luís Bonaparte*. São Paulo: Boitempo, 2011. p. 25).

⁴⁵² GREENWOOD, Daniel J. H. Markets and democracy: the illegitimacy of corporate law. *University of Missouri-Kansas City Law Review*, v. 74, n. 1, pp. 41-104, 2005. p. 41.

⁴⁵³ GIERKE, Otto von. Über die Geschichte des Majoritätsprinzipes. In: GUGGENBERGER, Bernd. OFFE, Claus. *An den Grenzen der Mehrheitsdeßlokratie: Politik und Soziologie der Mehrheitsregel*. Opladen: Westdeutscher Verlag, 1984. pp. 33-35.

coletiva – *Organisationsprinzip* – cuja legitimidade, no caso societário, está associada a aspectos formais da tomada de decisão assemblear.⁴⁵⁴

Ora, ao contrário do princípio majoritário em qualquer regime político democrático, o exercício do direito de voto nas sociedades anônimas modernas realiza-se não propriamente através da igualdade entre os acionistas enquanto tais, mas das diferenças que se verificam entre eles. Sejam estas oriundas do volume de capital aportado, sejam elas decorrentes de expedientes legais que, embora garantam a dispersão do capital, não permitem uma equivalente dispersão de poder. Como sublinham Canotilho e Vital Moreira: “[...], a transposição do princípio da igualdade para o direito privado impõe algumas adaptações, de forma a não aniquilar a especificidade das relações jurídico-civis”.⁴⁵⁵ Fala-se, assim, em uma desigualdade congênita dos membros de entidades associativas regidas pelo princípio capitalístico.⁴⁵⁶

Repare-se que, no domínio específico das sociedades anônimas modernas, o conteúdo e o alcance da igualdade de tratamento (*Gleichbehandlungsgrundsatz*) subordinam-se a uma lógica completamente diversa. Aqui, a organização societária – e com ela todo o feixe de direitos e obrigações de que são titulares os acionistas – vincula-se, ora a uma dimensão estritamente patrimonial do sufrágio censitário, portanto, à *quantidade* ou valor das ações ou do capital investido; ora a instrumentos jurídicos de dissociação entre propriedade e controle, portanto, à *qualidade* das ações ou, em alguns casos, dos próprios investidores relativamente à situação comum dos demais acionistas.

Tradicionalmente, já nas companhias coloniais de países como Holanda, Alemanha, França e Itália, apenas os sócios com grandes percentuais de ações podiam acessar as assembleias, serem eleitos para o Conselho ou fixarem dividendos.⁴⁵⁷ Como adverte Galgano, mesmo as companhias inglesas, como a *East India Company*, tidas como um modelo democrático nas suas relações internas, *externamente* eram fechadas e não democráticas, impedindo a participação da pequena e média burguesia em favor das classes mais ricas e influentes.⁴⁵⁸ Não à toa, Marx se refere a ela e ao seu sistema como uma *dinheirocracia*,

⁴⁵⁴ GIERKE, Op. cit., 1984. pp. 34-35.

⁴⁵⁵ CANOTILHO, J. J. Gomes; MOREIRA, Vital. *CRP – Constituição da República Portuguesa Anotada: artigos 1º a 107*. Coimbra: Coimbra Editora, 2007. p. 347.

⁴⁵⁶ ANTUNES, José A. Engrácia. *A aquisição tendente ao domínio total: da sua constitucionalidade*. Coimbra: Coimbra Editora, 2001. p. 140.

⁴⁵⁷ MAIA, Pedro. *Função e funcionamento do conselho de administração da sociedade anónima*. Coimbra: Coimbra Editora, 2002. p. 47; GARRIGUES, Joaquín. *Problemas atuais das sociedades anónimas*. Porto Alegre: Fabris, 1982. p. 12.

⁴⁵⁸ GALGANO, Op. cit., 2001. pp. 143-144.

responsável por excluir “as pessoas comuns do comércio com a Índia, ao mesmo tempo que a Câmara dos Comuns as excluía da representação parlamentar”.⁴⁵⁹

Mesmo ao longo do século XIX, apontado como um período democrático⁴⁶⁰ e de aumento relativo da influência das minorias,⁴⁶¹ a noção de democracia correspondia, quando muito, tão somente a um maior controle e fiscalização sobre as atividades sociais, sem com isso afetar as relações internas de poder em direção a um certo ideal.⁴⁶² Mais tarde, sob influência das teorias democráticas do sufrágio universal, acreditou-se que o mais conveniente seria atribuir a cada ação um voto.⁴⁶³ Para o próprio (até então) vice-presidente dos Estados Unidos, Calvin Coolidge, precisaríamos de uma realização mais ampla e completa do significado de

⁴⁵⁹ Cf. publicação no New-York Daily Tribune, n. 3.816, de 11 de julho de 1853, reproduzida em MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. *Sobre el sistema colonial del capitalismo*. Buenos Aires: Ediciones estudio, 1964. pp. 62-64.

⁴⁶⁰ PEDROL, Antonio. *La anónima actual y la sindicación de acciones*. Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado, 1969. pp. 59-60.

⁴⁶¹ Para Dunlavy, tanto no direito americano quanto no direito inglês do início do século XIX, os mecanismos de voto eram guiados pela regra supletiva e democrática de um voto por acionista (*one shareholder, one vote*), ao invés da escolha plutocrática de voto baseada na quantidade de ações (*one share, one vote*). A preferência por tal diretriz proporcionava um aumento relativo da influência de minorias acionárias, as quais eram ainda beneficiadas por estatutos que fixavam tetos de votação ou votos graduados de maneira desproporcional ao número total de ações. Esses esquemas de voto contratualmente estabelecidos são muitas vezes concebidos como uma tentativa de se atrair pequenos investidores em mercados com pouca ou nenhuma proteção legislativa a participações minoritárias. É assim que Aldo Musacchio interpreta o caso brasileiro. Para o autor, o uso desses instrumentos desempenhou um papel crucial no desenvolvimento do mercado de capitais nacional, elevando a base de investidores entre os anos de 1890 a 1910. Dessa forma, o estabelecimento de tetos e escalas de voto tenderia a reduzir problemas de assimetria de informação ao equilibrar o poder entre pequenos e grandes acionistas. Assim como Dunlavy, Musacchio explica esses preceitos sob a ótica do interesse dos sócios, enxergando aí a evidência de uma distribuição democrática de poder entre eles. O que é apenas uma das explicações possíveis. Dentre as características fundamentais dessas empresas, presentes em todo o mundo industrializado da época, está o fato de serem monopólios locais, ou seja, cabeira a elas o fornecimento de serviços e infraestrutura vitais para fabricantes, comerciantes e agricultores. Assim, no intuito de evitar preços de monopólio, duas saídas complementares acabaram surgindo: primeiro, os principais acionistas dessas empresas tornaram-se também seus principais clientes; segundo, a estipulação de votos regressivos dificultou a transferência do controle para acionistas interessados unicamente no retorno de suas participações. Como resultado da conjugação desses dois fatores, as companhias de então passaram a se aproximar de cooperativas de consumo à medida que se distanciavam do modelo de maximização dos lucros típico de uma exploração monopolista. Dado o estágio de fraco desenvolvimento do mercado de capitais e o baixo investimento governamental, as restrições de voto acabaram servindo para beneficiar consumidores dependentes de empresas com alto poder de mercado. Ao invés da concepção atual de acionistas como investidores, temos aqui a figura do acionista enquanto consumidor. Dessa forma, regras desproporcionais de direito de voto em relação ao capital miravam a proteção do consumo em setores que operam em economia de escala e não a redução de custos de agência, conforme defende Musacchio, ou a criação de uma democracia acionária, hipótese de Dunlavy. Cf. DUNLAVY, Collen A. Social conceptions of the corporation: insights from the history of shareholder voting rights. *The Washington and Lee Law Review*, v. 63, n. 4, pp. 1354-1356, 2006; MUSACCHIO, Op. cit., set. 2008. Sobre tetos de votação ou votos graduados, ver: HILT, Eric. When did ownership separate from control? Corporate governance in the early nineteenth century. *The Journal of Economic History*, v. 68, n. 3, pp. 645-685, set. 2008. Apresentando alternativa às explicações de Dunlavy e Musacchio, ver HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. The evolution of shareholder voting rights: separation of ownership and consumption. *The Yale Law Journal*, v. 123, n. 4, pp. 948-1013, Jan. 2014. p. 951; PARGENDLER, Mariana; HANSMANN, Henry. A new view of voting restrictions in the nineteenth century: evidence from Brazil, England, and France. *Business History*, v. 55, n. 4, pp. 585-600, 2013. pp. 586-587.

⁴⁶² MAIA, Op. cit., 2002. pp. 97-98; SMYTHE, Donald J. Shareholder democracy and the economic purpose of the corporation. *Washington and Lee Law Review*, v. 63, n. 4, pp. 1407- 1419, 2006. p. 1419.

⁴⁶³ El Diluvio: diario político de avisos, noticias y decretos. Conferencia del señor Roig y Bergadá. Barcelona, año 74, n. 139, p. 18, 12 de junio de 1931.

democracia – não apenas política, mas também econômica. Era a chamada democracia industrial, na qual cada indivíduo se tornaria proprietário; ao mesmo tempo operador e gerente, mestre e servo, governante e súdito.⁴⁶⁴

Até mesmo as críticas endereçadas na década de 1970 ao modelo da lei societária brasileira enfocaram esse ponto. Para Carvalhosa, em denúncias mais ideológicas que factuais, o anteprojeto de lei beneficiaria multinacionais e não a grande empresa local; promoveria uma oligopolização institucional da economia – supostamente dominada por grupos financeiros privados – e não a plena realização da democracia econômica. Conforme o autor, dentro desse sistema estaria derrogado “o fundamental princípio democrático das sociedades anônimas, qual seja, o de maior participação possível dos acionistas nas deliberações da assembleia geral”.⁴⁶⁵

Com tudo isso queremos, enfim, chamar a atenção para o movimento hoje identificado como *shareholder democracy*, tido como parte integrante e crescente de um processo social muito mais amplo ou mesmo global,⁴⁶⁶ cuja ruína – e as diferenças de voto atuam significativamente nesse sentido⁴⁶⁷ – afetaria a marcha democrática em nossa sociedade como um todo.⁴⁶⁸ Atualmente associada ao padrão *one share, one vote*,⁴⁶⁹ já descrito, por sua vez, como a regra mais básica de votação⁴⁷⁰ ou a pedra angular do funcionamento democrático da sociedade anônima,⁴⁷¹ a *shareholder democracy* é apontada, por outro lado, como um paralelo

⁴⁶⁴ Cf. COOLIDGE, Op. cit., 1924. p. 189.

⁴⁶⁵ CARVALHOSA, Modesto. *A nova lei das sociedades anônimas: seu modelo econômico*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1976. p. 106.

⁴⁶⁶ FAIRFAX, Lisa M. Shareholder democracy on trial: International perspective on the effectiveness of increased shareholder power. *Virginia Law & Business Review*, v. 3, n. 1, pp. 1-33, 2008.

⁴⁶⁷ AGUILERA, Ruth V.; CRESPI-CLADERA, Rafel; CASTRO, Luiz Ricardo Kabbach de. Corporate Governance in Latin America: towards shareholder democracy. *Academy of International Business Insights*, v. 19, n. 2, pp. 13-19, 2019. p. 13.

⁴⁶⁸ MATHESON, John H.; NICOLET, Vilena. Shareholder democracy and special interest governance. *Minnesota Law Review*, v. 103, pp. 1649-1697, 2019. pp. 1650-1651.

⁴⁶⁹ Na Espanha já se disse que as sociedades anônimas “nacieron bajo el signo de una perfecta democracia, concediendo el derecho de voto y de fiscalización a sus accionistas en las juntas generales”, tendo sido desvirtuada após funestas inovações, como as ações com voto plural, que colocariam à margem da vigilância popular “pequeñas oligarquías de financieros sin escrúpulo”. O voto plural, nesse sentido, “contraria y perturba ese mismo principio de democracia financiera – una acción, un voto” (Contra la corruptela de las acciones liberadas y de voto plural. *La Libertad*, Madrid, año XIV, n. 3.688, p. 3, 14 de enero de 1932).

⁴⁷⁰ “The most basic statutory rule of voting is the same in every state. It is this: All common shares vote, all votes have the same weight, and no other participant in the venture votes, unless there is some express agreement to the contrary” (EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. *The economic structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1991. p. 72).

⁴⁷¹ BAHAR, Rashid. La démocratie comme principe directeur du droit des sociétés anonymes: mythes et réalités. In: TSCHANNEN, Pierre. *La démocratie comme idée directrice de l'ordre juridique suisse*. Genève: Schulthess, 2005. p. 113.

insubsistente,⁴⁷² uma metáfora enganosa⁴⁷³ e em alguns casos até mesmo prejudicial.⁴⁷⁴ Ou seja, ela representaria muito mais uma aspiração do que uma descrição real e consistente dos diversos sistemas de votação historicamente projetados no âmbito das companhias e cuja eficácia empírica, na melhor das hipóteses, ainda é inconclusiva.⁴⁷⁵

Sob esse aspecto, e a não ser por considerações meramente retóricas, nem os acionistas são cidadãos ou as companhias repúblicas, tampouco os estatutos constituições. E por mais sedutora que a analogia possa parecer, a participação societária difere fundamentalmente da inserção pessoal no corpo político. Seja pelo papel instrumental que o voto desempenha na sociedade anônima, seja pelas ligações essencialmente financeiras entre os seus acionistas. Nas palavras de Wiedemann, o Estado não pode ser entendido como uma grande sociedade de sujeitos de direito privado, tampouco possui a voluntariedade (*Freiwilligkeit*) ou o propósito (*Zweckrichtung*) que caracterizam as companhias.⁴⁷⁶

O investimento acionário, destacamos, é voluntário; também não há um equivalente à chamada *Wall Street Rule* para a cidadania. Ou seja, o acionista insatisfeito pode livremente se desfazer da sua participação, o que é muito mais custoso e difícil em organizações sociais básicas, como o Estado.⁴⁷⁷ Na síntese de Albert Hirschman *saída e voz* são duas forças opostas, categorias contrastantes. A primeira delas pertence à econômica, é força de mercado; a segunda, à política, é força residual: “[a] opção de voz é a única maneira pela qual clientes e membros insatisfeitos podem reagir sempre que a opção de saída não estiver disponível”.⁴⁷⁸

Ora, mesmo que a lei ou as empresas optassem pelo princípio *uma ação, um voto* e à mais estrita proporcionalidade, o sobrepoder conferido às grandes participações as aproximaria não dos regimes democráticos, como se poderia supor, mas das plutocracias. Daí a metáfora hiperbólica de Boucart, para quem “as assembleias gerais nas anônimas são constituídas por

⁴⁷² COELHO, Fábio Ulhoa. “Democratização” das relações entre acionistas. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura. *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 47.

⁴⁷³ STOUT, Lynn A. The mythical benefits of shareholder control. *Virginia Law Review*, v. 93, n. 3 pp. 789-809, May 2007. p. 804.

⁴⁷⁴ Sobre os efeitos de investidores ativistas, como fundos de hedge, ver: SORKIN, Andrew Ross. ‘Shareholder democracy’ can mask abuses. *New York Times*, Feb. 26, 2013. p. B1.

⁴⁷⁵ BUCHHOLTZ, Ann K.; BROWN, Jill A. Shareholder Democracy as a Misbegotten Metaphor. In: GORANOVA, Maria; RYAN, Lori Versteegen. *Shareholder empowerment: a new era in corporate governance*. New York: Palgrave Macmillan, 2015. pp. 81-88.

⁴⁷⁶ “[D]er Staat nicht als Oberverband privater Rechtssubjekte verstanden werden kann und weil ihm die für die Gesellschaft charakteristische Freiwilligkeit und Zweckrichtung fehlen”. Cf. WIEDEMANN, Op. cit., 1980. p. 18.

⁴⁷⁷ RODRIGUES, Usha. The seductive comparison of shareholder and civic democracy. *Washington and Lee Law Review*, v. 63, n. 4, pp. 1389- 1406, 2006. pp. 1389-1390.

⁴⁷⁸ HIRSCHMAN, Albert O. *Exit, Voice, and Loyalty: responses to decline in firms, organizations, and states*. Cambridge: Harvard University Press, 1970. pp. 15-33.

sacos de dinheiro que deliberam”.⁴⁷⁹ Outrossim, mesmo nestas circunstâncias de voto proporcional ao risco, é provável que a democracia acionaria aí se realize não em função do todo e para o bem comum, mas beneficiando desproporcionalmente alguns *stakeholders*, a exemplo dos fundos de hedge e seus horizontes de curto prazo.⁴⁸⁰

Ademais, tratando-se de assembleia geral, ainda que formalmente seja ela o órgão vital da sociedade anônima, *locus* supremo de decisão sobre todos os negócios relativos ao objeto social,⁴⁸¹ do ponto de vista fático é comumente apontada como simples instância de ratificação das deliberações previamente tomadas em outras esferas de decisão.⁴⁸² É neste sentido que os acordos de acionistas para compartilhamento de controle atuam, fixando e exigindo a realização de reuniões prévias entre os signatários para, com isso, “formular e adotar uma posição unificada a ser tomada nas assembleias gerais e reuniões do conselho da companhia”.⁴⁸³ Noutros casos, a decisão a ser tomada ou a estratégia a ser seguida – em última análise, a própria formação da vontade social – estará firmada muito antes da sua ratificação concreta; em alguns casos, após anos de estudo e planejamento fora dos canais oficiais de discussão. Sob esse aspecto, tinha razão Galbraith ao caracterizar a deliberação em assembleia como o exercício mais elaborado da ilusão popular.⁴⁸⁴

Mesmo recentemente, num cenário de sociedade da informação e capitalismo de vigilância,⁴⁸⁵ as promessas de ampla democratização a partir da inteligência artificial e dos algoritmos parecem limitadas – quando não destrutivas.⁴⁸⁶ No caso GameStop, por exemplo, chamou-se a atenção para a influência da internet em uma suposta democratização do mercado de capitais, aumentando as transações realizadas em celulares e aplicativos, mas também elevando a volatilidade dos mercados. Nesse particular, embora mais pessoas estejam participando dos investimentos e das negociações, isso não melhorou por si só o capitalismo,⁴⁸⁷

⁴⁷⁹ Cf. PEDROL, Op. cit., 1969. p. 60.

⁴⁸⁰ FAIRFAX, Lisa M. Making the corporation safe for shareholder democracy. *Ohio State Law Journal*, v. 69, n. 1, pp. 53-107, 2008. pp. 94-105.

⁴⁸¹ Art. 121 da Lei das S/A: “A assembléia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento”.

⁴⁸² EIZIRIK, Op. cit., 2015a. pp. 237-238.

⁴⁸³ PAS CVM nº RJ2018/8272. Rel. Dir. Flávia Sant’Anna Perlingeiro, j. 23 mar. 2021.

⁴⁸⁴ Embora o faça, a bem da verdade, para ressaltar a influência da administração (GALBRAITH, John Kenneth. *O novo estado industrial*. São Paulo: Abril Cultural, 1982. p. 74).

⁴⁸⁵ Cf. ZUBOFF, Shoshana. *A era do capitalismo de vigilância: a luta por um futuro humano na nova fronteira do poder*. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2021.

⁴⁸⁶ HAN, Byung-Chul. *Infocracia: digitalização e a crise da democracia*. Petrópolis: Vozes, 2022.

⁴⁸⁷ FOROOHAR, Rana. A maior lição da GameStop. *Valor Econômico*, São Paulo, ano 21, n. 5185, 9 de fev. de 2021. Opinião, p. A17.

nem o tornou de fato democrático. Daí porque se afirmar que o papel das redes sociais nesse novo ambiente, alimentado por memes e postagens, teria resultado numa *memocracia*.⁴⁸⁸

Como de fio a pavio pudemos notar, tanto a realidade econômica e a necessidade prática quanto o próprio direito societário exigem e permitem diversas variações entre arranjos societários projetados para traduzir preferências individuais em escolhas institucionais. Sob esse aspecto, os esquemas de votação passaram por uma série de tendências históricas, refletindo inelutavelmente as preocupações políticas, sociais e econômicas de cada época e lugar. Daí porque sustentarmos que o voto plural e a escolha por atribuir dois, dez ou mais votos por ação não subverte a existência de qualquer modelo societário democrático e ideal. Antes disso, mesmo que a Lei das S/A demarque uma fronteira de votos por ação, o voto plural é apenas mais um mecanismo de dissociação entre propriedade e controle.

Em verdade, diante de uma série de outros expedientes de fortalecimento do poder de comando – como as ações sem valor nominal, preferências sem voto ou com voto restrito e estruturas piramidais –, a imposição de um limite de até dez votos por ação (art. 110-A) deixa de ter eficácia plena ou mesmo coerência interna perante outras estratégias de organização do poder legalmente admitidas. Pior do que isso, ao limitar o número de votos – obrigatoriamente fixado no estatuto (art. 110-A, § 13, I) –, a lei acaba incentivando a combinação entre esses diversos instrumentos, conferindo menos uniformidade e transparência à estruturação do poder.

De toda forma, essa não foi a única tentativa de proteção aos acionistas minoritários diante do voto plural. Também nesse caso, ao lado de um multiplicador máximo de dez votos por ação, inócuo, como vimos, instituiu-se uma limitação de natureza temporal. Isto é, uma salvaguarda condicionando a existência da pluralidade de votos à simples passagem do tempo. Após parecer em Plenário proferido pelo Relator à MPV nº 1.040, de 2021, ficou o privilégio político limitado a uma duração máxima de sete anos, prorrogáveis,⁴⁸⁹ matéria sobre a qual iremos agora discorrer.

⁴⁸⁸ GOETZMANN, William N. Shareholder democracy, meet memocracy. *Financial Analysts Journal*, v. 78, n. 3, pp. 5-8, jun. 2022.

⁴⁸⁹ BRASIL. Congresso Nacional. Parecer proferido em Plenário à MPV nº 1.040, de 2021. Relator: Deputado Marco Bertaiolli.

CAPÍTULO III

SINALIZAÇÃO E INCENTIVOS EM EMPRESAS COM VOTO PLURAL

Há uma crença que, mais do que qualquer outra, é responsável pelo massacre de indivíduos nos altares dos grandes ideais históricos [...]. É a crença de que em algum lugar, no passado ou no futuro, na revelação divina ou na mente de um pensador, nos pronunciamentos da história e da ciência, ou no coração simples de um homem bom e incorruptível, existe uma solução final.⁴⁹⁰

(Isaiah Berlin)

1. Considerações preliminares

Levando em consideração que os votos adicionais atribuídos ao controlador se justifiquem pela capacidade singular deste acionista em conduzir os negócios sociais, a uma quase taumaturgia da sua parte, seria razoável supor que a presunção destas habilidades não se concretize, ou que elas reduzam ao longo do tempo, afetando o amplo e mutável círculo de interesses na sociedade. Como há muito discorria a doutrina italiana a esse respeito, o fato de uma dada maioria, num certo momento e contexto, ter demonstrado a sua confiança no desempenho da sociedade e dos seus *rappresentanti*, a eles atribuindo privilégios políticos (*azioni a voto plurimo*), não implica de forma alguma que essa confiança deva ser eternizada – *sub specie aeternitatis*. Desse modo, seja qual for o pretexto para atribuí-los, estaríamos sempre diante de *un fenomeno contingente ai tempi ed alle situazioni*.⁴⁹¹

Daqui resulta, portanto, um novo desafio: se, por um lado, o adequado isolamento do acionista controlador deve garantir a manutenção da liberdade indispensável à autonomia privada – já referida como o primeiro e mais significativo princípio societário⁴⁹² –, deve, ao mesmo tempo, harmonizá-la com a efetiva concretização e densificação dos diversos interesses em conflito na sociedade.⁴⁹³ Note-se que, nestas circunstâncias, a modelagem das relações entre as várias partes constituintes e a ponderação dos seus respectivos interesses revelam-se ainda mais desafiadoras, posto que o voto plural agudiza a natural e inerente tensão que se verifica entre eles. Se não, vejamos.

⁴⁹⁰ BERLIN, Isaiah. *Quatro ensaios sobre a liberdade*. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1981. p. 166.

⁴⁹¹ CARIATI, Attilio. La difesa delle società e le azioni a voto plurimo. *La Stampa*, Torino, Venerdì 23 Maggio 1924, p. 2, anno 58, n. 123.

⁴⁹² CORDEIRO, António Menezes. *Direito das sociedades*, I volume. 3ª ed. Coimbra: Almedina, 2011. p. 279.

⁴⁹³ WINDEN, Andrew William. Sunrise, sunset: an empirical and theoretical assessment of dual-class stock structures. *Columbia Business Law Review*. n.3, pp. 852-951, 2018. pp. 890-891.

Por um lado, o voto plural busca facilitar a implementação de habilidades e ideias inovadoras por parte de acionistas controladores, protegendo a direção singular das atividades sociais contra a influência direta de outros atores – mormente aqueles focados no curto prazo ou menos informados sobre as peculiaridades do negócio.⁴⁹⁴ Por outro lado, o privilégio político pode facilitar a extração de benefícios particulares do controle e reduzir a proteção ao acionista minoritário, especialmente em companhias fechadas ou em mercados com investidores não sofisticados, pouca transparência e baixa liquidez.

Nesta perspectiva, e dada a relevância da manutenção do poder de controle,⁴⁹⁵ nos casos em que a disciplina do voto plural optar por soluções mais rígidas ou proibitivas, altos serão os incentivos para que empreendedores, fundadores ou outros *insiders* mantenham o capital das suas empresas fechado, resultando numa série de ineficiências econômicas e sociais. A final de contas, do desestímulo ao financiamento via IPO, segue-se não apenas a restrição da capacidade de crescimento e desenvolvimento dos negócios, mas também do próprio mercado de capitais, e, em última instância, da economia como um todo.

Inversamente, e considerando a natural incompletude dos contratos,⁴⁹⁶ a decisão de investimento em empresas com voto plural passa a envolver incertezas e assimetrias que precisam ser contornadas, sobretudo quanto aos efeitos comportamentais de seleção adversa (*adverse selection*) e risco moral (*moral hazard*).⁴⁹⁷ O que deve ser especialmente sopesado em economias com um fraco sistema de proteção e tutela a minorias acionárias ou com um processo mais restritivo de responsabilização dos gestores sociais.

Assim, havendo qualquer desconfiança sobre a figura do acionista controlador ou, em sentido oposto, mesmo existindo um verdadeiro culto em torno da sua personalidade, as razões econômicas associadas ao privilégio político demandam a constituição de sinalizadores⁴⁹⁸ que

⁴⁹⁴ CREMERS, Martijn; LAUTERBACH, Beni; PAJUSTE, Anete. The life-cycle of dual class firm valuation. *ECGI Working Paper Series in Finance*. Finance Working Paper n° 550/2018, out. 2020. pp. 2-7.

⁴⁹⁵ Conforme BRAU e FAWCETT (2006), a manutenção do controle sobre a tomada de decisão é a questão mais importante ao se avaliar ir ou não a público levantar capital: BRAU, James C.; FAWCETT, Stanley E. Initial Public Offerings: an analysis of theory and practice. *The Journal of Finance*, v. 61, n. 1, pp. 399-436, fev. 2006. p. 422.

⁴⁹⁶ FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. pp. 60-61; STIGLITZ, Joseph E. The contributions of the economics of information to twentieth century economics. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 115, n. 4, pp. 1441-1478, nov. 2000. p. 1444.

⁴⁹⁷ SZTAJN, Rachel. Sociedades e contratos incompletos. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*. v. 101, pp. 171-179, jan./dez. 2006. pp. 172-173. AKERLOF, Op. cit., 1970, pp. 488-490.

⁴⁹⁸ Como resume Michael Spence, sinais são mecanismos responsáveis por transportar informações da parte mais informada para aquela menos informada. Neste mesmo sentido, Posner os identifica como ações onerosas, assim reconhecidas por aqueles que as observa, e cuja função é divulgar informações sobre o emissor sem a ele atribuir qualquer vantagem que seja independente do benefício da informação. Ver: SPENCE, Michael. Signaling in retrospect and the informational structure of markets. *The American Economic Review*. v. 92, n. 3, pp. 434-459, jun. 2002. p. 343; POSNER, Eric A. Law and social norms: the case of tax compliance. *Virginia Law Review*. v. 86, pp. 1781-1819, 2000, pp. 1787-1788.

possam dar mais estabilidade e transparência às transações. Ou seja, de um lado, gera mais confiança do mercado no desempenho potencial do controlador (*capital chases skills*), de outro, promove uma avaliação mais equilibrada e cautelosa sobre aquele acionista. Em suma, possibilita conciliar a orientação estratégica da atividade econômica com uma melhor proteção dos demais interesses potencialmente em conflito.

Mesmo em países com mercados mais sofisticados, a relevância da elaboração desses sinalizadores coloca-se em um contexto muito mais amplo de insuficiência do sistema de preços e da economia tradicional diante dos problemas de escassez informacional.⁴⁹⁹ Pois ao declarar-se especialmente apto a conduzir a empresa, o *insider* – enquanto parte mais e melhor informada sobre os riscos envolvidos – pode estar realizando uma avaliação otimista de si mesmo ou da empresa, devendo incorrer em custos de sinalização⁵⁰⁰ que possam transparecer o diferencial daquela transação e a acurácia do seu julgamento.

Nos estágios iniciais do empreendimento, o desenho destes sinais ganha muito mais importância, uma vez que a capacidade do fundador ainda não foi adequadamente testada, nem a viabilidade do negócio aferida. Fontes de financiamento, como fundos de *venture capital*, passam a demandar alguma forma de ingerência sobre a atividade. E, por fim, com a abertura do capital, as exigências adicionais em termos de governança intensificam as necessidades de transparência, passando o monitoramento da empresa cada vez mais do capitalista de risco para os reguladores e o mercado.⁵⁰¹ Daí porque, e com razão, se falar em uma verdadeira *transição cultural* nesse momento de vida do negócio, especialmente derivada da necessidade de uma maior e melhor gestão do fluxo informacional da companhia.⁵⁰²

Além disso, sob o ponto de vista de um fundador visionário, a sua condução pessoal dos negócios deve proporcionar uma gestão efetiva de segredos e informações estratégicas que não podem ser divulgados ao público, reduzindo os riscos concorrenciais que poderiam surgir caso as suas ideias inovadoras fossem transmitidas a terceiros supostamente mais bem capacitados em gerir a atividade.⁵⁰³ Neste caso, a proteção do segredo industrial e comercial, muitas vezes o principal ativo do negócio, justifica a existência de uma assimetria informacional entre o

⁴⁹⁹ STIGLITZ, Op. cit., 2000. p. 1449.

⁵⁰⁰ SPENCE, Michael. Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 87, n. 3 pp. 355-374, ago. 1973. p. 358.

⁵⁰¹ Para uma síntese acerca dos contratos de incentivo e a conexão entre os mercados de *venture capital* e de ações, ver: BLACK, Bernard S.; GILSON, Ronald J. Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. In: McCAHERY, Joseph A.; RENNEBOOG, Luc. *Venture capital contracting and the valuation of high-technology firms*. Oxford: Oxford University Press, 2003. pp. 43-44.

⁵⁰² DUARTE, Soraia. *Informação S/A: o valor da comunicação para companhias abertas e para investidores*. São Paulo: Saraiva, 2008. p. 35.

⁵⁰³ CREMERS; LAUTERBACH; PAJUSTE, Op. cit., 2020. pp. 9-10.

fundador e as demais partes envolvidas, representando um limite ao princípio da transparência, já previsto em diversos outros contextos.⁵⁰⁴

A exemplo dos sinalizadores nos mercados de carros usados e planos de saúde, os sinais adequadamente projetados em companhias com voto plural atuam como uma forma de garantia. Ou seja, um custo adicional em que o agente mais e melhor informado incorre para incentivar que a outra parte efetue a transação;⁵⁰⁵ seja esta a compra de um veículo usado, a oferta de um plano de saúde, ou o investimento em companhias com diferenças de voto. Os sinais então constituídos passam a operar como contratos de incentivo, isto é, mecanismos de compensação que visam induzir a prática ou a abstenção de certos comportamentos – de modo alternativo aos contratos de monitoramento – para, com isso, atenuar os custos de agência⁵⁰⁶ e alinhar os interesses dos gestores aos das demais partes constituintes.⁵⁰⁷

Nesse ponto, o processo de sinalização em companhias com ações de voto plural pode socorrer-se de dois modelos regulatórios fundamentais: (i) de um lado, recorrendo a estratégias injuntivas (modelo de *hard law*), a exemplo da adoção de cláusulas estatutárias conhecidas na literatura internacional por *sunset clauses* (ou *provisions*); (ii) de outro, através de instrumentos jurídicos mais flexíveis e não vinculativos (mecanismo de *soft law*), como o acolhimento de recomendações ou sugestões de comportamento ou boas práticas de governo. Podendo ainda, afora isso, elaborar arranjos mistos e complementares entre estratégias injuntivas e propostas de autorregulação ou hetero-regulação, como é o caso do princípio *comply or explain*.

No caso específico das *sunset clauses* (ou cláusulas do pôr-do-sol) – expressão há muito utilizada no processo legislativo estadunidense para designar o prazo de validade de certos atos normativos⁵⁰⁸ –, estamos nos referindo a um dispositivo de ajuste regulatório às mudanças sociais ou tecnológicas; funcionando, dessa forma, como um autêntico instrumento de

⁵⁰⁴ No âmbito da Lei nº 13.709, de 14 de agosto de 2018, Lei Geral de Proteção de Dados (LGPD), *vide* art. 6º, inciso VI: “As atividades de tratamento de dados pessoais deverão observar a boa-fé e os seguintes princípios: [...] transparência: garantia, aos titulares, de informações claras, precisas e facilmente acessíveis sobre a realização do tratamento e os respectivos agentes de tratamento, observados os segredos comercial e industrial”.

⁵⁰⁵ KREPS, David Marc. *A course in microeconomic theory*. Princeton: Princeton University Press, 1990. p. 630.

⁵⁰⁶ Como sintetiza Edward Lazear, a força de um tipo de contrato é a fraqueza de outro. LAZEAR, Edward P. Incentive contracts. *In*: EATWELL, John; MILGATE, Murray; NEWMAN, Peter. *The new Palgrave Dictionary of Economics*. Londres: Palgrave Macmillan, 2018. pp. 6156-6157. Ver também: MILLER, Gary J. Solutions to principal-agent problems in firms. *In*: MÉNARD, Claude; SHIRLEY, Mary M. *Handbook of new institutional economics*. Heidelberg: Springer, 2008. p.360.

⁵⁰⁷ BELCREDI, Massimo; FERRARINI, Guido. Corporate boards, incentive pay and shareholder activism in Europe: main issues and policy perspectives. *In*: BELCREDI, Massimo; FERRARINI, Guido. *Boards and shareholders in European listed companies: facts, context and post-crisis reforms*. Cambridge: Cambridge University Press, 2013. pp. 31-32.

⁵⁰⁸ De acordo com Charles Geisst, uma das primeiras *sunset clauses* na história legislativa americana remonta à legislação sobre usura da colônia de Nova York, em 1717. Ver: GEISST, Charles R. *Beggars thy neighbor: a history of usury and debt*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2013. p. 115.

precaução.⁵⁰⁹ Instrumento este que, uma vez inscrito nos estatutos sociais de companhias com voto plural, pode assumir a forma tanto de cláusulas temporais (*time-based sunset*) quanto de cláusulas baseadas em eventos (*event-based sunset*).⁵¹⁰

2. Cláusulas baseadas no tempo (*time-based sunsets*)

2.1 Considerações gerais

Após um rápido desenvolvimento no uso das ações com voto plural nos anos 1920, os episódios de abuso envolvendo a sua utilização desencadearam uma série de reações doutrinárias e legislativas buscando ora regulamentar, ora suprimir o instituto. Na França, a sua abolição foi apresentada ao *Parlement* em 1922, sendo convertida em regulamentação após as mudanças realizadas pela *Commission de législation civile de la Chambre des Députés* de 1926.⁵¹¹ Neste mesmo ano, o XXIV Congresso de Juristas, realizado em Colônia, na Alemanha, declarar-se-ia favorável à atribuição de votos adicionais a certas ações desde que limitados temporalmente a um prazo de cinco anos de duração.⁵¹² Sob esse aspecto, as doutrinas francesa e italiana mantiveram-se majoritariamente céticas quanto ao estabelecimento de qualquer limite temporal à existência do privilégio, especialmente quando a previsão desse excesso de votos restasse justificada por razões de interesse nacional.⁵¹³

Um século depois, tal qual a adequada proporção entre capital investido e poder político, a instituição de limites temporais voltaria a ocupar o centro das discussões, no que alguns autores já chegaram a concluir que de agora em diante o debate sobre o voto plural deveria

⁵⁰⁹ RANCHORDÁS, Sofia. *Constitutional sunsets and experimental legislation: a comparative perspective*. Cheltenham: Edward Elgar, 2014. pp. 8-9.

⁵¹⁰ BEBCHUK, Lucian A.; KASTIEL, Kobi. The untenable case for perpetual dual-class stock. *Virginia Law Review*. v. 103, n. 4, pp. 585-631, jun. 2017. p. 619; FISCH, Jill E.; SOLOMON, Steven Davidoff. *The problem of sunsets*. *Boston University Law Review*. v. 99, pp. 1057-1094, 2019. pp. 1079-1090; MOORE, Op. cit., 2020. p. 93; WINDEN, Op. cit., 2018. pp. 869-870.

⁵¹¹ O projeto de lei de junho de 1922, apresentado pelos deputados Lesaché, Gheusi, Chabrun, Lamoureux, Eymond e Ternois, foi aprovado com modificações pela Comissão de direito civil da Câmara dos Deputados em junho de 1926. No ano seguinte, será o *Ministre du Commerce* o responsável por apresentar um novo projeto ao Senado, todos eles igualmente estudados pela *Commission de législation civile*. Em 1930, outro projeto de lei seria endereçado àquela casa pelo então senador Lesaché buscando não a abolição do voto plural, mas uma regulamentação rígida do seu uso. Para mais detalhes, vide Exposição de Motivos do projeto de 1930: Sénat, n. 203, année 1930, Session Ordinaire, annexe au procès-verbal de la séance du 2 avril 1930. *Proposition de loi tendant à réglementer l'usage du droit de vote privilégié dans les sociétés anonymes, présentée par M. Lesaché, Sénateur*. Quanto às controvérsias parlamentares vide os debates no *Journal Officiel de la République Française*, n. 30, p. 207, 12 de março de 1927. Ver também: BUREAU, Op. cit., 1929, pp. 85-89.

⁵¹² Ver: CORMIER, Op. cit., 1932. p. 44.

⁵¹³ “Noi siamo su questo punto perfettamente concordi con gli scrittori francesi. Quelle ragioni che hanno consigliato l'emissione di azioni A, l'impiego stabile dal capitale da parte di alcuni soci, la preminenza nella gestione affidata, *intuitu personae*, ai più degni permangono indubbiamente anche dopo che siano scaduti i 25 anni” (ELENA, Op. cit., 1927. pp. 171-172).

concentrar-se ou na sua completa eliminação ou numa permissão com períodos fixos de tempo. Ou seja, através do estabelecimento de cláusulas temporais obrigatórias que pudessem evitar a perpetuação dinástica do poder de comando da máquina social.⁵¹⁴

Resulta, portanto, inevitável avaliarmos quais as falhas e vantagens destas cláusulas, que tipos de ineficiência elas buscam dirimir, bem como discutir os novos problemas e imperfeições que elas eventualmente possam causar.

2.2 Em defesa dos limites temporais

Devido à sua simplicidade, o que não quer dizer maior eficiência, as cláusulas temporais são normalmente invocadas como um dos principais instrumentos de contenção dos efeitos adversos de uma estrutura de capital com privilégios de voto. Com efeito, argumentos favoráveis à previsão desses limites destacam que mesmo sendo vantajoso nos momentos iniciais da companhia, ou logo após a abertura do capital, o excedente político poderia ocasionar ineficiências substanciais no longo prazo.

Considerando que o voto plural tem sido cada vez mais utilizado por empresas de setores intensivos em tecnologia e, por sua própria natureza, mais dinâmicos e inovadores, as perspectivas de diminuição ou perda das capacidades específicas do acionista controlador representam um risco considerável para esses modelos de negócio.⁵¹⁵ Em bom rigor, a liderança veria prejudicada as suas funções quase demiurgas – o chamado *golden touch*⁵¹⁶ ou o já nomeado *impulsion éclairée*⁵¹⁷ –, e passaria a tomar decisões não apenas equivocadas, sob qualquer ponto de vista, mas que não representariam qualquer superioridade técnica adicional em relação a outros potenciais controladores minimamente qualificados.

Diante desse cenário de verdadeira obsolescência das capacidades empreendedoras e de inovação, seria ilusório esperar que um controlador incapaz se desfaça voluntariamente da sua posição de comando. E não o faria não apenas nas situações em que não pode, mas também naqueles casos em que simplesmente não quer, como quando a essa posição estejam associados altos benefícios particulares de controle. Por conseguinte, em face dos riscos de que sejam posteriormente desfeitas as condições que originalmente deram azo ao privilégio, demandar-se-ia a instituição prévia de salvaguardas temporais capazes de resguardar os demais interesses

⁵¹⁴ BEBCHUK; KASTIEL, Op. cit., 2017. pp. 590-591.

⁵¹⁵ BEBCHUK; KASTIEL, Op. cit., 2017. p. 592; FISCH; SOLOMON, Op. cit. 2019. pp. 1079-1080.

⁵¹⁶ BEBCHUK; KASTIEL, Op. cit., 2017. p. 605.

⁵¹⁷ BUREAU, Op. cit., 1929, pp. 88-89.

em jogo na companhia e a própria continuidade dos negócios. Em outros termos, e assim o dizia Bertrand de Jouvenel, se por um lado o poder *est une nécessité sociale*, por outro, *est aussi un péril social*.⁵¹⁸

Assim, transcorrido certo intervalo de tempo após a abertura do capital, caberia aos acionistas desvinculados do poder de controle estabelecerem a conveniência ou não de se manter uma estrutura de capital com votos adicionais. Em outros termos, atingindo-se um prazo previamente fixado e por todos conhecido, a cláusula de caducidade seria automaticamente acionada, condicionando a prorrogação do voto plural à aprovação dos acionistas minoritários. A estes, e tão somente a eles, caberia reavaliar se a atuação do acionista controlador atenderia ou não às suas expectativas razoáveis sobre o sucesso e o futuro do empreendimento.⁵¹⁹

Torna-se, assim, claro que a atribuição de privilégios políticos ao controlador deveria ter em conta não somente o conhecimento e as habilidades específicas que ele possui no início da atividade econômica, mas considerar, adicionalmente, a forma como essas variáveis poderão se comportar ao longo do tempo. Daí a justificativa para o desenho e instituição de salvaguardas que possam proteger as demais partes interessadas.

2.3 Argumentos contrários aos limites temporais

À primeira vista, se para estruturas acionárias com voto plural a simples passagem do tempo pode representar um sério risco de governança,⁵²⁰ por outro lado, a imposição regulatória de um limite temporal único, planejado e universal também pode introduzir arranjos ineficientes de gerência e controle. Significa dizer que a opção por uma regra, embora forneça maior certeza e previsibilidade, traz consigo o problema do tamanho único (*one size does not fit all*) ou o inconveniente da uniformidade, desconsiderando que aquilo que funciona para certas companhias pode não se aplicar a todos os outros modelos de negócio.⁵²¹

Assim sendo, a aplicação universal e uma adesão mecânica a um conjunto ideal ou abstrato de boas práticas (*gold standards*) – por vezes mesmo maniqueísta – nem sempre

⁵¹⁸ JOUVENEL, Bertrand de. *Du pouvoir: histoire naturelle de sa croissance*. Paris: Librairie Hachette, 1972. pp. 457-458.

⁵¹⁹ EISENBERG, Melvin A. *Foundational principles of contract law*. New York: Oxford University Press, 2018. p.6. Para uma crítica à noção de *reasonable expectation*, ver: ALPA, Guido. *Manuale di diritto privato*. Milano: CEDAM, 2020. pp. 603-604; COLLINS, Hugh. Introduction: the research agenda of implicit dimensions of contracts. In: CAMPBELL, David; COLLINS, Hugh; WIGHTMAN, John. *Implicit dimensions of contract discrete: relational and network contracts*. Oxford: Hart Publishing, 2003. p.16.

⁵²⁰ BEBCHUK; KASTIEL, Op. cit., 2017. p. 589.

⁵²¹ BAINBRIDGE, Stephen M. *The complete guide to Sarbanes-Oxley: understanding how Sarbanes-Oxley affects your business*. Massachusetts: Adams Media, 2007. pp. 143- 144.

representam o melhor caminho para o mais amplo espectro de atividades econômicas. Desta feita, para além de uma macroperspectiva generalista ou de práticas homogêneas, rígidas e monistas, exige-se uma flexibilidade extra quando do desenho de práticas de governança (*law in the books*) que possam, com isso, atender ao maior conjunto possível de demandas e nuances (*law in action*).⁵²² Com o voto plural, certamente, não é diferente.

Nos casos de fixação regulatória de um teto de vigência para o excedente político, as companhias sujeitam-se a uma data limite na qual todas as ações ordinárias de voto plural serão automaticamente convertidas em ações ordinárias de voto unitário, o que não deixa de ser problemático.

Idealmente, esse período máximo de tempo seria suficiente para que o controlador pudesse desenvolver e implementar a sua visão particular do negócio. Mas em termos fáticos, trata-se de mais uma resposta arbitrária⁵²³ a um risco eminentemente contextual.⁵²⁴ Quanto a isso, basta notarmos que os prazos de idealização, planejamento e execução de certas atividades, e conseqüentemente a própria concretização das ideias do acionista controlador, podem variar enormemente a depender de fatores como o objeto social da companhia, o tamanho e o alcance dos seus mercados, o ciclo operacional,⁵²⁵ a cultura organizacional, ou ainda a maturidade da companhia. Por isso se fala, atualmente, em uma visão dinâmica ou contextual da governança, cujos objetivos devem variar em função dos diferentes estágios de desenvolvimento ou ciclo financeiro das organizações.⁵²⁶

Para além dos problemas da abordagem de período único, as cláusulas temporais normalmente pressupõem que os acionistas não vinculados ao controle serão capazes de avaliar corretamente a necessidade de permeância ou não do acionista controlador após a expiração do prazo inicialmente fixado. Assim, busca-se prever o momento exato no futuro em que as motivações do acionista controlador divergirão dos interesses dos demais acionistas.⁵²⁷

Em tese, a votação dos minoritários seria responsável por decidir adequadamente entre manter os privilégios políticos de um controlador que realmente atue em prol da companhia ou

⁵²² ARCOT, Sridhar R.; BRUNO, Valentina Giulia. One size does not fit all, after all: evidence from corporate governance. *Journal of Empirical Legal Studies*, v. 4, pp. 1041-1057, dec. 2007.

⁵²³ WINDEN, Op. cit., 2018. p. 917.

⁵²⁴ MOORE, Op. cit., 2020. p. 148.

⁵²⁵ Destacamos que, ao contrário da anualidade do exercício social, que é princípio de ordem pública inscrito no art. 175 da LSA, o ciclo operacional é variável e constitui um parâmetro de classificação de ativos e passivos em circulantes e não circulantes de acordo com os seus prazos de realização e liquidação, respectivamente. Quando este ciclo não for claramente identificável, como no caso de instituições financeiras, pressupõe-se que sua duração seja de doze meses. Trata-se, portanto, de variável fundamental para avaliar a busca e a implementação de ideias inovadoras por parte do acionista controlador.

⁵²⁶ OLIVEIRA, Op. cit., 2017. p. 30.

⁵²⁷ REDDY, Op. cit., 2021. pp. 533-535.

extingui-los de vez quando esses privilégios tenham se revelado danosos. Ocorre, porém, que a decisão de manter o voto plural, mesmo quando benéfica, dificilmente será tomada, pois em que pese a obrigação de atender ao melhor interesse da companhia, verifica-se aqui um efetivo conflito de interesses. De um lado, há benefícios particulares em torno da disputa pela aquisição do poder de controle e da sua introdução, com possibilidade de prêmio, em um *market for corporate control*, de outro, a manutenção de uma estrutura acionária capaz de gerar benefícios superiores no longo prazo.⁵²⁸

Considerando um modelo ótimo, nos casos em que o voto plural continuasse a ser vantajoso para o sucesso da companhia, caberia aos acionistas minoritários decidir favoravelmente quanto à sua manutenção. Note-se, porém, que, diante da possibilidade de ganhos oriundos do prêmio de controle, essa decisão dificilmente será tomada.⁵²⁹ Além do mais, a exigência de consentimento por parte dos minoritários para que o acionamento da cláusula seja prorrogado é capaz de desvair a atuação do controlador, pressionando-o no sentido da mera satisfação de interesses econômicos de curto prazo daqueles acionistas em detrimento da adoção das melhores estratégias para o negócio.⁵³⁰

Importa ainda notar que, em termos de teoria dos jogos, a extinção da pluralidade de votos e de todos os privilégios a ela associados em uma data previamente conhecida acaba introduzindo mais um risco, aquilo que os economistas chamam de problema do último período, *last-period* (ou *end-period*) *problem*.⁵³¹ Nesta situação, quanto mais próximo o fim anunciado de uma relação, maiores serão os custos associados ao comportamento oportunista. Isto porque nos jogos ou transações repetidas o risco de autonegociação é mitigado pela ameaça de punição futura,⁵³² já nos casos de último período esta ameaça é reduzida ou desaparece por completo, tornando economicamente mais vantajoso optar pela trapaça.⁵³³ Por isso, avaliando de modo distinto o presente e o futuro, o comportamento cooperativo em jogos *com repetições finitas* tenderia cada vez mais a uma escolha orientada para o autointeresse.

Nos casos de controlador com ações de voto plural, é de suma importância que a sua atuação presente seja constantemente avaliada, de modo que o valor da sua reputação futura

⁵²⁸ FISCH; SOLOMON, Op. cit., 2019. pp. 1084-1085.

⁵²⁹ MOORE, Op. cit., 2020. pp. 152-156.

⁵³⁰ SHARFMAN, Bernard S. The undesirability of mandatory time-based sunsets in dual class share structures: a reply to Bebchuk and Kastiel. *Southern California Law Review*, v. 93, pp. 1-10, abr. 2019. p. 9.

⁵³¹ MCKENZIE, Richard B.; LEE, Dwight R. *Managing through incentives: how to develop a more collaborative, productive, and profitable organization*. Oxford: Oxford University Press, 1998. pp. 224-235.

⁵³² Aplicando esta ideia a aquisições negociadas, (*negotiated corporate acquisitions*): BAINBRIDGE, Stephen M. *The new corporate governance in theory and practice*. Oxford: Oxford University Press, 2008. p. 132.

⁵³³ BECKER, Gary S.; POSNER, Richard A. *Uncommon sense: economic insights, from marriage to terrorism* Chicago: The University of Chicago Press, 2009. p. 173.

consiga superar qualquer proveito que dela possa ser extraído no curto prazo. Em outros termos, é fundamental que o controlador acredite que o seu comportamento presente possa afetar a sua reputação e, portanto, ter consequências para o futuro. Por outro lado, se o seu esforço presente jamais puder ser reconhecido de maneira adequada, fracos serão os incentivos para que ele atue de forma genuinamente inovadora, preferindo extrair benefícios de sua reputação no curto prazo.

Como se depreende deste raciocínio, os problemas associados às cláusulas temporais que estipulem um momento exato para a extinção do voto plural, mesmo que não justifiquem uma perpetuidade da vantagem política,⁵³⁴ podem colapsar os sistemas de incentivo reputacional.⁵³⁵ De fato, perante uma perda brusca do poder de comando, diversos serão os incentivos para que o controlador se envolva em transações que possam desviar ou destruir recursos, como a valorização do curto prazo ou a assunção excessiva de riscos.⁵³⁶

Assim, uma vez que a atuação do controlador esteja diretamente relacionada à existência de um futuro que possa influenciar o seu comportamento presente⁵³⁷ e, portanto, vinculada a uma reputação de continuidade,⁵³⁸ a perda iminente do poder de controle poderá desaguar tanto em apatia e desinteresse pelos negócios sociais – gerando um vazio de liderança, tão logo preenchido – quanto na mais empenhada expropriação de valor. Neste último caso, quanto mais próxima a saída de cena, quanto maiores serão os incentivos para que a imposição de vontade do acionista controlador seja usada não no interesse da companhia, mas única e exclusivamente para a satisfação de interesses individuais, seja em proveito próprio ou alheio. Nesse sentido, conforme pontua Ana Frazão, embora os acionistas exerçam direitos subjetivos, estando, portanto, autorizados a perseguir o interesse próprio, devem fazê-lo em harmonia com o concurso societário e o interesse social.⁵³⁹ Portanto, ainda que defendam interesses próprios, não devem, com isso, causar danos à sociedade e aos demais acionistas.⁵⁴⁰

⁵³⁴ BEBCHUK; KASTIEL, Op. cit., 2017. p. 626.

⁵³⁵ Para uma aplicação similar a relações de produção e consumo, vide: KREPS, Op. cit., 1990, pp. 532-533.

⁵³⁶ MOORE, Op. cit., 2020. pp. 151-152.

⁵³⁷ KREPS, Op. cit., 1990, p. 536.

⁵³⁸ Como refere Michael Spence, é preciso sabermos quem estará persistentemente no mercado e, portanto, quem terá incentivos para estabelecer uma reputação por meio de repetidas jogadas. Cf. SPENCE, Op. cit., 2002. p. 343.

⁵³⁹ FRAZÃO, Ana. Conflito de interesses: a controvérsia entre a teoria formal e a teoria material. In: COELHO, Fábio Ulhoa. *Lei das Sociedades Anônimas comentada*. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 489.

⁵⁴⁰ Sobre a legitimidade do voto em interesse próprio, destaca-se o entendimento da CVM: “[O]s acionistas defendem interesse próprio, que muitas vezes, são contrapostos aos dos demais acionistas. Nesses casos, se a questão tratar de direitos dos acionistas sem impacto nas atividades da companhia, é lícito ao acionista votar no interesse de sua espécie ou classe, sem levar em consideração o interesse de outra espécie ou classe (desde que não vise causar dano para outros acionistas ou obter vantagem a que não faz jus com prejuízo para companhia ou para acionistas). Dentro de uma mesma espécie ou classe de ações, o acionista pode votar, observadas essas mesmas limitações, de acordo com seu interesse individual”. Ver: PAS CVM nº 12/01, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 12.01.2006.

Por tudo isso, o processo de substituição temporal de acionistas controladores precisa ser repensado e instituído com cautela, buscando reduzir ou eliminar os chamados problemas de último período e, assim, reforçar o sistema de deveres inerente à condição de gestor. Para tanto, segundo John Coffee, ao invés de uma perda brusca e patente do poder de controle – a exemplo da conversão automática da legislação brasileira – seria preferível fórmulas mais sutis, como a dissipação gradual daquele poder.⁵⁴¹

3. Cláusulas baseadas em eventos (*event-based sunset*)

3.1 Herança, compra e venda e doação

Em que pese a arbitrariedade das cláusulas temporais,⁵⁴² outro tanto seria advogar pela continuidade indefinida de uma estrutura acionária com voto plural mesmo diante de acontecimentos que provoquem a redução ou perda da sua utilidade. E, por isso mesmo, e por revelar forte caráter *intuitu personae*, o excedente político tampouco deveria ser transmitido e perpetuado por herança, compra e venda ou doação, passando a exigir parâmetros mais objetivos que a mera passagem do tempo para avaliar a sua capacidade de geração de valor e, conseqüentemente, a necessidade de sua eventual extinção.

Sob esse aspecto, e antes de qualquer outro fator, a possibilidade de herdar ações com voto plural conflita diretamente com a própria razão de ser do instituto.⁵⁴³ Estando o privilégio associado à busca e implementação de ideias por um controlador visionário, seria pouco razoável supor que essas habilidades particulares sejam transmitidas para as gerações futuras unicamente em razão do parentesco. Afinal de contas, à transmissão e ao acúmulo intergeracional de riqueza não se associam necessariamente a transmissão e o acúmulo de habilidades em geri-la. E isto já o sabia o legislador filipino do século XVII, vedando a hereditariedade da posição de sócio em face do teor personalista do antigo contrato de sociedade e companhia,⁵⁴⁴ contrato este que de modo algum poderia se submeter aos riscos de um herdeiro que não fosse *bonus socius et idoneus societatis*.⁵⁴⁵

⁵⁴¹ COFFEE JR., John C. Dual class stock: the shades of sunset. *CLS Blue Sky Blog*, 19 nov. 2018.

⁵⁴² FISCH; SOLOMON, Op. cit. 2019. p. 1063; WINDEN, Op. cit., 2018. p. 917.

⁵⁴³ FISCH; SOLOMON, Op. cit. 2019. p. 1088.

⁵⁴⁴ “O contracto de Companhia se desfáz por morte natural de qualquer dos companheiros. E aindaque fiquem outros alguns vivos, tambem quanto á elles acabará o dito contracto, salvo se a principio se acordasse entre todos, que o tal contracto durasse entre os que vivos ficassem”, conforme § 4º, Título XLIV, Livro IV.829.

⁵⁴⁵ MARCOS, Rui Manuel de Figueiredo. *As companhias pombalinas*: contributo para a história das sociedades por acções em Portugal. Coimbra: Almedina, 2019. pp. 330-331.

Dessa forma, permitir que as vantagens políticas e os mais amplos benefícios particulares – pecuniários ou não – associados ao voto plural se tornem hereditários, eleva, por outro lado, os riscos associados à redução do desempenho gerencial verificado entre as sucessivas gerações familiares.⁵⁴⁶ Podendo, assim, deixar o controle da vontade social e todo o complexo de elementos dirigentes a cargo de titulares incompetentes ou complementemente apáticos.

Sob esse aspecto, mesmo considerando o papel que o controle familiar pode exercer em mercados em que as trocas são apoiadas por mecanismos reputacionais,⁵⁴⁷ é possível que a perpetuação dinástica do excedente político promova efeitos adversos não apenas sobre o desempenho da companhia⁵⁴⁸ ou os interesses dos demais acionistas, mas até mesmo sobre as condições macroeconômicas do país.⁵⁴⁹ O que pode ser ainda mais danoso quando essa reprodução do poder for adotada por setores inovadores, de rápido crescimento ou por mercados que requeiram força de trabalho altamente qualificada.⁵⁵⁰

Note-se, aliás, que controladores herdeiros normalmente ocupam as suas posições não por comprovarem qualquer habilidade especial de gestão e inovação, podendo, isto sim, destruir riqueza e bloquear os processos de mudança disruptiva.⁵⁵¹ Não por acaso é que se denominam as empresas sob direção de seus fundadores como empresas controladas por empreendedores em contraposição a empresas controladas por herdeiros.⁵⁵²

De modo similar às transmissões hereditárias, qualquer outro evento que possa incorrer em transferência de fato ou de direito das ações com voto plural, como morte ou incapacidade do acionista controlador, deve ser motivo suficiente para que ocorra uma conversão automática das ações com alto direito de voto em ações ordinárias simples ou comuns.⁵⁵³ Quanto a este aspecto, uma possível exceção seria as previsões estatutárias de transferências destas ações a

⁵⁴⁶ GILSON, Ronald J. Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy. *Harvard Law Review*, v. 119, n. 6, pp. 1641-1679, abr. 2006. p. 1668.

⁵⁴⁷ GILSON, Ronald J. Controlling family shareholders in developing countries: anchoring relational Exchange. *Stanford Law Review*, v. 60, n. 2, pp. 633-655, Nov. 2007.

⁵⁴⁸ Veja-se a este título: MORCK, Randall; WOLFENZON, Daniel; YEUNG, Bernard. Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, v. 43, n. 3, pp. 655-720, set. 2005.

⁵⁴⁹ Segundo Morck e Yeung (2004), o Produto Interno Bruto (PIB) possui uma significativa correlação negativa com o controle familiar intergeracional. Conforme MORCK, Randall; YEUNG, Bernard. Family control and the rent-seeking society. *Entrepreneurship Theory and Practice*. v. 28, n. 4, pp. 391-409, jul. 2004.

⁵⁵⁰ De acordo com Bennedsen et al. (2007), as várias sucessões familiares na gestão possuem um forte impacto negativo no desempenho das companhias, especialmente em termos de lucro operacional dos ativos e retorno sobre o capital empregado (ROCE). Cf.: BENNEDSEN, Morten; NIELSEN, Kasper Meisner; PEREZ-GONZALEZ, Francisco; WOLFENZON, Daniel. Inside the family firm: the role of families in succession decisions and performance. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 122, n. 2, pp. 647-691, maio 2007.

⁵⁵¹ MORCK, Randall; STANGELAND, David; YEUNG, Bernard. Inherited Wealth, Corporate control, and economic growth: the Canadian disease? In: MORCK, Randall. *Concentrated corporate ownership*. Chicago: The University of Chicago Press, 2000. pp. 342-347.

⁵⁵² MORCK; STANGELAND; YEUNG, Op. cit., 2000. p. 337.

⁵⁵³ MOORE, Op. cit., 2020. pp. 104-105; FISCH; SOLOMON, Op. cit., 2019. pp. 1090.

outros cofundadores⁵⁵⁴ ou *insiders* integrantes de alguma forma de controle conjunto ou compartilhado e que possam, igualmente, contribuir para o sucesso da companhia com suas estratégias e decisões disruptivas. Sendo essa uma abordagem já presente nos estatutos de grandes companhias como Google (atual Alphabet Inc.), Facebook (hoje Meta Platforms, Inc.) e Snap Inc., bem como nas mais recentes regulações bolsistas.

4. Cláusulas fiduciárias

Ao lado das mais amplas circunstâncias que possam envolver a transferência efetiva dos benefícios políticos associados às ações, como herança, compra e venda ou doação, podemos ainda nos referir a um outro subconjunto de eventos especificamente relacionados à forma de atuação do acionista controlador e cuja ocorrência pode igualmente minar a eficiência das estruturas acionárias com voto plural. Trata-se, aqui, de verdadeiros condicionantes comportamentais ao exercício do poder decisório, instituídos para limitar a permanência dos votos adicionais à ocorrência de certos eventos previamente estabelecidos nos estatutos.

Em primeiro lugar, é eloquente o caso envolvendo a necessidade de efetiva utilização do poder de controle para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Ora, sendo o excesso de votos atribuído ao controlador em função da sua contribuição única para a criação de valor, caso ele não exerça de fato a gestão da atividade empresarial esse excedente político perde a sua razão de ser. Em outras palavras, o regime das ações com voto plural traz consigo a necessidade de uma contribuição material por parte do acionista dominante, ficando este obrigado a contribuir para o sucesso da companhia através do seu conjunto de experiências e habilidades específicas.

Ademais, a literatura econômica tem respaldado essa visão, particularmente em empresas familiares, nas quais a criação de valor tende a ser positiva apenas quando o fundador atua como CEO (*Chief Executive Officer*) ou presidente da companhia⁵⁵⁵. Portanto, nada mais razoável que a instituição de cláusulas que prevejam a perda do acréscimo político nos casos em que o acionista controlador não utilize efetivamente esse privilégio, deixando, assim, de se envolver ativamente na condução dos negócios sociais.

⁵⁵⁴ WINDEN, Op. cit., 2018. p. 924.

⁵⁵⁵ VILLALONGA, Belen; AMIT, Raphael. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, v. 80, n. 2, pp. 385-417, maio 2006.

Da mesma forma, e diante da centralidade da boa-fé e da tutela da confiança no sistema societário,⁵⁵⁶ a extinção dos excessos de voto poderia igualmente decorrer de uma violação dos deveres fiduciários impostos aos controladores (*fiduciary sunsets*),⁵⁵⁷ seja por ação ou omissão,⁵⁵⁸ tais como os deveres gerais de diligência (*duty of care*) e lealdade (*duty of loyalty*). Deveres estes que, muito embora não estejam expressamente previstos na Lei das S/A quanto aos acionistas controladores, lhes são aplicados tanto em função da cláusula geral constante do art. 116, § único,⁵⁵⁹ quanto da própria realidade societária brasileira, na qual os controladores adquirem funções semelhantes àquelas desempenhadas pelos administradores nos demais sistemas societários.⁵⁶⁰

Nestes casos, a inobservância dos deveres fiduciários, diferentemente de qualquer exame de mérito sobre decisões negociais,⁵⁶¹ representa uma verdadeira extrapolação da discricionariedade necessária para que o controlador implemente a sua visão particular do negócio, devendo ensejar a conversão automática do voto plural em voto unitário e a consequente perda do poder de comando em virtude do descumprimento de cuidado impositivo ou de comportamento desleal.

⁵⁵⁶ Menezes Cordeiro resume: “Ainda como manifestação geral da boa-fé e da tutela da confiança, temos deveres de lealdade: entre sócios e entre estes e os administradores. A realidade societária exige que as pessoas possam confiar umas nas outras, pelo menos funcionalmente” (CORDEIRO, Op. cit., 2011. p. 282).

⁵⁵⁷ WINDEN, Op. cit., 2018. p. 929.

⁵⁵⁸ Como destaca a Diretora Rel. Luciana Dias: “Nesse sentido, observo que não só as modalidades omissivas de violação aos deveres fiduciários do controlador (art. 116) e de abuso do poder de controle (art. 117) são amplamente admitidas pela doutrina jurídica, como a própria CVM já concluiu que (i) as obrigações do controlador ultrapassam aquelas inerentes ao exercício do direito de voto; e (ii) é possível responsabilizar o controlador por condutas omissivas” (PAS CVM nº RJ2012/1131, Dir. Rel. Luciana Dias, j. 26.05.2015).

⁵⁵⁹ FRAZÃO, Op. cit., 2011. pp. 259-262. Nesse mesmo sentido, a Diretora Rel. Luciana Dias, no âmbito do PAS CVM nº RJ2012/1131: “Como consequência do exposto acima, o parágrafo único do art. 116 da lei societária impõe um dever ativo ao controlador. Em outras palavras, as finalidades previstas em lei para o exercício do poder de controle não são decorrências eventuais ou aleatórias do exercício do poder, mas devem ser obrigatória[s] e proativamente perseguidas pelo controlador. A atuação em sentido diverso configura violação aos deveres fiduciários a que alude tal dispositivo. Mais do que isso, poder-se-ia falar até mesmo que tal atuação afasta a legitimidade do exercício do poder de controle e caracteriza, portanto, desvio de finalidade desse poder” (PAS CVM nº RJ2012/1131, Dir. Rel. Luciana Dias, j. 26.05.2015).

⁵⁶⁰ SALOMÃO FILHO, Op. cit., 2019. pp. 298-299.

⁵⁶¹ De acordo com vasta jurisprudência da CVM, o sistema de proteção dos deveres fiduciários não se confunde com qualquer juízo de valor sobre a qualidade da gestão, não representando, assim, um exame de mérito. Constitui, por outro lado, um instrumento de proteção dos acionistas e do próprio mercado contra atos deliberadamente desleais ou contra a falta de cuidados impositivos. Afastando-se, portanto, da aplicação de uma *business judgment rule tropicalizada*, conforme nomeou o instituto de origem estadunidense o Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no PAS nº 03/2002. Ver: PAS CVM nº 03/02, Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 12.02.2004; PAS CVM nº RJ2005/1443, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio, j. 21.03.2006; PAS CVM nº RJ2005/8542, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 29.8.2006; PAS CVM nº 21/04, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 15.05.2007; PAS CVM nº 25/2003, Dir. Rel. Eli Loria, j. 25.03.2008; PAS CVM nº RJ2009/2610, Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto, j. 28.09.2010; PAS CVM nº RJ2008/9574, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 27.11.2012; PAS CVM nº 24/2006, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. 18.02.2013; PAS CVM nº 07/2012, Dir. Rel. Gustavo Tavares Borba, j. em 06.03.2018; PAS CVM nº RJ2015/12087, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. 24.07.2018; PAS CVM nº RJ2016/7190, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 09.07.2019; PAS CVM nº 06/2016, Dir. Gustavo Machado Gonzalez, j. 03.11.2020; PAS CVM nº RJ2014/3161, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. 10.11.2020.

5. Cláusulas de desempenho

Em que pese a vinculação dos deveres fiduciários, especialmente do dever de diligência, a uma obrigação de meio e não de resultado,⁵⁶² a manutenção do voto plural poderia ainda estar associada ao alcance de determinadas metas ou resultados previamente estabelecidos (*performance sunsets*),⁵⁶³ tais como o desempenho de cotação dos ativos da companhia ou o atingimento de certo nível de receita.

Adiantemo-nos, esta solução, embora problemática, não seria de todo estranha ao regramento empresarial brasileiro. Basta notarmos a ampliação que foi dada ao dever de diligência no âmbito da Lei das Estatais (Lei nº. 13.303/2016), visto aí como uma obrigação de fim no seu art. 23, e condicionando a investidura em cargo de diretoria, tanto de empresa pública quanto de sociedade de economia mista, à assunção de compromisso com metas e resultados específicos.⁵⁶⁴ Lembrando que, pelo regramento da LSA, as disposições relativas ao voto plural não se aplicam às empresas públicas, às sociedades de economia mista, às suas subsidiárias e às sociedades controladas direta ou indiretamente pelo poder público (art. 110-A, § 14).

Por outro lado, não podemos esquecer que a gestão da sociedade anônima ordinária continua a ser balizada por obrigações de meio,⁵⁶⁵ atrelando o cumprimento do dever de diligência a uma análise meramente procedimental,⁵⁶⁶ i. e., privilegiando o emprego dos melhores esforços em detrimento da obtenção de um certo resultado.⁵⁶⁷ Além do mais, conforme Andrew Winden, a vinculação da permanência do voto plural e, assim, da estabilidade do poder de controle, a certas métricas de desempenho, particularmente financeiras, pode envolver riscos de gerenciamento de resultados que não podem ser ignorados.⁵⁶⁸

⁵⁶² RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de diligência dos administradores de sociedades*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 246.

⁵⁶³ WINDEN, Op. cit., 2018. pp. 928-929.

⁵⁶⁴ Art. 23 da Lei nº. 13.303/2016: “É condição para investidura em cargo de diretoria da empresa pública e da sociedade de economia mista a assunção de compromisso com metas e resultados específicos a serem alcançados, que deverá ser aprovado pelo Conselho de Administração, a quem incumbe fiscalizar seu cumprimento”.

⁵⁶⁵ Ver: COELHO, Op. cit., 2012, p. 274; PARENTE, Flávia. *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 50; PAS CVM nº RJ2012/1131, Dir. Rel. Luciana Dias, j. 26.05.2015; PAS CVM nº RJ2014/3161, Dir. Rel. Flávia Sant’Anna Perlingeiro, j. 10.11.2020.

⁵⁶⁶ PAS CVM nº 19957.011774/2007-41, Dir. Rel. Marcelo Barbosa, j. 17.12.2019; PAS CVM nº RJ2016/4271, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 08.01.2019.

⁵⁶⁷ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. Vol. III (arts. 138 a 205). São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 116.

⁵⁶⁸ O tema diz respeito, essencialmente, à qualidade da informação contábil e à forma como gestores tomam decisões sobre essas informações. Ressalta-se que esses procedimentos não são ilegais *per se* e nem se confundem com fraude, podendo ambos ocorrer simultaneamente. Como atesta a própria CVM, destacando as conclusões da Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria (SNC) sobre os registros contábeis adotados pela Petrobras, “não existe óbice ao procedimento contábil levado a efeito pela companhia, ressalvada nossa consideração quanto aos riscos de gerenciamento de resultados possibilitado pela permissividade do CPC 38 (IAS 39)”, que trata do reconhecimento e mensuração de instrumentos financeiros. Ver: PA CVM nº RJ2013/7516, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira, j. 11.07.2017. Ver ainda: LOPES, Alexandro Broedel. Earnings management and

6. Cláusulas de desinvestimento

Instituído o voto plural e fixadas as proporções mínimas entre o aporte financeiro e o seu respectivo poder político, não seria difícil imaginar situações nas quais o domínio da sociedade pudesse ser buscado através de contribuições cada vez menores, aprofundando, assim, todos os custos de governança associados aos conflitos de agência.

Com efeito, seja diretamente, por meio da transferência de parcela de suas ações, seja indiretamente, através do uso de ações preferenciais sem voto ou com voto restrito, qualquer redução dos interesses econômicos que ainda assim implique a manutenção do poder de controle poderia ensejar o acionamento automático de cláusulas estatutárias que prevejam a extinção do voto plural sempre que reduzidas, de alguma forma, as proporções inicialmente fixadas entre o capital investido e o poder político a ele relacionado.⁵⁶⁹ Assim, estabelecido um requisito mínimo de exposição financeira do acionista controlador, não seria permitido reduzi-lo sem que isso implicasse na conversão automática das ações ordinárias com voto plural em ações ordinárias comuns.

Em última análise, essa cláusula diz respeito a um grau mínimo necessário de exposição financeira do acionista dominante – *skin in the game* –, guardando estreita relação com o debate em torno do número adequado de votos adicionais por ação. Ou seja, estabelecido um teto legal de votação, o resultado óbvio seria o estabelecimento de uma relação inversa entre esse limite e o capital aportado: quanto menor o teto de votos, maior o capital necessário para que as ações privilegiadas obtenham a maioria.⁵⁷⁰ No entanto, para se evitar uma redução do já diminuto custo econômico do poder de controle, seria possível, além do número de votos por ação, também instituir uma necessária vinculação entre o capital de controle e o capital total, associando aquele poder tanto à maioria dos votos quanto a um dado percentual de recursos.

7. Jurisdições internacionais

7.1 Estados Unidos

Em outubro de 2012, o *Council of Institutional Investors* (CII), uma associação de fundos de pensão e outros investidores institucionais estadunidense, solicitou à *New York Stock*

corporate governance: legal and regulatory implications. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano. 50, n. 158, pp. 7-25, abr./jun. 2011. Ver ainda: FISCH; SOLOMON, Op. cit., 2019. p. 1091; WINDEN, Op. cit., 2018. pp. 928-929.

⁵⁶⁹ MOORE, Op. cit., 2020. pp. 104-105.

⁵⁷⁰ MARX, Op. cit., 1929. pp. 70-71.

Exchange (NYSE) e à *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (Nasdaq), nas figuras dos seus respectivos diretores jurídicos (*general counsel*), que vedassem a listagem futura de empresas com duas ou mais classes de ações ordinárias com direitos de voto desiguais em favor de uma concepção de governança baseada no princípio *one-share, one-vote*.⁵⁷¹ O que foi prontamente rejeitado.⁵⁷²

Diante do fracasso dessas propostas, o CII e outras associações e firmas de *proxy advisory*, como o *CFA Institute*⁵⁷³ e o *Institutional Shareholder Services* (ISS),⁵⁷⁴ têm voltado as suas atenções, agora não mais para o fim da desigualdade de voto entre as várias classes de ações, mas para a fixação de limites temporais obrigatórios nos estatutos de companhias que adotem direitos políticos desiguais. Foi assim que em outubro de 2018 o CII encaminhou uma nova proposta às bolsas de valores para que estas exigissem a fixação estatutária de um limite temporal de até 7 (sete) anos de vigência das diferentes classes de ações como um requisito indispensável para a abertura de capital. Neste caso, tanto a NYSE quanto a Nasdaq deveriam

⁵⁷¹ Segundo o CII, apoiando-se em estudos do *Investor Responsibility Research Center Institute* (IRCC), as estruturas multiclasse teriam benefícios questionáveis para os acionistas de longo prazo, como desempenho inferior e maiores riscos associados aos controles internos e transações com partes relacionadas. Ver: COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS (CII). Letter to Nasdaq, out. 2, 2012. Disponível em: https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2012/10_02_12_cii_letter_to_nasdaq_dual_class_stock.pdf. Acesso em: 15 fev. 2022.

⁵⁷² A Nasdaq chegou a publicar um relatório no qual apoia as estruturas de capital com diferenças de voto. Tomadas aí como mais um caminho para que empreendedores possam acessar os mercados ao mesmo tempo que permitem aos investidores o acesso a benefícios financeiros oriundos de empresas inovadoras e de alto crescimento. Em resumo: “Each publicly-traded company should have flexibility to determine a class structure that is most appropriate and beneficial for them, so long as this structure is transparent and disclosed up-front so that investors have complete visibility into the company. Dual class structures allow investors to invest side-by-side with innovators and highgrowth companies, enjoying the financial benefits of these companies’ success”. Ver: NASDAQ. *The promise of market reform: reigniting america’s economic engine*, fev. 2018. Disponível em: https://www.nasdaq.com/docs/Nasdaq_Blueprint_to_Revitalize_Capital_Markets_April_2018_tcm5044-43175.pdf. Acesso em: 17 fev. 2022.

⁵⁷³ Para o *CFA Institute*, as cláusulas temporais apresentam-se como a salvaguarda mais eficaz, não superior a cinco anos, tido como suficiente para que fundadores desenvolvam e executem as suas estratégias de criação de valor. Ver: CFA INSTITUTE. *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*, ago. 2018. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.ashx>. Acesso em: 16 fev. 2022.

⁵⁷⁴ O ISS é uma firma de *proxy advisory* responsável por oferecer serviços de coleta de procurações e consultoria nos processos de votação assemblear, desenvolvendo ainda estudos e relatórios sobre práticas de governança. De acordo com o ISS, a opção por esquemas de voto desiguais gera uma estrutura de capital problemática que precisa ser extinta em até sete anos após a abertura do capital. Ver: INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES (ISS). United States: proxy voting guidelines benchmark policy recommendations, dez. 13, 2021. Disponível em: <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/americas/US-Voting-Guidelines.pdf>. Acesso em: 17 fev. 2022.

alterar os seus padrões de listagem para vetar qualquer IPO que não firmasse o compromisso de extinção futura dos privilégios políticos.⁵⁷⁵ Novamente, as propostas não foram aceitas.

Outras requisições foram ainda endereçadas à *American Bar Association* (ABA)⁵⁷⁶ e à *Delaware State Bar Association* (DSBA), sem nenhum sucesso.⁵⁷⁷ Cartas também chegaram a ser encaminhadas diretamente às próprias companhias em vias de abertura do capital, como a Lyft, que realizou o seu IPO em março de 2019 sem prever qualquer cláusula de extinção do voto plural com base no tempo.⁵⁷⁸

Embora haja uma recusa generalizada pela adoção das cláusulas temporais, isso não significa, porém, que o mercado norte-americano de empresas com voto plural opere em completa anarquia ou inexista algumas precauções. Da mesma forma que todas as regulações

⁵⁷⁵ Conforme os pedidos encaminhados à NYSE e à Nasdaq, a permanência dos votos desiguais poderia ser prorrogada por mais sete anos, desde que aprovada por maioria de votos sob o esquema *one-share, one-vote*. Ainda segundo o CII, as cláusulas temporais são mecanismos simples e eficazes contra eventuais danos que os mercados venham a sofrer em decorrência das diferenças de voto. Sob esse aspecto, um período de sete anos seria suficiente para que as companhias aproveitem quaisquer benefícios oriundos do controle. Ver: CII. NYSE Petition on Multi class Sunsets, to Elizabeth King, Chief Regulatory Officer, Intercontinental Exch., Inc. out. 24, 2018. Disponível em: https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2018/20181024%20NYSE%20Petition%20on%20Multiclass%20Sunsets%20FINAL.pdf. Acesso em: 17 fev. 2022. CII. Nasdaq Petition on Multiclass Sunsets, to John Zecca, Senior Vice President, Gen. Counsel North America and Chief Regulatory Officer, Nasdaq Stock Mkt. out. 24, 2018. Disponível em: https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2018/20181024%20NASDAQ%20Petition%20on%20Multiclass%20Sunsets%20FINAL.pdf. Acesso em: 17 fev. 2022.

⁵⁷⁶ O pedido endereçado à ABA solicitou a alteração do *Model Business Corporation Act* (MBCA) pelo *Corporate Laws Committee* limitando a liberdade das companhias quanto às disposições da Seção 7.21(e) do MBCA. Ver: CII. *American Bar Association Petition on Multiclass Sunsets*, Letter to Laurie Smiley, Chair of the Business Law Section's Corporate Laws Committee, set. 13, 2019. Disponível em: https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2019/September%2013%202019%20Final%20MBCA%20letter.pdf. Acesso em: 20 fev. 2022. Ver também: CII. *Request for amendment of the Delaware General Corporation Law (DGCL)*, Letter to Henry E. Gallagher, Jr., Council Chair, Corporation Law Section of the Delaware State Bar Association, set. 13, 2019. Disponível em: https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2019/September%2013%202019%20Final%20DGCL%20letter.pdf. Acesso em: 21 fev. 2022.

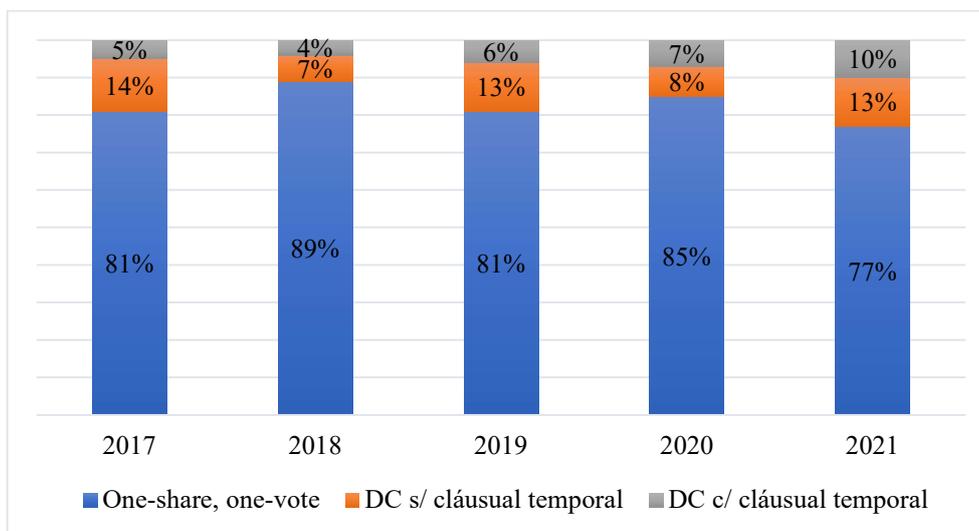
⁵⁷⁷ Segundo a ABA, as alterações no MBCA propostas pelo CII limitariam a autoridade das companhias, deixando de fornecer a flexibilidade necessária para continuar garantindo a utilidade e a atratividade do MBCA. Já do ponto de vista da *Delaware State Bar Association*, a adoção das recomendações do CII seria prejudicial por representar uma regra obrigatória a um subconjunto de companhias com estruturas de votação específica. Ver: ABA. *ABA Response to CII request to reform MBCA*. Disponível em: https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2019/ABA%20Response%20to%20CII%20request%20to%20reform%20MBCA.pdf. Acesso em: 21 fev. 2022; DELAWARE STATE BAR ASSOCIATION. *Letter to CII*. Disponível em: [https://www.cii.org/files/1-28-2020%20Letter%20to%20CII%20\(05512328xCCCC1C\).pdf](https://www.cii.org/files/1-28-2020%20Letter%20to%20CII%20(05512328xCCCC1C).pdf). Acesso em: 21 fev. 2022.

⁵⁷⁸ Escrevendo aos membros da diretoria da Lyft, o CII reforçou ser o voto proporcional a base da boa governança corporativa e do tratamento equitativo entre investidores, ressaltado a necessidade de atribuição do direito de voto a todos os acionistas. Solicitou ainda que a companhia adotasse uma cláusula temporal de no máximo 7 (sete) anos de vigência para o supervoto que eventualmente viesse a adotar. O pedido fracassou e no mês seguinte ao apelo do CII a empresa abriu o seu capital com diferenças de voto da ordem de 1:20, concentradas as ações com alto poder de voto, classe B, nas mãos dos cofundadores da companhia – Logan Green e John Zimmer. Neste caso, a uma participação política de quase 49% dos votos correspondem menos de 5% dos interesses financeiros dos controladores. Quanto à cláusula de extinção do voto plural, a Lyft limitou-se a extinguí-lo apenas nos casos de deliberação por maioria de dois terços das ações ordinárias com alto poder de voto, após transferência a terceiros de mais de 80% das ações classe B, ou ainda com a morte ou invalidez de todos os cofundadores da companhia. Ver: CII. CII Letter to Lyft on Sunsets, fev. 13, 2019. Disponível em: <https://www.cii.org/files/20190213%20CII%20Letter%20to%20Lyft%20on%20Sunsets.pdf>. Acesso em: 17 fev. 2022. Para consultar os dados relativos à abertura de capital da Lyft, ver: SEC. Form S-1 Registration Statement. Lyft, Inc. March 1, 2019.

recentes, tanto a NYSE quanto a Nasdaq proíbem reduções ou restrições desproporcionais dos direitos políticos de ações já negociadas.⁵⁷⁹ Ou seja, a despeito de se reconhecer a necessidade de maior flexibilidade a um mercado essencialmente dinâmico, a regulação bolsista veda a emissão de ações com voto plural a companhias já listadas.

Além do mais, embora o que se verifique na prática estadunidense seja a mais ampla liberdade conferida aos estatutos, permitindo às companhias disporem livremente sobre as suas estruturas acionárias,⁵⁸⁰ daí não resulta a ausência de padrões ou tendências. Conforme dados do CII (Gráfico 4), podemos verificar um aumento no número de empresas americanas que optaram por utilizar cláusulas temporais em seus estatutos. Em 2017, de todas as companhias que vieram a público com privilégios políticos, 26% utilizaram a simples passagem do tempo como um requisito de extinção do voto plural. Em 2021, esse percentual elevou-se para 43%. Quanto ao prazo máximo de vigência que estas cláusulas impõem, cerca de três em cada quatro companhias limitaram a existência do voto plural pelos prazos de 7 ou 10 anos (Gráfico 5).

Gráfico 4 – Perfil dos direitos de voto no momento do IPO (EUA)

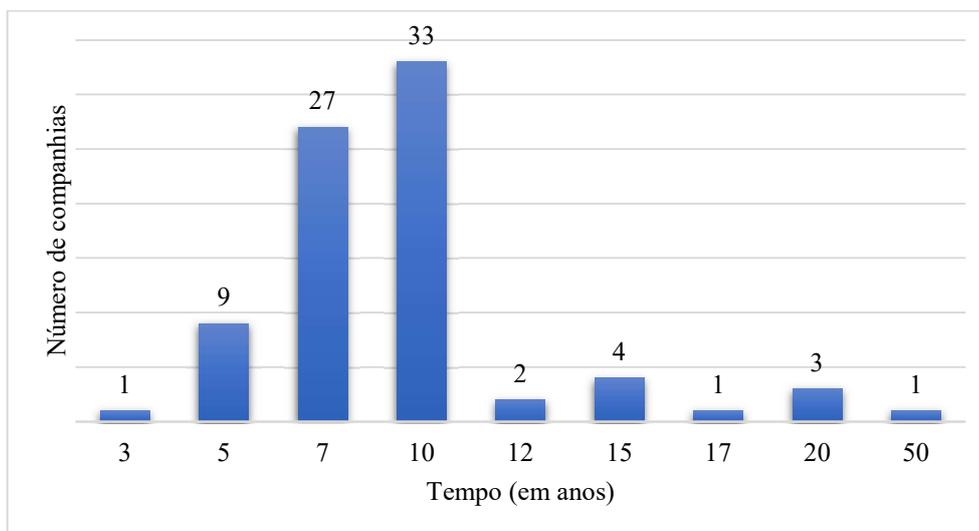


Fonte: elaboração própria a partir de dados do CII

⁵⁷⁹ NYSE Listed Company Manual, Section 3 - Corporate Responsibility, Voting Rights, Rule 313.00 (A); Nasdaq Stock Market LLC Rules, Corporate Governance Requirements 5600, Voting Rights, Rule 5640.

⁵⁸⁰ Veja-se, a este exemplo, as disposições da *Delaware General Corporation Law (DGCL)*, Title 8, Chapter 1, Subchapter VII. Meetings, Elections, Voting and Notice, § 212. Voting rights of stockholders; proxies; limitations. (a): “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 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”. Neste mesmo sentido, vide a *New York Business Corporation Law*, Article 6, Shareholders; § 612. Qualification of voters, (a): “Every shareholder of record shall be entitled at every meeting of shareholders to one vote for every share standing in his name on the record of shareholders, unless otherwise provided in the certificate of incorporation”.

Gráfico 5 – Prazo máximo de vigência do voto plural (EUA)



Fonte: elaboração própria a partir de dados do CII

Embora o número de companhias com cláusulas temporais tenha aumentado, a maioria delas ainda opta por estratégias alternativas de extinção do voto plural, como aquelas inauguradas no setor de tecnologia em 2004 com o IPO da Google.

Restringindo a livre transmissibilidade das ações privilegiadas de classe B, os estatutos da Google preveem uma série de eventos limites que acionam a perda do privilégio político daquelas ações, como as hipóteses de venda, herança e doação. Excetuando os casos em que essa mudança de titularidade opere entre os seus fundadores, Larry Page e Sergey Brin, ou quando ela ocorra para fins de natureza tributária e de planejamento patrimonial. Estipulando ainda o fim do excedente político sempre que o seu titular assim o deseje ou quando este venha a falecer.⁵⁸¹

Da mesma forma que a Alphabet, a hoje Meta Platforms, Inc., controladora do Facebook, Instagram e WhatsApp, optou por não aderir a cláusulas temporais como um instrumento de extinção obrigatória das suas ações de controle – ações ordinárias classe B não negociadas em bolsa. Mas acabou, isto sim, indo muito além quanto à livre disposição dos direitos de voto, permitindo que em caso de morte, Mark Zuckerberg, fundador, presidente e CEO do Facebook, transfira a integralidade das suas ações e respectivos privilégios políticos a qualquer pessoa ou entidade por ele designada.⁵⁸² Com essa previsão, afirma-se que os estatutos

⁵⁸¹ SEC. FORM S-1 Registration Statement under the Securities Act of 1933. Google Inc. 29 abr. 2004.

⁵⁸² SEC. Prospectus. Facebook, Inc. 17 mai. 2012. Registration n. 333-179287. Em 2016, o Conselho de Administração tentou criar ações classe C sem voto, buscando ainda modificar os estatutos do Facebook para que o privilégio político fosse extinto no terceiro aniversário de morte ou incapacidade do fundador, em setembro de 2017 as propostas foram abandonadas. Dessa forma, em caso de morte, as ações de Zuckerberg serão transferidas

da Meta possibilitam uma verdadeira transmissão dinástica do poder de controle, podendo ainda impactar diretamente no preço de negociação das ações ordinárias classe A, como reconhece a própria companhia.⁵⁸³

Esses e outros exemplos nos revelam os desafios em torno da constituição de salvaguardas para o voto plural, sem que isso necessariamente nos leve à imposição regulatória de um modelo único do que sejam as chamadas *melhores práticas* de governança (*one size does not fit all*). Mesmo sendo razoável supor que um controle dinástico ou perpétuo não seja a melhor resposta para os problemas em torno do voto plural, parece-nos que a adesão irrestrita a um limite temporal uniforme, como recomenda a comunidade de investimento institucional, tampouco o seja. Daí a importância de outras métricas, além da simples passagem do tempo.

7.2 Hong Kong

Em Hong Kong, cuja regulação específica do voto plural ficou a cargo da sua bolsa de valores (*Hong Kong Exchange* – HKEX), os detentores do privilégio político deverão ser pessoas físicas a reunir coletivamente no mínimo 10% de interesse econômico no momento da listagem e ocupar obrigatoriamente cargos na administração da companhia. Desse modo, deixando por alguma razão o *board* ou transferindo as suas participações, o voto plural a estas atribuído será automaticamente convertido em voto unitário. O que inviabiliza qualquer negociação das chamadas ações WVR (*shares with weighted voting rights - WVR shares*) e ressalta o caráter *intuitu personae* desse direito.

Essa transferência sofre uma flexibilização nos casos em que as ações privilegias são detidas por alguma *limited partnership*, *trust*, companhia fechada ou qualquer outro veículo que possa deter essas ações em nome do acionista, este sim detentor e beneficiário último dos direitos de voto. Além do mais, veda-se o empréstimo das ações privilegiadas bem como a sua transferência, mesmo que os destinatários já sejam detentores de ações com excedente político. Nessa hipótese, sendo a definição de acionista controlador baseada em direitos de voto e não propriamente em razões econômicas e sendo o controle uma questão de fato,⁵⁸⁴ não se considera – *de per se* – controlador ou grupo de controle aquele acionista ou grupo de acionistas que simplesmente detenha as ações privilegias.

para pessoas ou entidades que ele designar. Ver: SEC. Schedule 14A Information. Facebook, Inc. 02 jun. 2016; SEC. Form 10-K. Facebook, Inc. 31 dec. 2017.

⁵⁸³ SEC. Form 10-K. Facebook, Inc. 31 dec. 2020.

⁵⁸⁴ HKEX. Chapter 1, Interpretation– Rule 1.01.

A Bolsa de Hong Kong adota, portanto, uma extinção do voto plural baseada em eventos, e dentre as razões para esta escolha, segundo a própria HKEX, está o fato de uma cláusula baseada na simples passagem do tempo poder extinguir os votos adicionais em uma data arbitrária. O que poderia gerar incertezas e não atender aos melhores interesses da empresa ou de seus acionistas. Além do mais, alega a Bolsa que esse sistema poderia torná-la menos competitiva em relação a mercados estrangeiros de regulação mais flexível, especialmente os mercados americano e inglês.⁵⁸⁵

Em complemento aos casos de extinção definitiva do voto plural, a Bolsa de Hong Kong estabelece ainda mecanismos de suspensão temporária dos votos adicionais. Assim, quando da deliberação assemblear sobre determinadas matérias, nomeadamente nas situações de potencial conflito de interesse, o sufrágio será obrigatoriamente contabilizado sob o padrão de voto comum, igualando-se os direitos de voto das ações privilegiadas em relação às demais ações votantes. São estes os casos de alteração nos atos constitutivos da sociedade, mudanças nos direitos das classes de ações, nomeação ou destituição de auditores ou conselheiros independentes (*independent non-executive director* – INED) e em casos de liquidação voluntária da companhia.⁵⁸⁶

7.3 Cingapura

Tal quais Estados Unidos e Hong Kong, a regulação do voto plural em Cingapura não exige das sociedades a fixação de nenhum prazo máximo a partir do qual sejam extintos os votos adicionais. Dessa forma, relega aos próprios estatutos a liberdade de preverem ou não a instituição de cláusulas temporais.

Denominadas aqui de *multiple voting shares (MV shares)*, os titulares do privilégio político deverão obrigatoriamente atuar na direção da companhia listada, tendo os seus votos adicionais extintos tanto nos casos de venda ou transferência das ações de controle⁵⁸⁷ quanto

⁵⁸⁵ HKEX. *A listing regime for companies from emerging and innovative sectors*. Consultation Conclusions. Hong Kong, 2018. Disponível em: [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-\(April-2018\)/cp201802cc.pdf?la=en](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-(April-2018)/cp201802cc.pdf?la=en). Acesso em: 04 fev. 2021; *FAQs on Proposed New Listing Regime for Emerging and Innovative Companies*. Hong Kong, 2018. Disponível em: <https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/News-Release/2018/180223news/1802233news.pdf?la=en>. Acesso em: 04 fev. 2021.

⁵⁸⁶ Conforme justificativa da própria HKEX, o objetivo desta regra, *Rule 8A.24*, é proteger os acionistas comuns das deliberações tomadas pelos acionistas com excedente político. Ver: HKEX. Chapter 8A, Weighted Voting Rights – Rule 8A.24.

⁵⁸⁷ Ao contrário de Hong Kong, nos casos em que as ações com voto plural são detidas por mais de uma pessoa, a transferência destas ações entre os membros do grupo de titulares permitidos não enseja a extinção do privilégio político. SGX. SGX Rulebooks, Mainboard Rules, Rule 210(10)(f).

pelo fim do exercício de cargo na administração. Neste último caso, o término do vínculo pode ser ocasionado por morte, incapacidade, aposentadoria, renúncia ou qualquer outra forma de abandono efetivo da condução dos negócios sociais.⁵⁸⁸ Como se pode perceber, uma vez mais, as ações com voto plural exigem do seu titular certas características pessoais que limitam a sua livre transferibilidade, levando-as ao ponto da extinção tão logo esse elemento pessoal deixe de produzir os seus devidos efeitos.

Quanto às matérias ou deliberações reservadas ao padrão *one-share, one-vote*,⁵⁸⁹ basicamente aquelas que possam envolver interesses conflitantes, destacam-se as alterações no estatuto; variações dos direitos inerentes a todas as classes de ações; nomeação e destituição de conselheiros independentes e de auditores; aquisições reversas;⁵⁹⁰ liquidação da companhia (*winding up*); ou quando do cancelamento da listagem.⁵⁹¹

Além destas restrições, a Bolsa de Cingapura exige ainda uma série de requisitos de adequação mais ou menos discricionários a partir dos quais passa a aceitar ou não uma listagem com privilégios políticos. Sob esse aspecto, a SGX pode considerar questões como o modelo de negócios, a contribuição do acionista controlador para ao sucesso da companhia, a participação de investidores qualificados no quadro de acionistas, o histórico de governança corporativa e outras características específicas do negócio (*Rule 104*).⁵⁹²

A exemplo das regras adotadas pela Bolsa de Hong Kong, os critérios de Cingapura incorporam um elevado nível de subjetividade, restringindo indevidamente o alcance e os

⁵⁸⁸ SINGAPORE EXCHANGE (SGX). SGX Rulebooks, Mainboard Rules, Rule 210(10)(f). Disponível em: <http://rulebook.sgx.com/rulebook/mainboard-rules>. Acesso em: 08 fev. 2022.

⁵⁸⁹ SGX. SGX Rulebooks, Mainboard Rules, Rule 730B.

⁵⁹⁰ Destacamos que a vedação ao uso de voto plural em operações de aquisição reversa (*reverse takeover - RTO*) justifica-se pela possibilidade de efetiva alteração do controle através de acordos contratuais (combinações de negócio) que possam funcionar como tomadas de controle ao contrário. Ressalta-se que as operações de combinação de negócios normalmente revestem-se de duas formas básicas. Primeiro, através da transferência de ativos ou assunção de passivos por parte da adquirente, ou seja, da entidade que obtém o controle da adquirida. Segundo, através da troca de participações societárias na qual a adquirente emite estes instrumentos de participação. Porém, nos casos de aquisição reversa, ocorre o contrário. A entidade emissora (adquirente legal ou controladora legal) passa a ser adquirida contábil, emitindo instrumentos de participação societária que serão detidos pelos proprietários da adquirente contábil (adquirida legal). Ou seja, a adquirente legal (adquirida contábil) e a adquirente contábil (adquirida legal) não são mais a mesma entidade. Neste processo, caso todas as ações de todos os acionistas da adquirida legal (adquirente contábil e verdadeira compradora do negócio) sejam trocadas por participações na adquirente legal, aquela torna-se verdadeira subsidiária integral desta e os acionistas da adquirente contábil passam a controlar a adquirida contábil, convertendo os acionistas originários ou primitivos em minoritários. Importa ainda destacar que as aquisições reversas não se confundem com as operações de incorporação reversa, não resultando daqui quaisquer alterações no poder de controle.

⁵⁹¹ SGX. SGX Rulebooks, Mainboard Rules, especialmente as regras 210(10), 229A, 730B e 803A.

⁵⁹² Importante destacar que, embora não exija o requisito de inovação, como o faz a Bolsa de Hong Kong, Cingapura requer que as empresas demonstrem a necessidade de uma estrutura de capital com voto plural, e dentre as possíveis justificativas que as companhias podem apresentar para a adoção do privilégio político está o caráter inovador da sua atividade econômica. Ver: SGX. Consultation paper on proposed listing framework for dual class share structures, jun. 2018. Disponível em: <https://api2.sgx.com/sites/default/files/Responses%2Bto%2BFeedback%2Bon%2BDCS%2BConsultation%2BPaper%2B%2528260618%2529.pdf>. Acesso em: 05 mar. 2022.

benefícios das estruturas acionárias com voto plural. Dessa forma, se podem eles funcionar como um filtro de proteção para os investidores e para o próprio mercado em geral, não é menos razoável supor que esses critérios também possam gerar incertezas e restringir as possibilidades de alocação eficiente dos recursos. De resto, basta notarmos a baixíssima adesão das empresas listadas com excedente político nesse mercado, uma única listagem secundária desde as alterações promovidas em junho de 2018.⁵⁹³

7.4 Xangai

Inspirado na regulação de Hong Kong, o sistema de salvaguardas constituído pela Bolsa de Valores de Xangai (*Shanghai Stock Exchange – SSE*) não prevê qualquer tipo de cláusula temporal obrigatória. Prevê, isto sim, a conversão automática das ações com voto plural em ações ordinárias comuns diante de eventos como incapacidade, abandono de cargo na administração ou morte do acionista controlador.⁵⁹⁴ Hipóteses essas completamente alinhadas com a ideia de direção pessoal dos negócios promovida pelo sufrágio privilegiado.

Além destes casos, extingue-se ainda os votos adicionais quando da transferência das ações com excedente político ou mesmo em situações de delegação do exercício dos direitos de supervoto.⁵⁹⁵ Da mesma forma, trata-se de previsões que buscam dificultar que as decisões superiores da companhia sejam tomadas por terceiros a quem não foi inicialmente confiada esta tarefa, reforçando uma vez mais o vínculo *intuitu personae* do voto plural e o relativo declínio da propriedade em face da personalidade ou contribuição pessoal do sócio.

Nesse mesmo sentido, sempre que houver uma mudança efetiva na titularidade do poder decisório, mesmo que essa mudança resulte da conversão de apenas parcela das ações privilegiadas em ações comuns, todas as demais serão automaticamente convertidas.

Observe, não é necessário que todas as ações com excedente político sejam transferidas para terceiros, bastando que as mudanças ocorridas sejam suficientes para promover uma efetiva alteração do seu centro decisório.⁵⁹⁶ Quanto a este ponto, resta a dificuldade em se saber

⁵⁹³ Trata-se da listagem secundária da AMTD International, instituição financeira com sede em Hong Kong e originalmente listada na NYSE. Cf.: SINGAPORE EXCHANGE (SGX). Listing of AMTD International Inc. Disponível em: <https://www.sgx.com/listing-ceremony/AMTD>. Acesso em: 05 mar. 2022.

⁵⁹⁴ SSE. Rules Governing the Listing of Stocks on the Science and Technology Innovation Board of Shanghai Stock Exchange (Revised in 2019) – 4.5.9(1).

⁵⁹⁵ SSE. Rules Governing the Listing of Stocks on the Science and Technology Innovation Board of Shanghai Stock Exchange (Revised in 2019) – 4.5.9(3).

⁵⁹⁶ SSE. Rules Governing the Listing of Stocks on the Science and Technology Innovation Board of Shanghai Stock Exchange (Revised in 2019) – 4.5.9(4).

quando e em quais circunstâncias essa alteração na titularidade do poder de comando será efetivada, uma vez que o regulamento é silente sobre a matéria.

Em todos esses casos, fica estabelecida, de forma permanente, a paridade de voto entre as diversas classes de ações votantes.

Adicionalmente a estas salvaguardas, a SSE também reserva a aplicação do voto unitário a um conjunto de matérias similares àquelas previstas por Hong Kong. Nesse ponto, restam temporariamente suspensos os votos adicionais nas deliberações sobre a alteração dos estatutos, mudança no número de votos das ações privilegiadas,⁵⁹⁷ nomeação ou destituição de conselheiros independentes, contratação ou demissão de auditoria e nos casos de combinação de negócios, cisão, dissolução e transformação (mudança da forma jurídica da companhia).⁵⁹⁸ No que diz respeito especificamente a essas hipóteses de reorganização societária, vale ressaltar que desde o início da sua popularização, no entreguerras europeu, as ações com voto plural são amplamente reconhecidas como um poderoso instrumento de defesa contra aquisições hostis de controle.⁵⁹⁹ Um aspecto sempre ressaltado pela doutrina da época.⁶⁰⁰

Com efeito, foi justamente com esse propósito que uma série de medidas defensivas (*takeover defenses* ou *shark repellents*) surgiram e ressurgiram nos Estados Unidos da década de 1980, durante a chamada quarta onda de fusões e aquisições.⁶⁰¹ Nesse momento, em meio a uma torrente de ofertas hostis, *managers* e *directors* buscaram múltiplas respostas defensivas – como *poison pills*, *staggered boards* e as próprias desigualdades de voto.⁶⁰² O que foi feito visando frustrar ofertas hostis para tomada de controle⁶⁰³ – *hostile tender offers* ou *hostile takeover bid* –, intensificadas ao longo desse período⁶⁰⁴ e corporificadas sob a expressão *barbarians at the gate* do emblemático caso de aquisição da RJR Nabisco, Inc. pela Kohlberg

⁵⁹⁷ Conforme a regulação de Hong Kong, Chapter 8A – Rule 8A.24, essa mudança diz respeito ao conjunto de direitos de qualquer classe de ações e não apenas à redução do número de votos das ações privilegiadas, como é o caso de Xangai.

⁵⁹⁸ SSE. Rules Governing the Listing of Stocks on the Science and Technology Innovation Board of Shanghai Stock Exchange (Revised in 2019) – 4.5.10.

⁵⁹⁹ BENTEL, Katie; WALTER, Gabriel. Dual class shares. *Comparative Corporate Governance and Financial Regulation*. Paper 2, 2016. p. 24.

⁶⁰⁰ Escrevendo sobre a experiência Suíça, Paul-René Rosset destaca a importância do voto plural como uma verdadeira arma de defesa para pequenas empresas contra aquisições de suas rivais mais poderosas. Ver: ROSSET, Op. cit., 1929, p. 9. Nesse mesmo sentido, para a doutrina italiana: ELENA, Op. cit., 1927, pp. 3-4.

⁶⁰¹ SAMPSON, Anthony. *O homem da companhia: uma história dos executivos*. São Paulo: Companhia das Letras, 1996. p. 205.

⁶⁰² BLAIR, Margaret M. *Reforming corporate governance: what history can teach us*. *Berkeley Business Law Journal*, v. 1, n. 1, pp. 1-44, 2004. pp. 35-36.

⁶⁰³ MUTH, Robert. One share, one vote: the SEC's duty to protect investors and ensure fair administration among the securities exchanges. *Washington and Lee Law Review*. vol. 44, pp. 985-1000, 1987. pp. 985-986.

⁶⁰⁴ Como sublinha Menezes Cordeiro, os registros para os Estados Unidos de 1985 chegaram a 3.400 operações, movimentando 235 bilhões de dólares; no ano seguinte, as aquisições elevaram-se a 3.600, movimentando US\$ 267 bilhões. Ver: CORDEIRO, Antônio Menezes. Da tomada de sociedades (takeover): efetivação, valoração e técnicas de defesa. *Revista da Ordem dos Advogados*, v. 3, ano 54, pp. 761-777, dez. 1994. p. 765.

Kravis & Co. (KKR).⁶⁰⁵ Nos Estados Unidos, estima-se que apenas entre 1987 e 1989 um total de 2730 companhias foram adquiridas, totalizando ao redor de 860 bilhões de dólares.⁶⁰⁶

Nessa conjuntura, além de destinar-se à formação da maioria, as ações politicamente privilegiadas buscam assegurar a sua permanência e estabilidade. Evitando, portanto, o surgimento de novos centros autônomos de poder capazes de rivalizar posições de influência e comando ou mesmo assumirem de vez os rumos do negócio.

Para Dent Jr., a concessão de votos extras à administração tornaria as aquisições *hostis matematicamente impossíveis* ou *proibitivamente caras*, reduzindo, por outro lado, o papel disciplinador que a ameaça das aquisições exerceria sobre a administração da companhia.⁶⁰⁷ Em outros termos, uma das suas principais funções é permitir a continuidade das estratégias do negócio, funcionando como um elemento estabilizador da direção. Daí o motivo pelo qual resta prejudica a sua eficácia no regime de Xangai, na medida em que este proíbe a deliberação assemblear privilegiada nas hipóteses de combinação de negócios, cisão e dissolução da companhia. Operações que, embora distintas das aquisições de controle acionário, podem ser juridicamente instrumentalizadas para este fim.⁶⁰⁸

Em sua origem, por mais que esta já tenha sido uma salvaguarda aventada pela doutrina francesa dos anos 1920, sempre permaneceu como uma recomendação periférica;⁶⁰⁹ tornando-se, hoje em dia, uma imposição sem qualquer equivalente nos mais atuais regimes regulatórios, como Hong Kong e Cingapura, enfraquecendo a utilidade do voto plural nas assembleias e a própria atratividade da Bolsa de Valores de Xangai.

Sob um rígido e muitas veze subjetivo sistema regulatório, não espanta a exígua adesão de empresas ao SSE STAR Market. Assim como Cingapura, apenas uma companhia foi listada com voto plural desde a estreia desse novo segmento de negociações.⁶¹⁰

⁶⁰⁵ BURROUGH, Bryan; HELYAR, John. *Barbarians at the gate: the fall of RJR Nabisco*. New York: Harper & Row Publishers, 1990.

⁶⁰⁶ BLAIR, Margaret M. *The deal decade: what takeovers and leveraged buyouts mean for corporate governance*. Washington: Brookings Institution, 1993. p. 289.

⁶⁰⁷ DENT JR., George W. Dual class capitalization: a reply to Professor Seligman. *George Washington Law Review*. vol. 54, n. 5, pp. 725-756, ago. 1986. p. 745.

⁶⁰⁸ Seguimos aqui de perto MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. pp. 34-35.

⁶⁰⁹ Marx referenciando Baratin (*Revue des Sociétés*, 1927, pp. 169-217). Ver: MARX, Op. cit., 1929. p. 88.

⁶¹⁰ Trata-se da empresa de computação em nuvem UCloud Technology Co., Ltd., a primeira empresa com voto plural a ser listada na China continental. Ver: SHANGHAI STOCK EXCHANGE (SSE). SSE STAR Market Scores First Century of Listed Companies. Disponível em: <http://english.sse.com.cn/news/newsrelease/c/5095702.shtml> Acesso em: 16 mar. 2022.

7.5 Índia

Na contramão de todas as mais recentes regulações bolsistas e sendo ainda mais conservadora que os próprios investidores institucionais e *proxy advisors*,⁶¹¹ a *Securities and Exchange Board of India* (SEBI) optou pela adoção de cláusulas temporais de até cinco anos, prorrogáveis por igual período, como um dos requisitos obrigatórios de extinção do voto plural no país. Neste caso, a menos que os demais acionistas detentores de ações ordinárias comuns aprovem a prorrogação do privilégio, o sufrágio superior será automaticamente extinto no quinto aniversário de listagem da companhia.⁶¹²

Quanto às cláusulas baseadas em eventos, menos discricionárias que a mera passagem do tempo,⁶¹³ a SEBI optou por eliminar os privilégios políticos nos casos de falecimento do acionista controlador; quando este renuncia a cargo que deve obrigatoriamente ocupar na administração; em operações de fusões e aquisições (F&A); e nos processos que envolvam transferência das ações privilegiadas, mesmo que a mudança de titularidade dessas ações se dê entre os próprios acionistas com *SR shares*.

Em adição às possibilidades de perda definitiva do voto plural, o órgão regulador indiano estabelece um conjunto de deliberações que serão obrigatoriamente tomadas sob a base de voto unitário. Quanto a isso são exemplos as decisões que digam respeito a transações entre partes relacionadas, nomeação e destituição de auditores ou conselheiros independentes, alteração dos estatutos, liquidação da companhia ou transações que envolvam valores substanciais.

Como estratégia de reforço e aprimoramento da governança diante dos votos desproporcionais, as sociedades indianas com voto plural devem ainda apresentar dois terços de membros independentes no Conselho de Administração e nos comitês. Excetuando, aqui, o Comitê de Auditoria, que deverá ser integralmente composto por membros independentes.

Estas previsões apresentam-se como um incremento de governo na medida em que a Lei de Sociedades indiana (*Companies Act*, 2013) estabelece que toda companhia listada deve

⁶¹¹ Nos referimos aqui ao *Council of Institutional Investors* (CII) e ao *Institutional Shareholder Services* (ISS), tradicionalmente contrários ao voto plural, os quais recomendam cláusulas temporais de até sete anos de vigência, prorrogadas por igual período, como suficiente para que as companhias aproveitem quaisquer benefícios decorrentes do poder de controle. Tais divergências apenas reforçam as dificuldades quanto à estipulação de um período uniforme para todos os negócios, quando na verdade deveria consagrar aspectos contextuais como a maturidade da empresa no momento do IPO ou mesmo as particularidades de suas políticas e atividades operacionais.

⁶¹² Para os aspectos gerais de listagem, ver: SEBI. *Framework for issuance of differential voting rights (DVR) shares*. Disponível em: https://www.sebi.gov.in/sebi_data/meetingfiles/aug-2019/1565346231044_1.pdf. Acesso em: 08 abr. 2022.

⁶¹³ FISCH; SOLOMON, Op. cit. 2019. p. 1063; WINDEN, Op. cit., 2018. p. 917.

contar com pelo menos um terço de administradores independentes,⁶¹⁴ parcela inferior aos dois terços previstos para companhias com voto plural. Já para o Comitê de Auditoria a lei exige, além da capacidade de ler e entender as demonstrações financeiras por parte da maioria dos seus membros e do presidente, que ele seja também majoritariamente independente.⁶¹⁵

8. O caso brasileiro

Em meio às várias possibilidades regulatórias em torno da extensão e do alcance do voto plural no Brasil – como um endereçamento à disciplina bolsista, mais dinâmica, soluções flexíveis e não vinculantes de autorregulação ou hetero-regulação, ou mesmo a simples escolha por maior liberdade estatutária –, optou-se pelo tradicional modelo injuntivo das regras legais, com um detalhado regramento do privilégio político na lei societária. Uma estratégia de engessamento do Direito ou de persecução de diretrizes idênticas, diversa daquela utilizada por boa parte dos países nessa matéria, e que acaba preterindo as contingências em favor de uma visão uniforme e generalizável da empresa e dos mercados.⁶¹⁶

Noutra expressão, ao ignorar as nuances que necessariamente envolvem a diversidade organizacional, a generalização do que seja uma resposta adequada às questões de bom governo corporativo acaba por limitar e excluir certas opções de governança que poderiam ser igualmente benéficas para as companhias e para a própria evolução da cultura de mercado.⁶¹⁷ Pois em sendo a governança um sistema dinâmico e complexo no qual o contexto é importante, dificilmente haverá um único conjunto, fixo e imutável de *melhores práticas* para todas as empresas, em qualquer situação.⁶¹⁸

Foi orientando-se por um limite temporal presumido adequado para todas as companhias e em qualquer circunstância, que a Lei nº 14.195/2021 restringiu a existência do voto plural ao limite de até sete anos de duração, a ser definido estatutariamente.⁶¹⁹ O mesmo prazo recomendado por investidores institucionais, como o CII, associação cujos membros possuem

⁶¹⁴ Companies Act, 2013: Chapter XI - Appointment and qualifications of Directors, 149 (4). Company to have Board of Directors.

⁶¹⁵ Companies Act, 2013: Chapter XII - Meetings of Board and its powers, 177. Audit Committee.

⁶¹⁶ AGUILERA, Ruth V.; GOYER, Michel; CASTRO, Luiz Ricardo Kabbach de. Regulation and comparative corporate governance. In: WRIGHT, Mike; SIEGEL, Donald S.; KEASEY, Kevin; FILATOTCHEV, Igor. *The Oxford Handbook of Corporate Governance*. Oxford: Oxford University Press, 2013. pp. 45-47.

⁶¹⁷ KELLY; PARKINSON, Op. cit., 2000. pp.138-139.

⁶¹⁸ LARCKER; TAYAN, Op. cit., 2011. pp. 13-14.

⁶¹⁹ Trata-se de uma novidade também em relação aos projetos de lei dos anos 1930. O projeto varguista sobre o voto plural, por exemplo, ao invés de impor uma limitação temporal, conferia aos estatutos limitar o tempo de duração do privilégio, bem como estipular as formalidades ou requisitos de sua transferência.

uma parcela significativa de capital investido no Brasil e que chegou a endereçar pedidos nesse sentido à própria CVM e à B3 antes da aprovação da mudança legislativa.⁶²⁰

Além de todos os aspectos negativos já destacados, como os conflitos em torno da prorrogação da vigência ou os problemas de último período (*last-period problem*), destaca-se que a salvaguarda temporal é uma medida estranha às mais recentes estruturas regulatórias sobre a matéria. O que nos leva a concluir que a sua imposição pela lei societária brasileira, vista em perspectiva comparada, acaba deixando o mercado de listagem nacional em desvantagem competitiva em relação à NYSE e Nasdaq ou às jurisdições de Hong Kong, Cingapura, Tóquio e Xangai. Sob esse aspecto, o Brasil encontra-se isolado junto a países como a Índia, que também exige esse tipo de limitação.⁶²¹

Para ilustrarmos como essa restrição poderia impactar na escolha das empresas brasileiras ao irem a público, basta notarmos que dentre todas aquelas que abriram o seu capital nos Estados Unidos com voto plural, nenhuma delas optou pela adoção de cláusulas baseadas no tempo. Muito embora, como podemos perceber na Tabela *infra*, todas elas tenham aderido a uma proporção de votos na ordem de 10:1.

Tabela 3 – Empresas brasileiras listadas nos EUA com voto plural

IPO	Company name	Bolsa	Estrutura de voto	Sunset
2018-jan	PagSeguro Digital Ltd.	NYSE	Classe A: 1 Classe B: 10	-
2018-set	Arco Platform Limited	Nasdaq	Classe A: 1 Classe B: 10	-
2018-out	StoneCo Ltd.	Nasdaq	Classe A: 1 Classe B: 10	-
2019-jul	Afya Limited	Nasdaq	Classe A: 1 Classe B: 10	-
2019-dez	XP Inc.	Nasdaq	Classe A: 1 Classe B: 10	-
2020-jul	Vasta Platform Limited	Nasdaq	Classe A: 1 Classe B: 10	-
2021-jan	Vinci Partners Investments Ltd.	Nasdaq	Classe A: 1 Classe B: 10	-
2021-jan	Patria Investments Limited	Nasdaq	Classe A: 1 Classe B: 10	-

Fonte: elaboração própria a partir dos formulários FORM F-1 da SEC.

⁶²⁰ Ver: CII. *CII letter to Brazilian Securities Commission*, Letter to Marcelo Santos Barbosa, Chairman of the Brazilian Securities Commission - CVM, Gilson Finkelsztain, Chief Executive Officer, B3 - Brasil, Bolsa, Balcão, nov. 09, 2020. Disponível em: <https://www.cii.org/files/CII%20Brazil%20dual%20class%20consultation%20final.pdf>. Acesso em: 12 abr. 2022.

⁶²¹ REDDY, Op. cit., 2021. p. 536.

O grande diferencial da cláusula temporal brasileira quando contrastada com mecanismos similares e voluntariamente adotados por empresas de outras jurisdições, diz respeito à possibilidade de extensão da vantagem política por prazo indeterminado (art. 110-A, § 7º, da LSA). Uma regra não prevista na proposta de emenda inicialmente apresentada pelo deputado Marco Bertaiolli (PSD/SP) à MP nº 1.040/2021 – responsável pela introdução do voto plural no país – e cuja redação original seguia o modelo de uma única prorrogação por intervalo igual ou inferior a sete anos.

Assim, inscrito nos estatutos o prazo inicial de duração do privilégio, caberá à maioria dos votos desvinculados do poder de controle escolher pelo prolongamento ou não do excedente político e por qual prazo (ou pela ausência dele). Nesses termos, a dilação do voto plural poderá ocorrer tanto por período igual ao inicialmente fixado, como no exemplo da regra indiana, quanto por qualquer outro período livremente escolhido; uma deliberação na qual não toma parte o titular do privilégio.

Sob o ponto de vista do acionista controlador, privilegiado que é, quanto mais próximo o prazo de expiração do voto plural e, conseqüentemente, mais próxima a chance de perdê-lo ou perpetuá-lo, maiores serão os incentivos para a formação de relações contratuais e demais relações de fato, visando, ora estender a existência do centro decisório, ora extrair, como atitude final, o máximo de vantagens que seja possível. Repise-se, conforme o prazo de expiração do excedente político se aproxima, maiores serão as chances de diálogos cada vez mais intensos entre o detentor das ações privilegiadas e os demais acionistas, de modo a levar estes a aprovar, em assembleia, a manutenção do controle societário.

Como podemos notar, o condicionamento do voto plural a uma data certa acaba favorecendo comportamentos oportunistas e atuações coordenadas entre o controlador e os minoritários, levadas aos *bastidores da cena*. Por conseguinte, ainda que as motivações aparentes sejam estabelecidas e verificadas pelas vias formais, como acordos de acionistas devidamente arquivados na companhia e divulgados ao público, resta o potencial descompasso entre a forma jurídica desses instrumentos e a realidade econômica que os sustenta. Nas palavras de José Alexandre Tavares Guerreiro, “[o] poder é um fato que se oculta e esconde, fato refratário à luz e dissimulado por estruturas jurídicas armadas justamente para organizá-lo do ponto de vista formal, mas que terminam por subtraí-lo à incidência da normatividade”.⁶²²

De outro ângulo, vistas sob a ótica exclusiva de quem está de fora do real poder de comando – e, portanto, minoria política –, todas essas coordenações e vínculos, por mais

⁶²² GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do poder na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano. 29, n. 77, pp. 50-56, jan./mar. 1990. p. 51.

vantajosos que possam parecer, dificilmente produzirão os estímulos necessários para que o voto plural seja estendido. Vale isto por dizer que mesmo em face de uma aquiescência comprada ou de quaisquer ligações perigosas, legais ou ilegais, as chances de uma maioria econômica vir a tornar-se também maioria política e, portanto, detentora do poder de controle, pode gerar incentivos suficientes para que ocorra a extinção do voto plural e o consequente surgimento de um novo centro decisório.

Nessa perspectiva, e tendo no horizonte a influência das estruturas de capital sobre cada forma específica de mudança do poder decisório,⁶²³ cabe avaliarmos em que medida os diferentes padrões de propriedade irão facilitar, dificultar ou mesmo impedir a decisão sobre o fim do privilégio político em cada tipo de companhia.

Antes de tudo, qualquer sociedade que resolva optar pelo uso do voto plural no Brasil e, assim, submeter-se ao período de vigência de até sete anos daquele privilégio, terá, ao final desse ciclo, dois sistemas fundamentais de propriedade acionária, quais sejam, i) concentrada; ou ii) dispersa. No primeiro caso, havendo reunião de percentual majoritário de ações votantes em acionista, ou grupo de acionistas, haverá fortes incentivos para que se efetive uma aquisição originária do poder de controle, mudando a sua titularidade. Para tanto, basta que a prorrogação do voto plural seja rejeitada, decisão que dependerá única e exclusivamente de manifestação assemblear. Nesse ponto, a decisão será tão mais previsível quanto maior o percentual de ações votantes reunidas, de modo a formar, por assim dizer, um poder de controle potencial ou latente, mas pronto para ser exercido sem qualquer negociação prévia com o controlador primário.⁶²⁴

Em se tratando de estruturas menos centralizadas, isto é, situações nas quais, a despeito de concentrado o poder político em ações ordinárias de voto plural, haja uma grande dispersão de ações votantes comuns, o resultado da votação torna-se menos evidente ou previsível. Aqui, quanto mais dispersa a propriedade acionária, aliada ao já conhecido fenômeno do absenteísmo nas assembleias, maiores serão as chances de prevalência e continuidade do voto plural. Pois mesmo havendo escaladas acionárias nesse momento (*creeping control*), i.e., um acúmulo ou a formação gradual de um bloco de controle por meio de compras de ações no mercado aberto,⁶²⁵ a demora, os custos e a incerteza dessas operações podem acabar não gerando um centro ativista

⁶²³ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura. *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

⁶²⁴ Atenta-se, ainda, para as possíveis negociações em torno de bloco de ações capaz de extinguir a prorrogação do voto plural e, dessa forma, tomar para si a direção dos negócios sociais.

⁶²⁵ BRATTON, William W. Hedge fund activism, poison pills, and the jurisprudence of threat. In: SOLOMON, Steven Davidoff; THOMAS, Randall Stuart. *The corporate contract in changing times: is the law keeping up?* Chicago: The University of Chicago Press, 2019. pp. 160-161.

de influência capaz de efetivamente eliminar o voto plural na assembleia que delibere sobre a sua prorrogação. Um movimento demorado, porque dependente de aquisições progressivas; custoso, dado que essas operações elevam a cotação dos papéis; e imprevisível, uma vez que é sempre possível haver terceiros igualmente interessados na companhia-alvo.⁶²⁶

A permanência do voto plural, mesmo após o prazo inicialmente fixado, pode ainda ser buscada através de cláusulas de proteção à dispersão acionária – *poison pill brasileira*⁶²⁷ – que possam conduzir a uma oferta pública de aquisição (OPA).⁶²⁸ Como já disposto em vários estatutos sociais, inclusive de sociedades brasileiras com capital tipicamente concentrado, esse instituto pode vir a tornar proibitiva a formação de qualquer participação social relevante, capaz de rivalizar com o centro de poder já estabelecido na companhia. O que pode fomentar, também no caso do voto plural, a perpetuação do controle e minar de vez, na expressão introduzida por Henry Manne, o surgimento de um *market for corporate control*.⁶²⁹ Isto é, aquele mercado no qual o poder de controle é transacionado, normalmente por um sobrevalor em relação às participações sociais negociadas no mercado geral, e que no contexto estadunidense é normalmente citado como forma de constrangimento da gestão.

Destaca-se que o mecanismo das *poison pills*, originalmente concebido como um instrumento de defesa contra aquisições hostis,⁶³⁰ garantindo a dispersão da base acionária e a liquidez dos papéis, vem sendo constantemente denunciado pela doutrina pátria como um desvirtuamento eivado de antijuridicidade e ineficiência econômica.⁶³¹ A própria CVM, através

⁶²⁶ Ver: AZEVEDO, Luís André Negrelli de Moura. A oferta pública para aquisição de controle sob a perspectiva da companhia aberta ofertante. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro dos Santos. *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 83; NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à tomada de controle de companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. pp. 74-76.

⁶²⁷ Assim denominadas por Carlos Klein Zanini em virtude da sua distinção em relação ao mercado norteamericano, confira-se: ZANINI, Carlos Klein. *A poison pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos: Liber Amicorum* Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 260. Há várias discussões sobre o adequado nome dessas cláusulas, inclusive nos Estados Unidos, onde o próprio criador do instituto, o advogado Martin Lipton, critica a denominação consagrada, a partir de 1983, através de um banqueiro de investimentos, ver: LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. Pills, polls and professors: a reply to Professor Gilson. *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 27, pp. 1-55, 2002. p. 15.

⁶²⁸ O que será feito a um certo preço, após atingido determinado patamar de participação acionária. No Brasil, essas *poison pills tropicalizadas* foram introduzidas pioneiramente em 2004, quando da abertura de capital da Natura Cosméticos S.A. no Novo Mercado, prevendo no estatuto um gatilho da OPA obrigatória fixado em 25% do total das ações emitidas.

⁶²⁹ MANNE, Henry G. Mergers and the market for corporate control, *Journal of Political Economy*, v. 73, n. 2, pp. 110-120, abr. 1965.

⁶³⁰ VELASCO, Julian. The enduring illegitimacy of the poison pill. *The Journal of Corporation Law*, v. 27, n. 3, pp. 381-423, 2002.

⁶³¹ CARVALHOSA, Modesto. As *poison pills* estatutárias na prática brasileira: alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro dos Santos. *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 29; EIZIRIK, Nelson; HENRIQUES, Marcus de Freitas. A legalidade das *poison pills* adotadas pelas companhias brasileiras. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor. *Temas de direito*

de memorando dirigido ao seu colegiado em 2008 e do Parecer de Orientação nº 36, de 2009, tem alertado sobre o não reconhecimento de alguns efeitos dessas cláusulas em processos administrativos sancionadores, como nas situações em que as disposições estatutárias imponham ônus a acionistas que votarem favoravelmente à supressão das *poison pills*.

8.1 A limitação temporal em face do critério de permanência do poder de controle

A existência de um centro decisório cuja existência está condicionada no tempo traz consigo uma série de desafios de governança, exigindo do regulador e dos próprios particulares o desenho de incentivos adequados para contorná-los. No caso brasileiro, a imposição desse limite temporal ao exercício do poder decisório, à semelhança da hipótese de controle minoritário, introduz ainda um aparente dilema lógico. Pois embora a lei não fixe o percentual mínimo de ações necessário para se exercer o poder de comando, individual ou compartilhado, exige, por outro lado, o requisito de preponderância permanente nas deliberações assembleares, arts. 116 e 243, § 2º, da LSA, o qual deve ser confrontado com a imposição de um prazo inicial máximo de até sete anos de vigência do voto plural, art. 110-A, § 7º.

Seja o critério de permanência do poder de controle inerente ao seu exercício⁶³² ou mesmo irrelevante para a sua caracterização,⁶³³ certo é que o voto plural e a existência de um poder de controle agora previamente programado para extinguir-se passaram a exigir do intérprete uma análise mais detida em face da consciência temporal do seu exercício e da própria exigência legal da sua continuidade.

Diante da ausência de parâmetros legais para a definição objetiva da permanente supremacia desse poder, a doutrina tem normalmente recorrido à Resolução nº 401/1976, do Conselho Monetário Nacional,⁶³⁴ hoje revogada pela Resolução 2.927/2002, cujo item IV definia o acionista controlador como o titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta

bancário e do mercado de capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. pp. 72-73; NASCIMENTO, Op. cit., 2019. pp. 208-209. ZANINI, Op. cit., 2011. p. 262.

⁶³² SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do controle acionário: interpretação e valor*. Niterói: FMF Editora, 2004. p. 364.

⁶³³ Neste sentido, em relação ao poder de controle diluído, ver: OIOLI, Erik Frederico. *Regime jurídico do capital disperso na Lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014. p. 61.

⁶³⁴ EIZIRIK, Op. cit., 2015a. p. 227; BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. II (Arts. 106 a 188). Rio de Janeiro: Forense, 1977. p. 562. TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. *Código Civil interpretado conforme a Constituição da República*. Vol. III (Arts. 966 a 1.510). Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 299.

dos votos dos acionistas presentes nas últimas três assembleias gerais, e não em três exercícios sociais consecutivos, como se poderia supor.⁶³⁵

Conforme ensina Fábio Coelho, o objeto da norma infralegal era regulamentar o revogado art. 254 da LSA, o qual exigia prévia autorização da CVM para a alienação do controle da companhia, continuando, no entanto, como um critério pertinente de interpretação.⁶³⁶

Nesse mesmo sentido, conforme definição apresentada nos seus regulamentos de listagem, a B3 descreve o poder de controle como aquele efetivamente utilizado, restando sua titularidade relativamente presumida quando haja titular de ações que assegurem a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias gerais, ainda que essa titularidade não represente a maioria absoluta do capital votante.

Para maiores esclarecimentos, o Código Civil pouco contribui. Restringindo-se à disciplina do controle direto e indireto no âmbito dos grupos societários,⁶³⁷ o art. 1.098 apenas relaciona a maioria dos votos nas deliberações dos quotistas ou da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores, sem qualquer menção à ideia de permanência. Por isso alguns autores afirmarem permitir o referido artigo a ocorrência de controle mesmo quando aquela maioria fosse ocasionalmente atingida.⁶³⁸

De toda sorte, e independentemente de um ou outro parâmetro, o que se sustenta é que a noção de permanência do poder não significa perpetuidade, nem se trata de fenômeno estático ou imutável.⁶³⁹ Por outro lado, esse requisito também exclui do conceito de acionista controlador as preponderâncias meramente fortuitas, eventuais, conjunturais ou aleatórias nas deliberações assembleares e na condução dos negócios sociais,⁶⁴⁰ exigindo, portanto, uma certa estabilidade da posição de comando.⁶⁴¹ Ou seja, a despeito de a lei não determinar um prazo mínimo de continuidade do poder, o aspecto de permanência do seu exercício não deve ser

⁶³⁵ Alertando para este ponto: LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei*. Vol. I. (Arts. 1º a 120). Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 1081.

⁶³⁶ COELHO, Op. cit., 2012. pp. 308-309.

⁶³⁷ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários ao Código Civil: do direito de empresa*, v. XIII (Arts. 1.052 a 1.195). São Paulo: Saraiva, 2005. pp. 422-429.

⁶³⁸ FONSECA, Priscila M. P. Corrêa da; SZTAJN, Rachel. *Código Civil comentado*. Vol. XI (Arts. 887 a 926 e 966 a 1.195). São Paulo: Atlas, 2008. p. 624.

⁶³⁹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle e grupos de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002. p. 249.

⁶⁴⁰ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Estrutura da companhia. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 816; BARBOSA, Henrique Cunha. *A exclusão do acionista controlador na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 53.

⁶⁴¹ Nas palavras de Modesto Carvalhosa: “O controle não se traduz por atos isolados, mas, sim, por uma situação que se caracteriza pela *estabilidade*”. Ver: CARVALHOSA, Op. cit., 2014. p. 627.

ignorado, daí que, uma vez adquirido, também deve ser conservado: *le contrôle n'est pas un phénomène épisodique. Il s'exerce de façon permanente*.⁶⁴²

Como resume Eliseu Martins, em manifestação da CVM, a noção de permanência traz consigo a “característica de não representar algo absoluta e totalmente definitivo, perpétuo, mas sim algo que, mesmo que por prazo não longo, tenha certa característica de continuidade”.⁶⁴³ Concluimos, portanto, que a ideia de permanência na Lei das S/A, muito antes de referir-se a uma dimensão temporal do controle, relaciona-se, isto sim, a um estado de coisas revestido de estabilidade.⁶⁴⁴ Isto é, para qualquer período de vigência – no caso do voto plural, inicialmente não superior a sete anos –, a posição estrutural na qual o poder de controle se baseia⁶⁴⁵ será suficiente para realizar o objeto social da companhia e cumprir a sua função social.

8.2 O uso efetivo do poder de controle e o caráter personalíssimo das ações de voto plural

Para a correta identificação do acionista controlador, a lei societária brasileira reclama, além da (i) titularidade de direitos de sócio⁶⁴⁶ que lhe assegurem, (ii) de modo permanente, (iii) a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral (iv) e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, que esse poder seja (v) efetivamente utilizado para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Dessa forma, não se

⁶⁴² CHAMPAUD, Claude. *Le pouvoir de concentration de la société par actions*. Paris: Librairie Sirey, 1962. p. 107.

⁶⁴³ PA CVM nº RJ2009/1956, Dir. Rel. Eliseu Martins, j. 15.07.2009. No mesmo sentido: LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*. São Paulo: Saraiva, 2006. p. 157.

⁶⁴⁴ Como sublinha Fábio Konder Comparato: “a preponderância permanente nas deliberações sociais são significa, estritamente falando, situação majoritária prolongada no tempo. Pode alguém adquirir o controle de uma companhia para mantê-lo por curto período, apenas. Durante este, há controle, desde que a preponderância nas deliberações sociais dependa unicamente da vontade do titular de direitos de sócio e não de acontecimentos fortuitos” (COMPARATO, Op. cit., 2014. p. 73). Nesse mesmo sentido: MUNHOZ, Op. cit., 2002. p. 243; CARVALHOSA, Op. cit., 2014. p. 625.

⁶⁴⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle acionário: alienação e tomada*. Tese (Livre-docência em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. p. 299.

⁶⁴⁶ Perceba-se que, embora o direito de voto seja apenas atribuído por ações cuja aquisição confere a qualidade de acionista, a lei afasta-se desse termo para utilizar a expressão *titular de direitos de sócio* e com isso alcançar situações nas quais se dissocia a propriedade da ação do exercício legítimo do direito de voto, como nos casos de constituição de direito real de usufruto de ações com acordo de voto livremente pactuado, art. 114 da LSA. Quanto a este aspecto, permite-se identificar como verdadeiro controlador o usufrutuário que, nesta condição, exerça o direito de voto decisivo. Neste mesmo sentido: EIZIRIK, Op. cit., 2015a. p. 206; LUCENA, Op. cit., 2009. pp. 1055-1056; COMPARATO, Op. cit., 2014. p. 176; VERÇOSA, Op. cit., 2014. p. 244; WALD, Arnoldo. Do regime jurídico do usufruto de cotas de sociedade de responsabilidade limitada e de ações de sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano 29, n. 77, pp. 5-14, jan./mar. 1990. p. 13; COMPARATO, Fábio Konder. *Ensaio e pareceres de direito empresarial*. Forense: Rio de Janeiro, 1978. pp. 82-84. Contrário a esta posição: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O direito de voto de ações gravadas com usufruto viável. *Revista Trimestral de Direito Civil*, v. 4, n. 14, pp. 233-246, abr./jun. 2003.

considera acionista controlador, ainda que majoritário,⁶⁴⁷ aquele que se furta ao efetivo exercício desse direito. Daí que a simples titularidade da maioria dos direitos de sócio, embora assegure a possibilidade do poder, não basta para garantir o seu uso efetivo.⁶⁴⁸ O controle da vontade social não se traduz, portanto, em poder eventual, simbólico ou diferido.⁶⁴⁹

Circunstância fática que é, e não mera situação jurídica, o controle é algo mais que a propensão ou capacidade de comando. É o poder efetivo de direção dos assuntos sociais⁶⁵⁰ materializado na capacidade de domínio.⁶⁵¹ Portanto, à sua *aquisição* (titular de direitos de sócio) e *conservação* (de modo permanente) – *l'attaque et la parade* –,⁶⁵² segue-se, necessariamente,⁶⁵³ o seu *exercício* (usa efetivamente seu poder). Na síntese de Haroldo Verçosa: “De nada adiantaria ter todo um arsenal de poderes à disposição, aptos a constituir o controle social, se eles não fossem efetivamente utilizados. Não se trata, portanto, de poder em potência, mas em ato”.⁶⁵⁴

Diversamente do preceito contido no art. 116, a noção de controle dele adaptada e aplicável a pessoas jurídicas controladoras (art. 243, § 2º) não consagra, de maneira expressa, a exigência de uso efetivo do seu poder; o que a doutrina já destacou como algo inteiramente desnecessário.⁶⁵⁵ Ora, sendo o objeto da sociedade de comando e a razão pela qual foi constituída participar em outras sociedades, não poderia ela se furtar ao exercício efetivo do poder de controle, sob pena de violação ao seu objeto social. Uma presunção que não se estende igualmente às pessoas físicas, as quais muitas vezes não sabem, não querem ou mesmo não

⁶⁴⁷ Nas palavras de José Edwaldo Tavares Borba: “Quem tem a maioria e não a utiliza é sócio majoritário, mas não é controlador” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 348). No mesmo sentido: EIZIRIK, Nelson. Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura. *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 179.

⁶⁴⁸ Em sentido contrário: GUERREIRO, Op. cit., 1984. p. 74; OIOLI, Op. cit., 2014. p. 59.

⁶⁴⁹ WALD, Arnoldo. Da caracterização da alienação de controle. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 10, n. 38, pp. 189-203, out./dez., 2007.

⁶⁵⁰ CHAMPAUD, Op. cit., 1962. p. 107.

⁶⁵¹ BARBOSA, Op. cit., 2009. p. 53.

⁶⁵² CHAMPAUD, Op. cit., 1962. p. 107.

⁶⁵³ LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.: exposições, pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 332; EIZIRIK, Nelson. *Direito societário: estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 414; EIZIRIK, Op. cit., 2015a. p. 226; CARVALHOSA, Op. cit., 2014. p. 628; PRADO, Roberta Nioac. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.: tag along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 126.

⁶⁵⁴ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Direito comercial: sociedade por ações*. Vol. III. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. p. 246.

⁶⁵⁵ LAMY FILHO, Op. cit., 2007. p. 332; MUNHOZ, Eduardo Secchi. Da alienação à aquisição de controle: uma nova interpretação para o artigo 254-A da Lei das S/A. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Temas de direito empresarial e outros estudos: em homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 217; CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. IV, Tomo II (Arts. 243 a 300). São Paulo: Saraiva, 2014. p. 40. COMPARATO, Op. cit., 1978. p. 201.

podem exercer aquele poder, estando, portanto, isentas das respectivas funções e responsabilidades (arts. 116, parágrafo único, e 117).

Diante de todas as controvérsias em torno da noção de *efetividade* como elemento integrativo da definição de controlador,⁶⁵⁶ em se tratando de classe de ações ordinárias com voto plural, o problema que exsurge e sobre o qual buscamos refletir é como a manutenção do privilégio político poderá compatibilizar-se com a qualificação do poder de controle pelo seu uso efetivo. Ou melhor, como um instituto criado para atribuir ao seu titular o poder-dever⁶⁵⁷ ou direito-função⁶⁵⁸ de dirigir os negócios sociais poderá harmonizar-se com a apatia ou incapacidade desse acionista em fazê-lo. Frustrando as expectativas de investidores que muitas vezes aportam seus recursos unicamente em virtude da superioridade técnica do controlador, mas indo também contra o fim e o espírito do instituto, isto é, a efetiva condução da empresa.

Assim, para que a capacidade incomum do acionista controlador possa revelar-se, não basta atribuir-lhe a segurança e a garantia do controle permanente dos negócios sociais, é necessário dele exigir o uso efetivo desse poder. Em outros termos, isso significa que o voto plural foi pensado e instituído não apenas para isolar o acionista fundador ou outros *inseriders* relevantes, mas permitir que desse isolamento resultem decisões operacionais de alta qualidade. O que não foi contemplado pela Lei das S/A entre as hipóteses de conversão automática das ações de classe com voto plural em ações ordinárias simples (art. 110-A, § 8º).

Destarte, desde que não haja transferência das ações privilegiadas a terceiros (art. 110-A, § 8º, I) ou exercício conjunto do direito de voto (art. 110-A, § 8º, II), a lei atual permite uma mudança de fato do poder político na sociedade sem que isso desencadeie a necessária extinção do voto plural. Uma contradição normalmente evitada pelas demais jurisdições.

Hong Kong, por exemplo, privilegiando a extinção do excedente político com base em eventos, exige a ocupação obrigatória de cargo na administração da companhia, de modo que o abandono do *board* leva automaticamente a uma conversão do sufrágio plúrimo em voto

⁶⁵⁶ Para um resumo dessa controvérsia, ver: PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano 28, n. 76, pp. 15-25, out./dez. 1989. p. 16.

⁶⁵⁷ EIZIRIK, Nelson. Acordo de acionistas – Arquivamento na sede social – Vinculação dos administradores de sociedade controlada. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano 42, n. 129, pp. 43-53, jan./mar. 2003. p. 51; MACEDO, Ricardo Ferreira de. Limites de efetividade do direito societário na repressão ao uso disfuncional do poder de controle nas sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 120, pp. 195-227, out./dez. 2000. p. 224; CARVALHOSA, Op. cit., 2014. p. 475; COMPARATO, Op. cit., 2014. p. 110.

⁶⁵⁸ GRAU, Eros Roberto. *A ordem Econômica da Constituição de 1988: interpretação e crítica*. São Paulo: Malheiros, 2015. p. 252; CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. O exercício de voto na sociedade anônima. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro dos Santos. *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo. Quartier Latin, 2009. p. 249.

unitário. Nesse mesmo sentido, em Cingapura, o término do vínculo entre o detentor das chamadas *MV shares* e a administração leva ao fim do voto plural, o que pode ocorrer por morte, incapacidade, aposentadoria, renúncia ou qualquer outra forma de abandono efetivo da condução dos negócios sociais. Xangai e Índia convergiram nessa mesma direção, vinculando o abandono ou a renúncia de cargo na administração ao fim do excesso de votos. Em Xangai, até mesmo a delegação do exercício dos direitos de *supervoto* para qualquer outra pessoa extinguirá aqueles direitos.

No quadro brasileiro, por seu turno, embora não seja exigência legal, nada impede que as companhias estipulem em seus estatutos sociais cláusulas de fim da vigência do voto plural com base na atuação concreta do acionista controlador. Mais além, conforme podemos constatar na abertura dada pelo art. 110-A, § 6º, seria mesmo admissível recorrermos a uma série de outros encargos ou ônus – inclusive cláusulas de desempenho. Nesse ponto, a gestão técnica da empresa e a manutenção do voto plural poderiam ser avaliados com base no atingimento de metas ou resultados previamente definidos, a exemplo da manutenção de uma certa oscilação de preços dos papéis ou do atingimento de dado nível de receita.

8.3 A extinção do voto plural com base em eventos: transferência a terceiros e exercício conjunto do direito de voto

Ao lado das arbitrárias cláusulas temporais,⁶⁵⁹ a lei societária brasileira optou ainda por extinguir o voto plural quando da ocorrência de certos eventos. Assim, a Lei das S/A prevê e impede de maneira expressa a livre transferência daquelas ações a terceiros, constringendo a mercantilização do voto plural e ressaltando o seu histórico figurino personalíssimo – *ratione personae* – mesmo nas sociedades anônimas de capital aberto. Refere-se, é bem verdade, a uma cláusula estatutária comumente verificada tanto no passado quanto no presente, restringindo a subscrição das ações de voto plural a pessoas determinadas com precisão nos estatutos e muitas vezes apontada como intrínseca ao caráter infungível ou *intuitu personae* do privilégio: *il paraît être, pour le moins, de la nature du vote privilégié*.⁶⁶⁰

Sob esse prisma, o voto plural redimensiona a influência da personalidade e do empresário em face dos processos burocráticos e da equipe de gestão, atuando direta ou indiretamente sobre a administração especializada e os rumos do negócio. Isto é, ao contrário do que previa Galbraith sobre as fontes de poder na grande empresa, e para quem o empresário

⁶⁵⁹ FISCH; SOLOMON, Op. cit. 2019. p. 1063; WINDEN, Op. cit., 2018. p. 917.

⁶⁶⁰ ROSSET, Op. cit., 1929, p. 10.

teria cedido lugar ao *homem sem rosto da organização*,⁶⁶¹ o nome e a qualidade pessoal dos gestores sociais continuam centrais para o capitalismo moderno. Como sublinha Mariana Pargendler, em 2019, sete das maiores companhias do mundo estavam no setor de tecnologia (Apple, Amazon, Alphabet, Microsoft, Facebook, Alibaba e Tencent Holdings), sendo quatro delas controladas por estruturas acionárias de dupla classe (Alphabet, Facebook, Alibaba e Berkshire Hathaway). Além disso, no caso da Amazon, em particular, muito embora ela tenha uma estrutura tradicional de capital, isto é, uma única classe de ações ordinárias, é substancial a participação acionária do seu fundador, Jeff Bezos, bem como a influência descomunal que ele exercer na empresa.⁶⁶² Portanto, e ao contrário do que diria sociólogos como C. Wright Mills, o nome da empresa – embora importante – ainda não é tudo o que realmente importa.⁶⁶³

Tratando-se de direito especial, ou seja, criado em função da qualidade de um ou mais sócios e em natureza ou nível relativamente mais vantajoso, não integra o conteúdo normal das ações ou lhes é atribuído em proporções ampliadas.⁶⁶⁴ Daí a razão pelo fim ou extinção desse direito quando da transmissão das respectivas ações, não apenas limitando o círculo de seus potenciais adquirentes como, de fato, proibindo a difusão do privilégio entre o público geral.

Tal regime de transmissibilidade ou personalização não é incompatível com o regime geral e a natureza das sociedades anônimas e tampouco estranho à lei societária brasileira. Pois embora se possa invocar a ideia de livre circulação das ações, podemos verificar mecanismos de restrição a esse princípio nos mais variados mercados.⁶⁶⁵ De resto, seja limitando-a a um certo grupo de acionistas, seja condicionando a sua transferência, essas restrições ao livre fluxo das ações nos levam a endossar a conclusão de que “[f]ully transferable shares do not necessarily mean *freely tradable* shares”.⁶⁶⁶

É também essa a lição de Miranda Valverde ao comentar a transferência, *inter vivos*, das ações nominativas sob o regramento de 1940. Para o autor, “os estatutos podem impor certas restrições ou limitações à circulação das ações”, no que se pode afirmar que é “[a]

⁶⁶¹ GALBRAITH, John Kenneth. *A anatomia do poder*. Lisboa: Edições 70, 2007. pp. 1968-169.

⁶⁶² PARGENDLER, Op. cit., 2020b. pp. 6-7.

⁶⁶³ “The name of the firm is all that matters, and this name does not rest upon the personal quality of the entrepreneurial flair of its head; it rests upon business routine and the careful administration of appropriate publicity” (MILLS, Charles Wright. *White collar: the American middle classes*. New York: Oxford University Press, 1969. p. 108).

⁶⁶⁴ Seguimos um raciocínio próximo de VENTURA, Raúl. *Estudos vários sobre sociedades anônimas: comentário ao Código das Sociedades Comerciais*. Coimbra: Almedina, 1992. p. 416.

⁶⁶⁵ ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; PARGENDLER, Mariana. What is corporate law? In: KRAAKMAN, Reinier et al. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2017. pp. 10-11.

⁶⁶⁶ ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN; PARGENDLER. Op. cit., 2017. pp. 10-11.

transmissibilidade das ações, e não a sua livre transmissibilidade, é que constitui um dos característicos essenciais”.⁶⁶⁷

A esse respeito, deve-se notar que os limites à transferência das ações com voto plural não dizem respeito aos títulos propriamente ditos, mas aos privilégios políticos que eles carregam. De modo que, uma vez operada a transferência, extingue-se o excedente de votos que os acompanha. Trata-se, vale ressaltar, de uma consequência inerente à própria função desempenhada por essa classe de ações. Ou seja, possibilitar maior liberdade à figura pessoal do acionista controlador em virtude de sua importância estratégica para a companhia. Quer dizer, em consideração da sua visão exclusiva para a criação e agregação de valor ao negócio.

Por esse ângulo, as ações com voto plural consubstanciam um privilégio e desempenham uma função similar àquela estabelecida pelas *golden shares*, ou ações de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante (art. 17, § 7º, da LSA).⁶⁶⁸ E isso não só pela assimetria entre poder e propriedade, subvertendo o princípio da deliberação pela maioria do capital,⁶⁶⁹ mas também por representarem um mecanismo *antitakeover*, com limites à sua livre transferência e acentuado caráter *intuitu personae*.⁶⁷⁰ Devem ainda substituir, em se tratando das *golden shares*, enquanto haja o interesse público ou nacional pelo qual foram criadas e, no caso do voto plural – para algumas jurisdições –, enquanto o supervoto estiver alinhado com a busca e a implementação das ideias idiossincrática do acionista controlador.

Em síntese, e aqui seguimos uma orientação próxima à de Juliana Krueger Pela quanto às *golden shares*, os limites ou mesmo a impossibilidade de negociação de apenas um ou alguns títulos representativos de fração reduzida do capital social não nos parece comprometer ou violar as regras e princípios do direito societário, sendo, portanto, compatíveis com os elementos do tipo sociedade anônima.⁶⁷¹

Uma dificuldade acional em relação a esse dispositivo e que deverá ser solucionado pelos estatutos diz respeito às hipóteses de transferência parcial das ações privilegiadas. Nessas circunstâncias, uma vez que haja perda efetiva do poder de controle por transferência de apenas parcela daquelas ações, não fará sentido o controlador ou grupo diretivo originário manter uma

⁶⁶⁷ VALVERDE, Op. cit., 1959, p. 209.

⁶⁶⁸ Fruto da engenharia jurídica britânica, o mecanismo das *golden shares* aporta no Brasil através do Programa Nacional de Desestatização (PND), e sob a alcunha de ação de classe especial prevê, inicialmente, a possibilidade de veto da União em matérias estipuladas nos estatutos sociais das empresas privatizadas. Com a revogação da Lei nº 8.031/90 pela Lei nº 9.491/97, as possibilidades de intervenção do estado por meio dessas ações são ampliadas e passam a enquadrar, além do veto, a eleição de membros para os órgãos da administração e a transferência de serviços públicos explorados pela União. São elas introduzidas de forma expressa na LSA através da Lei nº 10.303/01, e deste então assumem obrigatoriamente a forma de ações preferenciais.

⁶⁶⁹ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 113.

⁶⁷⁰ PELA, Juliana Krueger. *As golden shares no direito societário brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

⁶⁷¹ PELA, Op. cit., 2012. p. 125.

fração de votos privilegiados que não lhe permita exercer o poder supremo da companhia. Em situações como essa, ainda que subsista algum grau de ingerência sobre o negócio, seria recomendável uma conversão automática de todas as outras ações privilegiadas remanescentes em ações ordinárias comuns. É como opera a regulação de Xangai, onde a mudança efetiva na titularidade do poder de controle, mesmo que derivada da conversão de apenas parcela das ações privilegiadas, resulta na supressão automática do voto plural de todas as outras ações, independentemente de estas também haverem sido transferidas.

De qualquer forma, constitui uma exceção à regra geral de extinção do voto plural pela transferência da participação privilegiada, os casos em que o alienante permanecer indiretamente como único titular de tais ações e no controle dos direitos políticos por elas conferidos (art. 110-A, § 8º, I, a). O que pode ocorrer através de sociedade limitada unipessoal, na qual o único sócio centraliza as suas ações e controla indiretamente a companhia. De um modo geral, este é exemplo da *holding* de controle ou *holding-mãe* num sistema piramidal/verticalizado, em que a sociedade constituída pelos controladores indiretos terá como objeto a gestão estratégica das participações sociais visando dirigir, de forma efetiva, os negócios da sociedade operacional e orientar o funcionamento dos seus órgãos.⁶⁷² São as chamadas *sociétés de controle* do direito francês, as *Führungsholding* germânicas, ou as *sociedades gestoras de participações sociais* (SGPS) do direito português, ocupando de forma instrumental o topo hierárquico das estruturas societárias ou plurissocietárias⁶⁷³ e agudizando profundamente a separação entre propriedade e controle.⁶⁷⁴

Assim, uma vez que o acionista (ou grupo de acionistas) com ações privilegiadas continue, ainda que indiretamente, como único titular de tais ações e no controle dos direitos políticos por elas conferidos, assim também perdurará o excedente político. Trata-se, é bem verdade, de ressalva comumente empregada por companhias que hoje utilizam o voto plural, como é o caso do Snap Inc.: “[...] so long as the transferring holder continues to hold sole voting and dispositive power with respect to the shares transferred”.⁶⁷⁵

Ademais, quando as ações com voto plural são detidas por mais de uma pessoa, a transferência destas ações entre os membros do grupo de titulares não enseja a extinção do privilégio político (art. 110-A, § 8º, I, b). Permite-se, assim, que haja uma transferência das

⁶⁷² CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. IV, Tomo II (Arts. 243 a 300). São Paulo: Saraiva, 2014. pp. 44-46.

⁶⁷³ ANTUNES, José A. Engrácia. As “holdings” no direito português. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, n. 12, pp. 13-53, nov. 2020.

⁶⁷⁴ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual de grupos de sociedades*. Coimbra: Almedina, 2017a. p. 136.

⁶⁷⁵ SEC. FORM S-1 Registration Statement under the Securities Act of 1933. Snap Inc. February 2, 2017.

ações e respectivos votos adicionais a outros cofundadores ou *insiders* que possam igualmente contribuir com decisões estratégicas e inovações disruptivas. O que hoje é previsto em companhias como Alphabet Inc., Meta Platforms, Inc. e Snap Inc., bem como em regulações bolsistas, como a de Cingapura.

Também constitui hipótese de persistência do voto plural mesmo em face de transferência das ações, diz respeito aos regimes de titularidade fiduciária para fins de constituição de depósito centralizado. Cuida-se de serviço prestado por pessoas jurídicas, constituídas sob a forma de sociedade por ações ou de associação autorizada pela CVM – no ambiente brasileiro, pela Central Depositária da B3 –, no qual o depositário central figura como titular fiduciário das ações sem que estas integrem o seu patrimônio.⁶⁷⁶

Por fim, a segunda e última hipótese legal de conversão automática do sufrágio plural em voto unitário refere-se a *contrato* ou acordo de acionistas, entre titulares de ações com voto plural e acionistas que não sejam titulares de ações com voto plural, que disponha sobre exercício conjunto do direito de voto. Mais uma vez, a lei societária reforça a natureza personalíssima do instituto e a relevância da contribuição pessoal de sócios previamente determinados, de sorte que a extinção do privilégio nesse cenário é reflexo da sua própria finalidade geral e do vínculo *intuitu personae* que ele estabelece.

8.4 Salvaguardas adicionais: operações vedadas e suspensão do privilégio político

8.4.1 Sobre a vedação de operações de reorganização societária

Desde as primeiras incursões sobre a possibilidade de acolhimento do voto plural no Brasil e alhures,⁶⁷⁷ uma das principais controvérsias apresentadas versaram justamente sobre as restrições necessárias contra os inconvenientes do instituto. Desta feita, emergiram dúvidas como a necessidade de um limite ao número de votos, a conveniência de uso do privilégio em todas as assembleias (ordinárias e extraordinárias), quanto a atribuição de dividendos preferenciais aos demais acionistas e ainda sobre em qual estágio de vida da companhia os votos adicionais poderiam ser adotados: *Poderão instituí-lo as sociedades já depois de constituídas, ou apenas nos seus primeiros estatutos?*⁶⁷⁸

⁶⁷⁶ Ver Resolução CVM n. 31, de 19 de maio de 2021.

⁶⁷⁷ “Une distinction ne s'impose-t-elle pas suivant que les actions à vote plural sont créées lors de la constitution de la société ou au cours de l'existence de celle-ci?” (MARX, Op. cit., 1929. p. 63).

⁶⁷⁸ Considerações de Clodomir Cardoso sobre as restrições que poderiam ser opostas ao voto plural, vide: CARDOSO, Op. cit., 1930, p. 96.

Quanto a essa última escolha, mesmo entre as jurisdições atuais mais flexíveis, a resposta regulatória tende a vedar a possibilidade de emissão de ações com voto plural a companhias já listadas. Assim, tal como as bolsas de Hong Kong, Cingapura e Xangai, tanto a NYSE quanto a Nasdaq proíbem reduções ou restrições desproporcionais dos direitos políticos de ações negociadas.⁶⁷⁹ Foi essa também a opção acolhida pela reforma da LSA ao condicionar a criação do privilégio político – nas companhias abertas – a qualquer negociação prévia de ações ou valores mobiliários conversíveis em ações, como debêntures e bônus de subscrição (art. 110-A, II). Como nos lembra Flavia Mouta Fernandes et al., “se tomou o cuidado de não estender a restrição genericamente a toda e qualquer companhia aberta, em atenção ao fato de que certos emissores, embora possuam o registro de companhia aberta, ainda não tiveram suas ações efetivamente negociadas em mercado organizado – em função, por exemplo, da pendência de listagem ou de atos de distribuição –, ou possuem apenas ativos de dívida (não conversíveis em ações) admitidos à negociação”.⁶⁸⁰

Ora, não sendo permitida a utilização do voto plural em momento posterior à negociação de ações ou de valores mobiliários nelas conversíveis, seria um contrassenso não prever essa mesma vedação para os fenômenos de reorganização societária. Defronte a estas operações, obstar o uso do voto plural significa dar coerência sistêmica aos dispositivos da lei, na medida em que os negócios de incorporação de ações (art. 252) ou de sociedade (art. 227),⁶⁸¹ fusão e cisão, unificando ou dividindo sociedades,⁶⁸² possibilitam burlar as regras e quóruns de aprovação daquele instituto, além de promover uma diluição nas participações dos demais acionistas. Assim, por identidade de razão, ficam vedados esses negócios jurídicos entre a companhia aberta que não adote o voto plural e aquela que o faça (art. 110-A, § 11, I, II).

Aqui, tal como ocorre no art. 223, o que se busca é garantir a manutenção de uma certa e já precificada posição acionária aos investidores, evitando danos decorrentes de uma possível alteração nas condições de liquidez das ações.⁶⁸³ Dessa forma, nos termos do § 3º daquele

⁶⁷⁹ NYSE Listed Company Manual, Section 3 - Corporate Responsibility, Voting Rights, Rule 313.00 (A); Nasdaq Stock Market LLC Rules, Corporate Governance Requirements 5600, Voting Rights, Rule 5640.

⁶⁸⁰ FERNANDES, Flavia Mouta et al. A criação do voto plural no Brasil: do anteprojeto aos desafios para o futuro. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, n. 15, pp. 167-198, nov. 2022. p. 179.

⁶⁸¹ Ressalte-se, no caso de incorporação de sociedade o que existe é a absorção de uma ou mais sociedades por outra, transmitindo-se o patrimônio e extinguindo a personalidade jurídica da incorporada. Em se tratando de incorporação de ações, por outro lado, haverá transferência de ações sem extinção de qualquer sociedade, gerando, tão somente, uma subsidiária integral com patrimônio e responsabilidade próprios. Ver: KALANSKY, Daniel. *Incorporação de ações: estudo de casos e precedentes*. São Paulo: Saraiva, 2012. pp. 34-37.

⁶⁸² PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz de Bulhões. *Direito das companhias*, v. 2. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1739.

⁶⁸³ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*, v. IV (Arts. 206 a 300). São Paulo: Quartier Latin, 2015c. pp. 99-104.

artigo, se a incorporação, fusão ou cisão envolver companhia aberta, sua sucessora também o será, obtendo o respectivo registro junto à CVM e, se for o caso, promovendo a admissão de negociação das ações no mercado secundário num prazo máximo de 120 dias. Do contrário, restando alteradas as bases essenciais da companhia, inclusive se o negócio verter em sociedade limitada, fica garantido o direito de recesso.⁶⁸⁴

Por outra banda, não se pode ignorar que a previsão legal no âmbito das reorganizações, embora tenha mirado proteger minorias, limita substancialmente a autonomia privada e a realização de operações ótimas em seu mais amplo sentido. Afinal de contas, diante da vedação absoluta da Lei (art. 110-A, § 11, I, II), mesmo que a unanimidade dos acionistas de companhia aberta que não adote voto plural queira e aprove a operação, e por mais vantajosa ou eficiente que ela seja, ainda assim não poderá ser efetivada.

8.4.2 O caso da remuneração de administradores e transações com partes relacionadas

Como medida adicional de proteção às minorias, além daquelas já discutidas, a lei buscou reduzir o âmbito de incidência do voto plural, restringindo o seu exercício com base na natureza das deliberações a serem tomadas. Dessa forma, suprime pontualmente ao acionista controlador a sua preponderância majorada nas assembleias gerais que decidam sobre a remuneração dos administradores – e, por tabela, também de diretores, estatutários e não estatutários, e de membros conselheiros (art. 145) –, bem como extingue o privilégio nos casos de celebração de transações com partes relacionadas que atendam aos critérios de relevância a serem definidos pela CVM.

No caso das práticas remuneratórias, a lei buscou endereçar uma das principais fontes de controvérsia em matéria de governança corporativa,⁶⁸⁵ amplamente discutida pela literatura especializada e não menos coberta – geralmente com espanto – pelos mais diversos veículos de mídia. Ora, formas de alinhamento de interesses e sistemas de incentivo com base em remunerações estiveram no centro dos maiores escândalos financeiros e corporativos do final da década de 1990 e princípios deste século. Alguns deles, especialmente o caso Enron e a crise do *subprime*, revelaram a importância da constituição de incentivos adequados, sobretudo na

⁶⁸⁴ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. IV, Tomo I (Arts. 206 a 242). São Paulo: Saraiva, 2014c. pp. 284-285.

⁶⁸⁵ DENIS, Diane K. Twenty-five years of corporate governance research... and counting. *Review of Financial Economics*, v. 10, pp. 191-212, 2001.

cadeia financeira, expondo os mais diversos problemas em torno de sistemas remuneratórios vinculados ao curtuprazismo (*short-termism*) e à assunção excessiva de riscos.⁶⁸⁶

Nesta seara, a Lei das S/A criou diversas restrições ou princípios gerais⁶⁸⁷ a serem considerados pela assembleia geral quando da fixação da remuneração dos gestores sociais, buscando conciliar a atração e retenção de um bom quadro técnico no seio das companhias com a necessária proteção aos acionistas minoritários.⁶⁸⁸ Visando aprimorar o sistema, eliminar dúvidas e impedir desvios e abusos cada vez mais elaborados,⁶⁸⁹ a Lei nº. 9.457/1997 reformou o texto original da LSA e ampliou⁶⁹⁰ aqueles parâmetros de modo a também contemplar benefícios adicionais ou ganhos variáveis, os chamados *fringe benefits*, os quais, não raro, ultrapassariam a própria remuneração direta da administração.⁶⁹¹ Dessa maneira, nada que diz respeito à remuneração dos administradores – fixa ou variável, direta ou indireta – escapa à competência da Assembleia Geral.⁶⁹²

Tratou-se, em suma, de uma evolução importante, mesmo diante de dúvidas quanto à real clareza e abrangência de expressões como *benefícios de qualquer natureza*.⁶⁹³ O que, em alguma medida, torna-se compreensível tendo em vista a abertura do conceito e as próprias

⁶⁸⁶ SIMÃO, Jorge André Carita. A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial. *Revista de Direito das Sociedades*, ano II, n. 3/4, pp. 795-820, 2010. p. 804.

⁶⁸⁷ BARBOSA, Marcelo. Conselho de administração e diretoria. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz de Bulhões. *Direito das companhias*. v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1082.

⁶⁸⁸ De acordo com a Exposição de Motivos nº 196, de 24.06.1976: “No que toca à remuneração dos administradores - ponto de relevo, pois há que conciliar-se o interesse em mobilizar o bom técnico, que exige remuneração adequada, com o objetivo de evitar notórios abusos de acionistas majoritários, que se elegem para se atribuírem honorários sem proporção com os serviços prestados, e que equivalem à distribuição de lucros - o Projeto (no art. 153) fixa alguns parâmetros que permitem à minoria prejudicada, ou à autoridade judicial que conhecer do caso, formar juízo sobre a existência ou não de abusos da maioria. São normas que, pela variedade das situações a que deverão aplicar-se, somente podem ser enunciadas com grau de generalidade que as aproximam de meros padrões de referência para avaliação dos casos concretos”.

⁶⁸⁹ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. III (Arts. 138 a 205). São Paulo: Saraiva, 2014b. p. 344.

⁶⁹⁰ Para uma visão restritiva do conceito original de remuneração estabelecido pelo legislador de 1976, ver: LAMY FILHO, Alfredo. A remuneração de empregado eleito para integrar órgão de administração. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*, vol. II, 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. p. 402.

⁶⁹¹ CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *A reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997*. Belo Horizonte: Del Rey, 1997. p. 91.

⁶⁹² FRAZÃO, Ana. Competência da Assembleia Geral para fixar todos os aspectos da remuneração dos administradores. In: COELHO, Fábio Ulhoa. *Lei das Sociedades Anônimas comentada*. Rio de Janeiro: Forense, 2022. pp. 794-795.

⁶⁹³ Art. 152 da LSA com redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997: “A assembléia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado”. Ver, a título ilustrativo, o processo instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP) no âmbito do Plano Biental de Supervisão Baseada em Risco 2017-2018, com o objetivo de analisar a coerência entre as informações divulgadas nas Seções 10 e 13 do FRE de companhias selecionadas de acordo com critérios pré-estabelecidos: PA CVM SEI 19957.007457/2018-10, Dir. Gustavo Machado Gonzalez, j. 08.12.2020.

dificuldades no âmbito da legislação comparada em determinar os elementos que integram a remuneração.⁶⁹⁴ Caso ilustrativo, a própria bolsa de valores brasileira, B3 S.A - Brasil, Bolsa, Balcão, já apresentou desconformidades na apuração e divulgação desses benefícios.⁶⁹⁵

Em virtude do seu alto grau de generalidade, pois busca adequar-se a todas as situações e contextos, o processo de fixação de valores torna-se ainda mais desafiador, mormente quando a assembleia, tendo deliberado a remuneração global, delega ao Conselho de Administração – e aqui haverá numa decisão eminentemente interessada⁶⁹⁶ – a fixação das remunerações individuais. Sem contar as situações nas quais daquele mesmo Conselho fazem parte os próprios acionistas controladores,⁶⁹⁷ gerando as mais amplas possibilidades de desvio de recursos, *tunneling*, seja por meio de transações *self-dealing*, remunerações excessivas, *insider trading* ou qualquer outra forma de benefício às custas dos demais acionistas e da própria companhia.⁶⁹⁸

Avançando no assunto, as Instruções CVM 480/2009 e 481/2009, alvos de diversas ações judiciais,⁶⁹⁹ tornaram o estabelecimento dos pacotes de remuneração bem mais transparente, conferindo maior segurança e credibilidade ao mercado de capitais. O que contribui para um melhor controle e avaliação não só por parte de acionistas, atuais e potenciais, como também permite um monitoramento mais amplo e crítico por parte de outros *stakeholders*, como trabalhadores e a comunidade em geral.⁷⁰⁰

⁶⁹⁴ GARCÍA-NOBLEJAS, Pilar Montero. Procedencia y alcance de la constancia estatutaria de la retribución de los administradores de sociedades cotizadas consistente en programas de opciones sobre acciones y sistemas similares. *Revista de derecho de sociedades*, v. n. 30, pp. 163-194, 2008. p. 171.

⁶⁹⁵ PA CVM SEI 19957.007457/2018-10, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. 08.12.2020.

⁶⁹⁶ Nesse sentido, destacamos o voto proferido pelo Diretor-Relator Pablo Renteria, no âmbito do PAS CVM nº RJ2011/5211: “Tudo isso me leva à conclusão de que o disposto no art. 152 deve ser interpretado como norma destinada a disciplinar o processo decisório por meio do qual os valores das remunerações são estabelecidos. Ou seja, o mencionado preceito legal estabelece as balizas sobre as quais deve ser elaborada a justificativa para a definição dos valores de remuneração. E porque se trata de uma decisão interessada, que beneficia diretamente a quem toma a decisão, os administradores devem redobrar o cuidado que deles se espera usualmente” (PAS CVM nº RJ2011/5211, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. 01.07.2015).

⁶⁹⁷ PAS CVM nº RJ2014/5099, Dir. Pablo Renteria, j. 12.04.2016.

⁶⁹⁸ JOHNSON, Simon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Tunneling. *American Economic Review*, v. 90, n. 2, pp. 22-27, May 2000.

⁶⁹⁹ Este foi o exemplo da apelação decorrente de mandado de segurança impetrado contra o Presidente, o Superintendente Administrativo-Financeiro e o Superintendente de Relações com Empresas da CVM, objetivando o fim das exigências de cumprimento das Instruções Normativas CVM 480/09 e 481/09, no que se refere à obrigatoriedade de informar a remuneração dos seus administradores ou dos órgãos da administração, inclusive o valor total pago a título de remuneração por órgão da companhia. Ocasão na qual se alegou que as referidas exigências violariam o princípio da legalidade e o direito à privacidade, e poriam em risco a segurança dos administradores e de suas famílias. Ver: TRF2, Processo nº 0005763-61.2010.4.02.5101, Rel. Guilherme Calmon Nogueira da Gama, j. 12.04.2012. Nesse mesmo sentido, ver processos envolvendo o Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças – IBEF: TRF2, Processo nº 0002742-54.2010.4.02.0000, Rel. Marcelo Pereira da Silva, j. 08.07.2010; TRF2, Processo nº 0002888-21.2010.4.02.5101, Rel. Guilherme Diefenthaler, j. 28.05.2018.

⁷⁰⁰ Para uma visão cética sobre o Conselho de Administração dos *stakeholders*, ver: REICH, Robert B. *Supercapitalismo: como o capitalismo tem transformado os negócios, a democracia e o cotidiano*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. pp. 180-181.

Vale ainda destacarmos que a redução de assimetrias informacionais em relação aos critérios de remuneração, especialmente de companhias abertas, ganha especial relevo em face do crescente aumento dos ganhos de administradores e outros executivos.⁷⁰¹ Um fenômeno hoje não apenas associado a razões de qualificação técnica ou produtividade marginal⁷⁰² – *pay for performance* –, mas também vinculado a uma série de outros fatores e recompensas,⁷⁰³ como aquelas derivadas da sorte ou do mero acaso – *pay for luck*.⁷⁰⁴ Conforme destaca Ana Frazão, a importância dessa discussão se coloca “não para questionar, de forma apriorística, o valor do trabalho dos administradores de companhias, mas sim para mostrar que a análise da qualidade da performance dos administradores não é trivial e, exatamente por isso, precisa estar sujeita ao escrutínio do mercado por meio da devida transparência e publicidade”.⁷⁰⁵

Revogadas as antigas Instruções pelas Resoluções CVM 80/2022 e 81/2022, continua-se a exigir mais transparência da política ou prática de remuneração dos administradores, de modo que, sempre que a assembleia geral for convocada para fixar os seus valores, a companhia deverá fornecer não apenas a proposta daqueles daquele montante, mas também incluir todas as informações indicadas no item 13 do Formulário de Referência (FRE). Dentre estas, destacamos, a descrição da política de remuneração (13.1); remuneração fixa anual, inclusive benefícios diretos e indiretos e remuneração por participação em comitês (13.2. d. I); remuneração variável (13.2. d. II), abrangendo bônus, participação nos resultados e remuneração por participação em reuniões; benefícios pós-emprego (13.2. d. III) e os motivados pela cessação do exercício do cargo (13.2. d. IV); e plano de remuneração baseada em ações, incluindo opções (13.2. d. V). Ainda conforme as exigências do FRE, deve-se indicar a remuneração máxima, mínima e média individuais do Conselho de Administração, da Diretoria estatutária e do Conselho Fiscal (item 13.11).

⁷⁰¹ MURPHY, Kevin J. Executive compensation. In: ASHENFELTER, Orley C.; CARD, David. *Handbook of labor economics*, v. 3B. Amsterdam: North-Holland, 1999. p. 2486; O'KELLEY, Charles R.T. The Entrepreneur and the Theory of the Modern Corporation. *The Journal of Corporation Law*, v. 31, n. 3, pp. 753-777, 2006; STIGLITZ, Joseph E. *Rewriting the rules of the American Economy: an agenda for growth and shared prosperity*. New York: WW Norton & Company, 2015.

⁷⁰² PIKETTY, Thomas. *Le capital au XXIe siècle*. Paris: Éditions du Seuil, 2013. pp. 524-533.

⁷⁰³ Para uma revisão bibliográfica sobre o tema: BARKEMA, Harry G.; GOMEZ-MEJIA, Luis R. Managerial compensation and firm performance: a general research framework. *Academy of Management Journal*, v. 41, n. 2, pp. 135-145, Apr. 1998.

⁷⁰⁴ BERTRAND, Marianne; MULLAINATHAN, Sendhil. Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 116, n. 3, pp. 901-932, Aug. 2001. Conforme Stiglitz, devido a essa fraca relação entre desempenho e pagamento, algumas empresas chegaram mesmo a mudar o nome de *performance bonuses* (bônus de desempenho) para *retention bonuses* (bônus de retenção). Ver: STIGLITZ, Joseph E. *O mundo em queda livre: os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial*. São Paulo: Companhia das Letras, 2010. p. 231.

⁷⁰⁵ FRAZÃO, Ana. Remuneração dos administradores e suas imbricações com as teorias dos *shareholder value* e do *short-termism*. In: COELHO, Fábio Ulhoa. *Lei das Sociedades Anônimas comentada*. Rio de Janeiro: Forense, 2022. pp. 799-800.

Aprofundando essa tendência, as companhias com voto plural devem igualar os direitos de voto em deliberações que versem sobre a remuneração direta e indireta dos administradores, evitando potenciais conflitos nesses conchaves e mitigando mais uma forma de desvio ou extração de valor da companhia por agentes internos. Nesse ponto, enquanto o conhecimento intuitivo possa nos levar a crer que a simples presença de um acionista controlador consiga mitigar o oportunismo na seara das remunerações, a sustentação desse controle por meio do voto plural – e, portanto, baixa participação ou exposição financeira – poderá distorcer o sistema de incentivos e desencadear práticas expropriatórias.⁷⁰⁶

Em outros termos, e aqui visto apenas sob o prisma das expectativas econômicas, enquanto se possa sustentar haver alguma tendência de incentivo do controlador para conter práticas remuneratórias excessivas quando esse controle é assegurado pela maioria do capital social, algo similar não se poderia dizer quando ele é garantido com pouca exposição ao risco. Naquele caso, a baixa participação acionária reduziria a disposição dos acionistas controladores em incorrer nos custos adequados de monitoramento, ao mesmo tempo em que os induziria a assumir riscos excessivos e mesmo desviar recursos da companhia.⁷⁰⁷

No plano nacional, em que já se proclamou ser o Conselho mero órgão homologatório das decisões tomadas em reunião prévia⁷⁰⁸ (e até mesmo a sua inutilidade),⁷⁰⁹ a disciplina legal das práticas remuneratórias ganham especial relevo e cuidado. Com efeito, a possibilidade de os próprios controladores ocuparem cargos no Conselho ou para lá indicarem parentes ou indivíduos com quaisquer outros laços pessoais envolvidos, torna as chances de expropriação ainda mais críticas. Afinal de contas, conforme a literatura acerca da matéria, o excesso de remuneração constitui um forte canal de extração de benefícios particulares nas empresas com diferenças de voto, sobretudo quando haja membros da família compondo a administração.⁷¹⁰

Por outro prisma, e a despeito de todas as preocupações aqui aventadas, devemos ressaltar a peculiaridade – e, em certo sentido, contrassenso – que se coloca em matéria de voto plural. Neste aspecto, diante da proibição da Lei (art. 110-A, § 12, I), o que temos é um acionista controlador com o poder de eleger a maioria dos administradores e com o dever de usá-lo para

⁷⁰⁶ KASTIEL, Kobi. Executive Compensation in Controlled Companies. *Indiana Law Journal*, v. 90, n. 3, pp. 1131-1175, 2015. p. 1135.

⁷⁰⁷ KASTIEL, Op. cit., 2015. p. 1148.

⁷⁰⁸ “A nossa tradição é de Conselhos meramente homologatórios, sem independência nem responsabilidade, havendo determinados profissionais que acumulam a presença meramente honorífica em numerosos conselhos, sem conhecimentos adequados do que ocorre nas empresas” (WALD, Arnaldo. O governo das empresas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 5, n. 15, p. 53–78, jan./mar., 2002).

⁷⁰⁹ CARVALHOSA, Op. cit., 2014b. pp. 56-59.

⁷¹⁰ AMOAKO-ADU, Ben; BAULKARAN, Vishaal; SMITH, Brian F. Dual class discount, and the channels of extraction of private benefits. In: JOHN, Kose; MAKHIJA, Anil K.; Ferris, Stephen P. *Advances in Financial Economics*, v. 16. United Kingdom: Emerald, 2013. pp. 165-164.

fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, mas que ao mesmo tempo é incapaz de decidir sobre a remuneração adequada àqueles mesmos gestores. Decerto, trata-se de uma dificuldade adicional na mobilização de um bom quadro técnico para a companhia.

No campo das transações com partes relacionadas (TPRs), apesar de a LSA ter positivado a expressão apenas com a Lei nº 14.195/2021, o seu reconhecimento já aparecia na Deliberação CVM n. 26/1986, responsável por aprovar o Pronunciamento Ibracon XXIII. A matéria foi ainda disciplinada em 2003 pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC), através da NBC T 17, e atualmente, no cenário de convergência aos padrões internacionais de contabilidade – *International Financial Reporting Standards* (IFRS) – é regulamentada pelo CPC 05 (R1) - Divulgação sobre Partes Relacionadas.⁷¹¹

Elaborado a partir do IAS 24 – *Related Party Disclosures* (BV2010), do *International Accounting Standards Board* (IASB), verdadeira instância supranacional de produção de normas contábeis, o CPC 05 define as transações com partes relacionadas como “a transferência de recursos, serviços ou obrigações entre uma entidade que reporta a informação e uma parte relacionada, independentemente de ser cobrado um preço em contrapartida”. E as considera, assim como a IAS 24, uma característica normal do comércio e dos negócios, a despeito de também reconhecer a possibilidade de que elas podem não ser feitas pelos mesmos montantes que seriam entre partes não relacionadas.⁷¹²

Estamos falando, cumpre sublinhar, de transações submetidas a restrições legais nos mais diversos países,⁷¹³ através de uma ampla variedade de estratégias jurídicas, que vão desde a comunicação ou divulgação dessas operações, como exigem a Resolução CVM n. 80/2022⁷¹⁴ e o CPC 05, até o seu direcionamento à assembleia geral ou mesmo a sua proibição.⁷¹⁵

Sob este prisma, a Lei n. 14.195/2021 optou por suprimir a adoção do voto plural na celebração de transações com partes relacionadas sempre que verificados os critérios de relevância a serem definidos pela CVM, outorgando à assembleia geral a sua aprovação. Cuida-

⁷¹¹ SANTOS, Ariovaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. *Manual de contabilidade societária*. São Paulo: Atlas, 2022. p. 527; VILELA, Renato. *Conflito de interesses nas companhias: reflexões sobre as transações entre partes relacionadas pós IFRS*. São Paulo: Almedina, 2017. p. 106.

⁷¹² MACKENZIE, Bruce et al. *IFRS 2012: interpretação e aplicação*. Porto Alegre: Bookman, 2013. p. 841.

⁷¹³ ENRIQUES, Luca; HERTIG, Gerard; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana. *Related-Party Transactions*. In: KRAAKMAN, Reinier et al. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2017. p. 147.

⁷¹⁴ Conforme Resolução CVM n. 80/2022, mantendo a disposição da revogada Instrução CVM 480/2009, as companhias registradas na categoria A – autorizadas, portanto, a negociar quaisquer valores mobiliários – devem enviar à CVM comunicação sobre transações entre partes relacionadas em até 7 dias úteis a contar da ocorrência.

⁷¹⁵ ENRIQUES; HERTIG; KANDA; PARGENDLER. Op. cit, 2017. p. 147.

se, tanto aqui como alhures,⁷¹⁶ de um mecanismo acautelatório, revertendo *ex ante* o sistema privilegiado de voto para o regime comum – *uma ação, um voto* – e não de impedimento ou vedação absoluta de participação dos controladores nesses conclaves.⁷¹⁷ Ou seja, assim como na hipótese de remuneração dos administradores, trata-se de deliberação a ser obrigatoriamente tomada sob a base de voto unitária, sem que isso signifique a constatação de um verdadeiro conflito formal de interesses.

Vale ressaltar que, pelo regime anterior, apenas as questões de competência privativa da assembleia geral (art.122) e as hipóteses de empréstimo e uso abrangidas pelo art. 154, § 2º, b, da LSA,⁷¹⁸ estavam submetidas às prescrições e autorizações da daquele órgão, a despeito de previsão estatutária para tanto.⁷¹⁹

Lidamos, dessa forma, com medidas importantes de *enforcement*, necessárias para proteger juridicamente os investidores e a companhia contra expropriações de valor em contratos ente o acionista e a sociedade – *l’esempio più caratteristico di incompatibilità assoluta tra due interessi*,⁷²⁰ mas introduzidas de forma nebulosa e pouco sistemática na Lei das S/A, especialmente quando vistas à luz do inciso X acrescido ao art. 122 dessa lei.

Ao instituir um novo regime às transações com partes relacionadas, o texto original da Medida Provisória n. 1.040/2021 submetia à assembleia das companhias abertas aquelas transações que, assim como o prescrito no art. 110-A, § 12, II, atendessem aos critérios de relevância a serem definidos pela CVM. Por outro lado, após sucessivas mudanças,⁷²¹ o texto

⁷¹⁶ Como previsão no contexto indiano. Ver: SEBI. *Framework for issuance of differential voting rights (DVR) shares*. Disponível em: https://www.sebi.gov.in/sebi_data/meetingfiles/aug-2019/1565346231044_1.pdf. Acesso em: 08 abr. 2022.

⁷¹⁷ Recomendação similar é feita pelo *CFA Institute*, associação de profissionais de finanças e investimento, para quem a reversão ao sistema *one share, one vote* deve ser efetuada sempre que estiver em causa transações com partes relacionadas ou operações de grande monta. Ver: CFA INSTITUTE. *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*, ago. 2018. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.ashx>. Acesso em: 22 jun. 2022.

⁷¹⁸ Art. 154, § 2º, alínea b, da Lei n. 6.404/1976: “Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. [...] § 2º É vedado ao administrador: [...] b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito”.

⁷¹⁹ CARVALHOSA, Op. cit., 2014b. p. 405.

⁷²⁰ JAEGER, Pier Giusto. *L’interesse sociale*. Milano: Giuffrè Editore, 1964. p. 209.

⁷²¹ Conforme o texto encaminhado pelo Executivo, seria competência privativa da assembleia geral “deliberar, quando se tratar de companhias abertas, sobre: [...] b) a celebração de transações com partes relacionadas que atendam aos critérios de relevância a serem definidos pela Comissão de Valores Mobiliários”. Na Câmara dos Deputados, o Projeto de Lei de Conversão n. 15/2021 aprovado fundiu as duas alíneas do inciso X, fixando aquela competência em “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”. Já no Senado Federal, o substitutivo àquele PLV, aprovado na forma da Emenda n. 351 – PLEN,

convertido em lei excluiu a competência da autarquia na fixação de critérios, remetendo a deliberação à assembleia sempre que o valor das operações corresponderem a mais de 50% do valor dos ativos totais da companhia constantes do último balanço (art. 122, X). Além do mais, restou expandida as competências privativas da AGO para as contratações entre partes *não* relacionadas que tratem de alienação ou contribuição para outra empresa de ativos, desde que o valor da transação corresponda àquele limite.

Ora, em todos esses casos não se deu solução legislativa – se é que ela exista – a um dos problemas centrais que divide doutrina⁷²² e jurisprudência há décadas: como avaliar a regra geral de impedimento de voto de parte relacionada em negócios nos quais tenha interesse conflitante com o da companhia (art. 115, § 1º)?

Não apenas o problema continua mais uma vez sem solução,⁷²³ como o próprio gatilho de mais de 50% do ativos totais da companhia representa uma transação excessivamente elevada, de pouco ou nenhum resultado para os propósitos da MP. Vale aqui lembrar que o objetivo central da proposta, nomeada no próprio Congresso Nacional como MP *Doing Business*,⁷²⁴ seria impactar positivamente a posição do país na classificação geral do relatório do Banco Mundial: o 124º lugar entre 190 países. No entanto, na situação hipotética apresentada no tópico *Protecting Minority Investors*, o gabarito do *Doing Business* destaca um percentual de apenas 10% dos ativos: “[t]he price is equal to 10% of Buyer’s assets and is higher than the market value”.⁷²⁵ Em outros termos, o Brasil continua sem pontuar no quesito das transações substanciais. E assim o será, uma vez que o próprio Banco resolveu interromper a publicação do relatório menos de um mês após publicada a Lei brasileira, tendo em vista a descoberta de uma série de irregularidades e alterações nos dados dos relatórios.⁷²⁶

restaura a redação do executivo. Por fim, a lei sancionada ignora as mudanças do Senado e retoma o texto aprovado na Câmara dos Deputados.

⁷²² Seguindo a teoria formal e o caráter apriorístico do conflito: CARVALHOSA, Op. cit., 2014a. pp. 561-562; SALOMÃO FILHO, Calixto. *Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial*. São Paulo: Marcial Pons, 2015. pp. 136-127; CERZETTI, Sheila Christina Neder; MARTINS, Rafaela Parizotto Lacaz. Estratégias regulatórias para lidar com transações com partes relacionadas em companhias abertas. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*: edição comemorativa dos 45 anos das Leis n. 6.385 e 6.404, vol. 2, pp. 405-446, dez. 2021. p. 432. Sobre os adeptos do critério material, substancial ou efetivo: ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade dos administradores de S/A* (e as ações correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009. pp. 329-340; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009. p. 342; FRANÇA, Op. cit., 2014. pp. 96-102; EIZIRIK, Op. cit., 2015a. p. 221; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Impedimento de voto em assembleia. In: *Pareceres*. vol. 2. São Paulo: Editora Singular, 2004. pp. 773-774.

⁷²³ SALOMÃO FILHO, Op. cit., 2019. p. 199.

⁷²⁴ Avulso da MPV 1.040/2021.

⁷²⁵ WORLD BANK. *Doing Business 2020: comparing business regulation in 190 economies*. Economy Profile of Brazil. p. 61.

⁷²⁶ WORLD BANK. *Doing Business – Data Irregularities Statement*. Washington, Aug. 27, 2020; WORLD BANK. *World Bank Group Statement on Doing Business Data Corrections and Findings of Internal Audit*.

Com efeito, quanto aos critérios de relevância a serem definidos pela CVM para fins de inaplicabilidade do voto plural em TPRs, duas escolhas devem ser tidas em conta. De partida, cabe destacarmos que a autarquia já conta com certos parâmetros, embora com o intuito de comunicar sobre essas transações, fixados no Anexo F à resolução CVM n. 80/2022. Para esses propósitos, são consideradas relevantes as operações com partes relacionadas cujo valor total supere R\$ 50 milhões de reais ou 1% do ativo total do emissor,⁷²⁷ dos dois o menor.

Sem esclarecer por que a exigência da lei societária (art. 110-A, § 12, II) deveria seguir esses mesmos critérios, a CVM considera adequado estender essa mesma lógica ao voto plural (Resolução CVM n. 168/2022), deixando de aplicá-lo, portanto, na celebração de tais operações.⁷²⁸ Ora, entre o montante excessivamente elevado previsto no art. 122, X, da Lei – 50% do valor dos ativos totais – e aquele 1% previsto no Anexo F à Resolução CVM n. 80/2022, há um fosso considerável e que pode relevar-se extremamente problemático.

Como sabemos, as transações obrigatoriamente levadas à assembleia geral restringem-se àquelas cujo montante corresponda a mais de 50% do valor dos ativos totais da companhia. Posto isso, a fixação de um critério a menor e a aplicação de uma lógica diversa, como o faz a Resolução CVM n. 168/2022, podem dissuadir a administração, desincentivando o encaminhamento *voluntário* dessas operações à assembleia, ou seja, sempre que o seu montante seja inferior ao exigido pela lei. Desse modo, de forma a não tornar a regulação inócua, seria mais coerente que, para fins do art. 110-A, §12, II – não adoção do voto plural em transações com partes relacionadas – fosse empregado o mesmo critério de relevância utilizado pelo inciso X do art. 122, da LSA.

8.5 Outras hipóteses de fim da vigência do voto plural condicionadas a evento ou a termo

Além das hipóteses exemplificativas de abolição do voto plural, a reforma societária possibilitou aos estatutos estabelecerem outras formas pelas quais o privilégio poderá ser extinto. Por conseguinte, afora os casos de extinção pelo simples decurso do tempo (art. 110-A, § 7º), de transferência das ações privilegiadas a terceiros (art. 110-A, § 8º, I) ou de exercício conjunto do direito de voto (art. 110-A, § 8º, II), subsiste ainda a liberdade estatutária em fixar

Washington, Dec. 16, 2020; WORLD BANK. World Bank Group to Discontinue Doing Business Report. Washington, Sept. 16, 2021.

⁷²⁷ Apurado com base nas últimas demonstrações financeiras ou, quando houver, nas últimas demonstrações financeiras consolidadas divulgadas pelo emissor.

⁷²⁸ De acordo com o Edital de Audiência Pública SDM nº 09/21, a CVM limitou-se a justificar que esse critério teria o “benefício de prevenir as complexidades associadas à existência de dois conceitos distintos de transações relevantes com partes relacionadas, a depender da finalidade visada pelo emissor”.

qualquer outro termo ou meio para dar cabo ao excedente político, desde que compatível com a lei e os propósitos do privilégio que ela institui (art. 110-A, § 13, III).

Sob este prisma, podemos falar em cláusulas estatutárias diretamente relacionadas ao modo de atuação do acionista dominante, condicionando o seu comportamento e limitando a existência do voto plural à observância de deveres fiduciários. Noutra expressão, a violação dos deveres gerais de diligência (*duty of care*) ou lealdade (*duty of loyalty*), estabelecidos sob a forma de cláusulas fiduciárias,⁷²⁹ seria suficiente para uma conversão automática do sufrágio privilegiado em voto unitário.

Da mesma forma, como já discutimos, torna-se possível a criação de cláusulas de desempenho que vinculem a manutenção do voto plural ao atingimento de determinadas metas ou resultados previamente estabelecidos (*performance sunsets*),⁷³⁰ como o desempenho de cotação dos ativos da companhia ou o alcance de certo nível de receita. Muito embora também devamos estar cientes quanto aos riscos que essas métricas podem envolver,⁷³¹ como é o caso do fenômeno complexo e multidisciplinar do gerenciamento de resultados (*earnings management*).

Para além dessas hipóteses, os estatutos podem ainda prever cláusulas de desinvestimento, de sorte a fixar proporções mínimas entre poder e risco sob as quais o voto plural deverá obrigatoriamente subsistir. Nesse caso, não se permitirá reduzir a proporção inicialmente estipulada entre o interesse financeiro do controlador e o seu respectivo poder político; quer isso ocorra de forma direta, através de transferência parcelar das suas ações a terceiros, seja indiretamente, a exemplo da emissão de ações preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito.

⁷²⁹ WINDEN, Op. cit., 2018. p. 929.

⁷³⁰ WINDEN, Op. cit., 2018. pp. 928-929.

⁷³¹ FISCH; SOLOMON, Op. cit., 2019. p. 1091; WINDEN, Op. cit., 2018. pp. 928-929.

CONCLUSÃO

Como proposto na Introdução, o presente estudo teve como objetivo refletir sobre a trajetória do voto plural no Brasil. E para alcançar esse objetivo, buscamos perspectivá-lo à luz de sua dimensão histórica e da experiência estrangeira, enfatizando o modelo de voto plural adotado no Brasil e como ele se situa em relação à perspectiva comparada. Dessa forma, o estudo buscou contribuir com a matéria, não apenas sob o ponto de vista das alterações promovidas na LSA que enquadraram o privilégio, mas como essas alterações se aproximam ou diferem das regulações mais recentes em outras jurisdições.

Com isso, pudemos constatar que as discussões acerca da introdução do voto plural no Brasil nos anos 1920, sua conveniência e legalidade, foram preliminarmente e de forma mais acentuada exercidas por publicistas estrangeiros, a quem coube pautar o debate. Assim, não chegaram ao país com a mesma intensidade e robustez revelada nas produções monográficas europeias. No Brasil, antes de haver um verdadeiro debate sobre a matéria havia mesmo um consenso contra a sua prática. O que assim era justificado, dentre outros motivos, em razão do próprio estágio de desenvolvimento econômico brasileiro. Seja como for, e não obstante esse quadro nacional de oposição ao instituto, o mesmo estreia como pauta de discussão legislativa em 1930, voltou à balia no ano seguinte, agora sob tutela varguista, e foi, enfim, vedado expressamente através do Decreto 21.536, de 1932.

No segundo capítulo, ao já adentrarmos nas alterações promovidas pela *Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios* (Lei Ordinária nº. 14.195, de 26 de agosto de 2021), constatamos que à semelhança de Hong Kong, Cingapura, Índia e Xangai, o Brasil também optou pela restrição ao número máximo de votos por ação. E para tanto empregou o limite comumente adotado ao redor do mundo – até dez votos por ação. Limite este também adotado por todas as empresas brasileiras que até então foram a público com voto plural na NYSE ou Nasdaq. No entanto, ao contrário de outras jurisdições, como Hong Kong, a lei societária brasileira não exige que o titular ou os titulares de ações com voto plural reúnam qualquer percentual mínimo de interesse econômico no capital social, seja antes, durante ou após a listagem. Além disso, as possibilidades de emissão conjunta de ações ordinárias (comuns e privilegiadas) e ações preferenciais, ou até mesmo sem valor nominal, aumentam ainda mais a dissociação entre propriedade e controle. O que reduz a utilidade ou torna completamente inócua a fixação legal de um teto de votos, seja ele qual for.

Por fim, no terceiro e último capítulo, onde nos debruçamos sobre os desafios em torno da constituição de salvaguardas ao voto plural, analisamos os efeitos de cláusulas temporais

(*time-based sunsets*); cláusulas baseadas em eventos (*event-based sunset*), como herança, compra e venda e doação; cláusulas fiduciárias; cláusulas de desempenho e cláusulas de desinvestimento.

Quanto aos limites temporais, embora sejam um mecanismo simples e de fácil instituição, podem relevar-se ineficientes diante do problema de tamanho único (*one size does not fit all*) ou da uniformidade dele decorrente. Mesmo sendo razoável supor que um controle dinástico ou perpétuo não seja a melhor resposta para os problemas em torno do voto plural, concluímos que a adesão irrestrita a um limite temporal uniforme, tampouco o seja. O que demandaria a constituição de outras métricas, além da simples passagem do tempo. Nesse sentido, após o limite inicial máximo de sete anos de duração do voto plural, adotado pela LSA, a decisão de manter ou prorrogar o voto plural, mesmo quando benéfica, dificilmente será tomada; podendo colapsar os sistemas de incentivo reputacional - *last-period* (ou *end-period*) *problem*. Além do mais, visto em perspectiva comparada, o limite temporal instituído no Brasil acaba deixando o mercado de listagem nacional em desvantagem competitiva em relação à NYSE e Nasdaq ou às jurisdições de Hong Kong, Cingapura, Tóquio e Xangai, ficando isolado junto a países como a Índia, que também exige esse tipo de limitação. Enfim, para ilustrarmos como essa restrição poderia impactar na escolha das empresas brasileiras ao irem a público, observamos que dentre todas aquelas que abriram o seu capital nos Estados Unidos com voto plural, nenhuma delas optou pela adoção de cláusulas baseadas no tempo.

Quanto aos demais parâmetros, e embora tenhamos argumentado contra a continuidade indefinida do privilégio, defendemos que o excedente político tampouco deveria ser transmitido e perpetuado por herança, compra e venda ou doação, considerados mais objetivos que a mera passagem do tempo para avaliar a sua capacidade de geração de valor e, conseqüentemente, a necessidade de uma eventual extinção. Adicionalmente, e aqui tratando de hipóteses não previstas expressamente na lei, consideramos outras hipóteses de fim da vigência do voto plural condicionadas a evento ou a termo, como cláusulas estatutárias diretamente relacionadas à violação dos deveres gerais de diligência (*duty of care*) ou lealdade (*duty of loyalty*), estabelecidas sob a forma de cláusulas fiduciárias; cláusulas de desempenho que vinculem a manutenção do voto plural ao atingimento de determinadas metas ou resultados previamente estabelecidos (*performance sunsets*); além de cláusulas de desinvestimento, de sorte a fixar proporções mínimas entre poder e risco sob as quais o voto plural deverá subsistir.

REFERÊNCIAS

- ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso de Direito Comercial: das sociedades*. Coimbra: Almedina, 2019.
- _____. *Da empresarialidade: as empresas no direito*. Coimbra: Almedina, 1999.
- _____. *Do abuso de direito: ensaio de um critério em direito civil e nas deliberações sociais*. Coimbra: Almedina, 1999.
- ABREU, Marcelo de Paiva. O Brasil e a economia mundial (1929-1945). In: FAUSTO, Boris (Org.). *História geral da civilização brasileira*. Tomo III - O Brasil Republicano. Volume 11 - Economia e cultura (1930 - 1964). Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 2007.
- ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James A. *The narrow corridor: states, societies, and the fate of liberty*. Penguin Press: New York, 2019.
- ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009.
- AGUILERA, Ruth V.; CRESPI-CLADERA, Rafel; CASTRO, Luiz Ricardo Kabbach de. Corporate Governance in Latin America: towards shareholder democracy. *Academy of International Business Insights*, v. 19, n. 2, pp. 13-19, 2019.
- AGUILERA, Ruth V.; GOYER, Michel; CASTRO, Luiz Ricardo Kabbach de. Regulation and comparative corporate governance. In: WRIGHT, Mike; SIEGEL, Donald S.; KEASEY, Kevin; FILATOTCHEV, Igor. *The Oxford Handbook of Corporate Governance*. Oxford: Oxford University Press, 2013.
- AHAMED, Liaquat. *Os donos do dinheiro: os banqueiros que quebraram o mundo*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.
- ALBERT, Michel. *Capitalismo versus capitalismo*. São Paulo: Edições Loyola, 1992.
- ALBUQUERQUE, Pedro de. *Direito de preferência dos sócios em aumentos de capital nas sociedades anônimas e por quotas*. Coimbra: Almedina, 1993.
- ALIBHAI, Salim; et al. *WILEY 2020 interpretation and application of IFRS standards*. Hoboken: John Wiley & Sons, 2020.
- AMARAL, José Romeu do. *Regime jurídico das debêntures*. São Paulo: Almedina, 2016.
- AMIAUD, André. *Les actions à droit de vote inégal*. Paris: Éditions des Juris-Classeurs, 1922.
- AMOAKO-ADU, Ben; BAULKARAN, Vishaal; SMITH, Brian F. Dual class discount, and the channels of extraction of private benefits. In: JOHN, Kose; MAKHIJA, Anil K.; Ferris, Stephen P. *Advances in Financial Economics*, v. 16. United Kingdom: Emerald, 2013.
- ANDERSON, Malcolm. The myth of the 'two hundred families'. *Political Studies*, v. 13, n. 2, pp.163-178, jun. 1965.

ANDREI, Daniela Mussolini Llorca Sanchez. A vedação ao voto plural no Brasil. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, n. 9, pp. 61-74, ago. 2019.

ANTUNES, José A. Engrácia. *A aquisição tendente ao domínio total: da sua constitucionalidade*. Coimbra: Coimbra Editora, 2001.

_____. *Os grupos de sociedades: estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária*. Coimbra: Almedina, 2002.

_____. As “holdings” no direito português. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, n. 12, pp. 13-53, nov. 2020.

APPENDINO, Fábio. O instituto do direito de voto em um contexto de dispersão acionária. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura. *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

AKERLOF, George A. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, pp. 488-500, ago. 1970.

ALPA, Guido. *Manuale di diritto privato*. Milano: CEDAM, 2020.

ARCOT, Sridhar R.; BRUNO, Valentina Giulia. One size does not fit all, after all: evidence from corporate governance. *Journal of Empirical Legal Studies*, v. 4, pp. 1041-1057, dec. 2007.

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2017.

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; PARGENDLER, Mariana. What is corporate law? In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2017.

ARROW, Kenneth J. *The limits of organization*. New York: W. W. Norton & Company, 1974.

ASCARELLI, Tullio. *Panorama do Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 1947.

ASSIS, Machado de. Balas de Estalo. *Gazeta de Notícias*, Rio de Janeiro, ano 10, n. 288, p. 2, 14 de out. de 1884.

AZEVEDO, Luís André Negrelli de Moura. A oferta pública para aquisição de controle sob a perspectiva da companhia aberta ofertante. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro dos Santos. *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

BAER, Werner. *A economia brasileira*. São Paulo: Nobel, 2003.

BAHAR, Rashid. La démocratie comme principe directeur du droit des sociétés anonymes: mythes et réalités. In: TSCHANNEN, Pierre. *La démocratie comme idée directrice de l'ordre juridique suisse*. Genève: Schulthess, 2005.

BARBOSA, Henrique Cunha. *A exclusão do acionista controlador na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

BARBOSA, Marcelo. Conselho de administração e diretoria. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz de Bulhões. *Direito das companhias*. v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

BARKEMA, Harry G.; GOMEZ-MEJIA, Luis R. Managerial compensation and firm performance: a general research framework. *Academy of Management Journal*, v. 41, n. 2, pp. 135-145, Apr. 1998.

BARKER, Roger. The duties and liabilities of directors: getting the balance right. In: LEBLANC, Richard; FRASER, John R. S. *The Handbook of Board Governance: a comprehensive guide for public, private, and not-for-profit board members*. New Jersey: Wiley, 2016.

BAINBRIDGE, Stephen M. *The complete guide to Sarbanes-Oxley: understanding how Sarbanes-Oxley affects your business*. Massachusetts: Adams Media, 2007.

_____. Director primacy in corporate takeovers: preliminary reflections. *Stanford Law Review*, v. 55, n. 3, pp. 791-818, 2002.

_____. *The new corporate governance in theory and practice*. Oxford: Oxford University Press, 2008.

_____. Why a board? Group decisionmaking in corporate governance. *Vanderbilt Law Review*, v. 55, n. 1, pp. 1-55, jan. 2002.

BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 1 (Arts. 1º a 105). Rio de Janeiro: Forense, 1977.

_____. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 2 (Arts. 106 a 188). Rio de Janeiro: Forense, 1977.

BATALLER, Carmen Alborch. *El derecho de voto del accionista: supuestos especiales*. Madrid: Editorial Tecnos, 1977.

BANERJEE, Suman; MASULIS, Ronald W. Ownership, investment and governance: the costs and benefits of dual class shares. *ECGI Working Paper Series in Finance*, n. 352/2013, Aug. 2017.

BATTILANA, Julie; CASCIARO, Tiziana. *Power, for all: how it really works and why it's everyone's business*. New York: Simon & Schuster, 2021.

BATTILANA, Julie; OBLOJ, Tomasz; PACHE, Anne-Claire; SENGUL, Metin. Beyond shareholder value maximization: accounting for financial/social tradeoffs in dual-purpose companies. *Academy of Management Review*, Oct. 2020.

BAUMHART, Raymond C. How ethical are businessmen? *Harvard Business Review*, v. 38, n. 4, pp. 6-19, 156-176, July/Aug. 1961.

BEBCHUK, Lucian A.; KASTIEL, Kobi. The perils of small-minority controllers. *The Georgetown Law Journal*, v. 107, pp. 1453-1514, 2019.

_____. The untenable case for perpetual dual-class stock. *Virginia Law Review*. v. 103, n.4, pp. 585-631, jun. 2017.

BEBCHUK, Lucian Arye; KRAAKMAN, Reinier; TRIANTIS, George G. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights. In: MORCK, Randall K. *Concentrated corporate ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 2000.

BECKER, Gary S.; POSNER, Richard A. *Uncommon sense: economic insights, from marriage to terrorism* Chicago: The University of Chicago Press, 2009.

BELCREDI, Massimo; FERRARINI, Guido. Corporate boards, incentive pay and shareholder activism in Europe: main issues and policy perspectives. In: BELCREDI, Massimo; FERRARINI, Guido. *Boards and shareholders in European listed companies: facts, context and post-crisis reforms*. Cambridge: Cambridge University Press, 2013.

BENNEDSEN, Morten; NIELSEN, Kasper Meisner; PEREZ-GONZALEZ, Francisco; WOLFENZON, Daniel. Inside the family firm: the role of families in succession decisions and performance. *The Quarterly Journal of Economics*. v. 122, n. 2, pp. 647-691, maio 2007.

BENTEL, Katie; WALTER, Gabriel. Dual class shares. *Comparative Corporate Governance and Financial Regulation*. Paper 2, 2016.

BERGMAN, Ingmar. *O ovo da serpente*. São Paulo: Nórdica, 1978.

BERLE JR., Adolf A. Corporate powers as powers in trust. *Harvard Law Review*, v. 44, n. 7, pp. 1049-1074, May 1931.

_____. For whom corporate managers are trustees: a note. *Harvard Law Review*, v. 45, n. 8, pp. 1365-1372, Jun.1932.

_____. *Power without property*. New York: Harcourt, Brace & World, 1959.

_____. *The 20th Century Capitalist Revolution*. New York: Harcourt, 1954 p. 169.

BERLE JR., Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. New York: The Macmillan Company, 1933.

BERLIN, Isaiah. *Quatro ensaios sobre a liberdade*. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1981.

_____. *The power of ideas*. Princeton: Princeton University Press, 2013.

BERTRAND, Marianne; MULLAINATHAN, Sendhil. Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 116, n. 3, pp. 901-932, Aug. 2001.

BIAN, Cheng. *National security review of foreign investment: a comparative legal analysis of China, the United States and the European Union*. Routledge: Abingdon, 2020.

BLACK, Bernard S.; GILSON, Ronald J. Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. In: McCAHERY, Joseph A.; RENNEBOOG, Luc. *Venture capital contracting and the valuation of high-technology firms*. Oxford: Oxford University Press, 2003.

BLAIR, Margaret M. *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*. Washington: The Brookings Institution, 1995.

_____. *Reforming corporate governance: what history can teach us*. *Berkeley Business Law Journal*, v. 1, n. 1, pp. 1-44, 2004.

_____. *The deal decade: what takeovers and leveraged buyouts mean for corporate governance*. Washington: Brookings Institution, 1993. p. 289.

BOONE, Christopher G. Streetcars and politics in Rio de Janeiro: private enterprise versus municipal government in the provision of mass transit, 1903–1920. *Journal of Latin American Studies*, v. 27, n. 2, pp. 343-365, May 1995.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

_____. *Direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

BOURCART, Gabriel. Les actions à vote plural. *Journal des Sociétés*, sept./oct. 1923.

BRANDEIS, Louis D. *Other people's money and how the bankers use it*. New York: 1914.

BRATTON, William W. Hedge fund activism, poison pills, and the jurisprudence of threat. In: SOLOMON, Steven Davidoff; THOMAS, Randall Stuart. *The corporate contract in changing times: is the law keeping up?* Chicago: The University of Chicago Press, 2019. pp. 160-161.

BRAU, James C.; FAWCETT, Stanley E. Initial Public Offerings: an analysis of theory and practice. *The Journal of Finance*, v. 61, n. 1, pp. 399-436, fev. 2006.

BRENNER, Steven N.; MOLANDER, Earl A. Is the ethics of business changing? *Harvard Business Review*, v. 55, n.1, pp. 57-71, Jan./Feb. 1977.

BUCHHOLTZ, Ann K.; BROWN, Jill A. Shareholder Democracy as a Misbegotten Metaphor. In: GORANOVA, Maria; RYAN, Lori Verstegen. *Shareholder empowerment: a new era in corporate governance*. New York: Palgrave Macmillan, 2015.

BULGARELLI, Waldirio. *Manual das sociedades anônimas*. São Paulo: Atlas, 2001.

BUREAU, Roger. *Les actions à droit de vote privilégié*. Paris: Librairie du Recueil Sirey, 1929.

BURROUGH, Bryan; HELYAR, John. *Barbarians at the gate: the fall of RJR Nabisco*. New York: Harper & Row Publishers, 1990.

CÂMARA, Paulo; ANTUNES, Ana Felipa Morais. *Acções sem valor nominal*. Coimbra: Coimbra Editora, 2011.

CAMPOS, Francisco. Exposição de motivos. *Jornal do Commercio*, Rio de Janeiro, ano 105, n. 144, pp. 3-4, 18 de jun. de 1932.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

CANETTI, Elias. *Uma luz em meu ouvido: história de uma vida, 1921-1931*. São Paulo: Companhia das Letras, 1988.

CANOTILHO, J. J. Gomes; MOREIRA, Vital. *CRP – Constituição da República Portuguesa Anotada: artigos 1º a 107*. Coimbra: Coimbra Editora, 2007.

CARDOSO, Clodomir. Conferência pronunciada no Centro das Indústrias de São Paulo. *Jornal do Commercio*, Rio de Janeiro, n. 208, p. 10, 21 de ago. de 1930.

_____. Exposição de motivos do substitutivo ao Projeto n. 449, de 1928. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1930.

_____. Projeto Especial n. 2, de 1936. Rio de Janeiro: Senado Federal, 1936.

CARDOSO, José Pires. *Problemas do Anonimato - II: fiscalização das sociedades anônimas*. Lisboa: Empresa Nacional de Publicidade, 1943.

CARIATI, Attilio. La difesa delle società e le azioni a voto plurimo. *La Stampa*, Torino, Venerdì 23 Maggio 1924, p. 2, anno 58, n. 123.

CARTER, Zachary D. *O preço da paz: dinheiro, democracia e a vida de John Maynard Keynes*. Rio de Janeiro: Alta Books, 2021.

CARVALHO, José Murilo de. *Os bestializados: o Rio de Janeiro e a República que não foi*. São Paulo: Companhia das Letras, 2019.

CARVALHOSA, Modesto. *A nova lei das sociedades anônimas: seu modelo econômico*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1976.

_____. *As poison pills estatutárias na prática brasileira: alguns aspectos de sua legalidade*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro dos Santos. *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo. Quartier Latin, 2009.

_____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. II, (Arts. 75 a 137). São Paulo: Saraiva, 2014a.

_____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. III (Arts. 138 a 205). São Paulo: Saraiva, 2014b.

_____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. IV, Tomo I (Arts. 206 a 242). São Paulo: Saraiva, 2014c.

_____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. IV, Tomo II (Arts. 243 a 300). São Paulo: Saraiva, 2014d.

_____. *Comentários ao Código Civil: do direito de empresa*, v. XIII (Arts. 1.052 a 1.195). São Paulo: Saraiva, 2005.

_____. Voto plural: evolução ou retrocesso? *In: MARTINS, Alexandre de Soveral et al. Diálogos com Coutinho de Abreu: estudos oferecidos no aniversário do professor*. Coimbra: Almedina, 2020.

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

CARVER, Thomas Nixon. *The present economic revolution in the United States*. Boston: Little, Brown & Co., 1925.

CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. *Ações superpreferenciais: relação entre poder político e aporte econômico*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

CASSIS, Youssef. Financial elites in three european centres: London, Paris, Berlin, 1880s-1930s. *Business History*, v. 33, n. 3, pp. 53-71, 1991.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. Parâmetros. *In: COELHO, Fábio Ulhoa. Lei das sociedades anônimas comentada*. Rio de Janeiro: Forense, 2022.

_____. Contribuição do acionista e poder político. *In: COELHO, Fábio Ulhoa. Lei das sociedades anônimas comentada*. Rio de Janeiro: Forense, 2022.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Artigo 4º. *In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. Comentários à lei do mercado de capitais: Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. pp. 120-122.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder; MARTINS, Rafaela Parizotto Lacaz. Estratégias regulatórias para lidar com transações com partes relacionadas em companhias abertas. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários: edição comemorativa dos 45 anos das Leis n. 6.385 e 6.404*, v. 2, pp. 405-446, dez. 2021.

CHAMPAUD, Claude. *Le pouvoir de concentration de la société par actions*. Paris: Librairie du Recueil Sirey, 1962.

CHATEAUBRIAND, Assis. A grande ilusão. *O Jornal*, Rio de Janeiro, ano 13, n. 4.005, p. 2, 25 de nov. de 1931.

_____. Sabedoria de gringo. *Diario de Pernambuco*, Pernambuco, ano 111, n. 262, p. 4, 5 de nov. de 1936.

_____. Um problema econômico. *Correio da Manhã*, Rio de Janeiro, ano 10, n. 8.036, p. 2, 3 de mar. de 1921.

CHAUDHURI, Ranadeb; SEO, Hoontaek. An agency theory explanation of SEO underperformance: evidence from dual-class firms. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, v. 22, n. 3, pp. 575-588, 2012.

COASE, Ronald. The nature of the firm. *Economica: New Series*, v. 4, n. 16, pp. 386-405, Nov. 1937.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial: direito de empresa*. v. 2. São Paulo: Saraiva, 2012.

_____. “Democratização” das relações entre acionistas. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura. *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

_____. Nota sobre a proibição do voto plural. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, n. 12, pp. 81-95, nov. 2020.

_____. O conceito de poder de controle na disciplina jurídica da concorrência. *Revista do Instituto dos Advogados de São Paulo*, v. 2, n. 3, pp. 19–25, jan./jun., 1999.

COFFEE JR., John C. Dual class stock: the shades of sunset. *CLS Blue Sky Blog*, 19 nov. 2018.

COLLINS, Hugh. Introduction: the research agenda of implicit dimensions of contracts. In: CAMPBELL, David; COLLINS, Hugh; WIGHTMAN, John. *Implicit dimensions of contract discrete: relational and network contracts*. Oxford: Hart Publishing, 2003.

COMPARATO, Fábio Konder. *Ensaio e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle da sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

CONDON, Zoe. A Snapshot of Dual-Class Share Structures in the Twenty-First Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy. *Emory Law Journal*, v. 68, n. 2, pp. 335-367, 2018.

COOLIDGE, Calvin. *The price of freedom: speeches and addresses*. New York – London: Charles Scribner's Sons, 1924.

CORDEIRO, António Menezes. A crise planetária de 2007/2010 e o governo das sociedades. *Revista de Direito das Sociedades*, ano 1, n. 2, pp. 263-286, 2009.

_____. As acções preferenciais sem voto. *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 60, pp. 1001-1056, 2000.

_____. Da tomada de sociedades (takeover): efectivação, valoração e técnicas de defesa. *Revista da Ordem dos Advogados*, v. 3, ano 54, pp. 761-777, dez. 1994.

_____. *Direito das sociedades*, I volume. 3ª ed. Coimbra: Almedina, 2011.

_____. *Manual de Direito das Sociedades: das sociedades em especial*, II Volume. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2007.

CORMIER, Manon. Le vote des femmes. *Le Temps*, France, 5 de set. de 1928.

_____. *Les actions à vote plural en France et à l'étranger*. Bordeaux: Imprimerie de l'Académie et des Facultés Y. Cadoret, 1932.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *A reforma da Lei das Sociedades Anônimas*: Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997. Belo Horizonte: Del Rey, 1997.

CUNHA, Paulo Olavo. Aspectos críticos da aplicação prática do regime das acções sem valor nominal. In: DOMINGUES, Paulo de Tarso; CARVALHO, Maria Miguel. *Capital social livre e acções sem valor nominal*. Coimbra: Almedina, 2011.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. O exercício de voto na sociedade anônima. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro dos Santos. *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo. Quartier Latin, 2009.

CREMERS, Martijn; LAUTERBACH, Beni; PAJUSTE, Anete. The life-cycle of dual class firm valuation. *ECGI Working Paper Series in Finance*. Finance Working Paper n° 550/2018, out. 2020.

DANOS, Georges. *Les actions à vote plural*. Paris: Librairie du Recueil Sirey, 1922.

DAVID, René. *La protection des minorités dans les sociétés par actions*. França: Librairie du Recueil Sirey, 1928.

DEAN, Warren. A industrialização durante a República Velha. In: FAUSTO, Boris (Org.). *História geral da civilização brasileira*. Tomo III - O Brasil Republicano. Volume 8 – Estrutura de poder e economia (1889-1930). Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 2006.

DECUGIS, Henri. *Le nouveau régime des actions à vote plural: loi du 13 novembre 1933*. Sirey: Paris, 1934.

DENIS, Diane K. Twenty-five years of corporate governance research... and counting. *Review of Financial Economics*, v. 10, pp. 191-212, 2001.

DEMSETZ, Harold; LEHN, Kenneth. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, v. 93, n. 6, pp. 1155-1177, Dec. 1985.

DENT JR., George W. Dual class capitalization: a reply to Professor Seligman. *George Washington Law Review*, v. 54, n. 5, pp. 725-756, ago. 1986.

DERNIS, Georges. *Le droit de vote dans les sociétés anonymes en droit alleman*. Paris: Dalloz, 1929.

DODD JR., Edwin Merrick. For whom are corporate managers trustees. *Harvard Law Review*, v. 45, n. 7, pp. 1145-1163, May 1932.

DOMINGUES, Paulo de Tarso. Traços essenciais do novo regime das acções sem valor nominal. In: DOMINGUES, Paulo de Tarso; CARVALHO, Maria Miguel. *Capital social livre e acções sem valor nominal*. Coimbra: Almedina, 2011.

DOOLEY, Michael P. Two models of corporate governance. *The Business Law*, v. 47, n. 2, pp. 461-527, 1992.

DUARTE, Soraia. *Informação S/A: o valor da comunicação para companhias abertas e para investidores*. São Paulo: Saraiva, 2008.

DUMAS, Alexandre. *La question d'argent: comédie en cinq actes, en prose*. Paris: Charlieu, 1857.

DUNLAVY, Collen A. Social conceptions of the corporation: insights from the history of shareholder voting rights. *The Washington and Lee Law Review*, v. 63, n. 4, pp. 1354-1356, 2006.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. *The Journal of Finance*, v. 59, n. 2, pp. 537-600, abr. 2004.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. *The economic structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1991.

EBRAHIM, Alnoor; BATTILANA, Julie; MAIR, Johanna. The governance of social enterprises: Mission drift and accountability challenges in hybrid organizations. *Research in Organizational Behavior*, v. 34, 2014.

EICHENGREEN, Barry. *Hall of mirrors: The Great Depression, The Great Recession, and the uses – and misuses – of History*. New York: Oxford University Press, 2015.

EICHENSEHR, Kristen E.; HWANG, Cathy. National security creep in corporate transactions. *Columbia Law Review*, 2023.

EISENBERG, Melvin A. *Foundational principles of contract law*. New York: Oxford University Press, 2018.

EIZIRIK, Nelson; HENRIQUES, Marcus de Freitas. A legalidade das *poison pills* adotadas pelas companhias brasileiras. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor. *Temas de direito bancário e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

EIZIRIK, Nelson. A ação “super preferencial” é legal? *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, n. 1, pp. 125-142, maio 2015.

_____. Acordo de acionistas – Arquivamento na sede social – Vinculação dos administradores de sociedade controlada. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano 42, n. 129, pp. 43-53, jan./mar. 2003.

_____. Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura. *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 179.

_____. *Direito societário: estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

_____. *A Lei das S/A comentada*, v. II (Arts. 80 a 137). São Paulo: Quartier Latin, 2015a.

_____. *A Lei das S/A comentada*, v. III (Arts. 138 a 205). São Paulo: Quartier Latin, 2015b.

_____. *A Lei das S/A comentada*, v. IV (Arts. 206 a 300). São Paulo: Quartier Latin, 2015c.

ELENA, Nicolò. *Le azioni con voto plurimo o con voto altrimenti privilegiato nelle società commerciali italiane*. Torino: Bocca, 1927.

ENRIQUES, Luca; HERTIG, Gerard; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana. Related-Party Transactions. In: KRAAKMAN, Reinier et al. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2017.

ENTERRÍA, Eduardo García de. *La lengua de los derechos: la formación del Derecho Público europeo tras la Revolución Francesa*. Madrid: Imprenta Fernández Ciudad, 1994.

EVANS, Richard J. *The coming of the Third Reich: a history*. New York: The Penguin Press, 2004.

_____. *The Third Reich in history and memory*. New York: Oxford University Press, 2015.

FAIRFAX, Lisa M. Making the corporation safe for shareholder democracy. *Ohio State Law Journal*, v. 69, n. 1, pp. 53-107, 2008.

_____. Shareholder democracy on trial: International perspective on the effectiveness of increased shareholder power. *Virginia Law & Business Review*, v. 3, n. 1, pp. 1-33, 2008.

FAMA, Eugene F. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, v. 88, n. 2, pp. 288-307, Apr. 1980.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, pp. 301-325, Jun. 1983.

FAORO, Raymundo. *Os donos do poder: formação do patronato político brasileiro*. São Paulo: Globo, 2012.

FARIA, Alberto de. Não trust, mas trusts. *A Notícia*, Rio de Janeiro, n. 314, p. 3, 31 de dez. de 1912.

FAUSTO, Boris. *A Revolução de 1930: historiografia e história*. São Paulo: Companhia das Letras, 1997.

FELDMAN, Gerald D. Foreign penetration of German enterprises after the First World War: the problem of Überfremdung. In: TEICHOVA, Alice; LEVY-LEBOYER, Maurice; NUSSBAUM, Helga. *Historical studies in international corporate business*. Cambridge: Cambridge University Press, 1989.

_____. *The great disorder: politics, economics, and society in the German inflation, 1914-1924*. Oxford: Oxford University Press, 1997.

FERNANDES, Flavia Mouta et al. A criação do voto plural no Brasil: do anteprojeto aos desafios para o futuro. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, n. 15, pp. 167-198, nov. 2022.

FERRAN, Eilís; HO, Look Chan. *Principles of corporate finance law*. Oxford: Oxford University Press, 2014.

FERREIRA, Marieta de Moraes; PINTO, Surama Conde Sá. A crise dos anos 1920 e a Revolução de 1930. In: FERREIRA, Jorge; DELGADO, Lucilia de Almeida Neves. *O tempo do liberalismo oligárquico: da Proclamação da República à Revolução de 1930 – Primeira República (1889-1930)*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2018.

FLANDREAU, Marc. Crises and punishment: moral hazard and the pre-1914 international financial architecture. In: FLANDREAU, Marc. *Money doctors: the experience of international financial advising 1850–2000*. Londres: Routledge, 2003.

FOROOHAR, Rana. A maior lição da GameStop. *Valor Econômico*, São Paulo, ano 21, n. 5185, 9 de fev. de 2021. Opinião, p. A17.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014.

_____. *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009.

FRAZÃO, Ana. Competência da Assembleia Geral para fixar todos os aspectos da remuneração dos administradores. In: COELHO, Fábio Ulhoa. *Lei das Sociedades Anônimas comentada*. Rio de Janeiro: Forense, 2022.

_____. Conflito de interesses: a controvérsia entre a teoria formal e a teoria material. In: COELHO, Fábio Ulhoa. *Lei das Sociedades Anônimas comentada*. Rio de Janeiro: Forense, 2022.

_____. *Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

_____. Remuneração dos administradores e suas imbricações com as teorias dos *shareholder value* e do *short-termism*. In: COELHO, Fábio Ulhoa. *Lei das Sociedades Anônimas comentada*. Rio de Janeiro: Forense, 2022.

FRIEDMAN, Milton. *Capitalism and Freedom: a leading economist's view of the proper role of competitive capitalism*. Chicago: University of Chicago Press, 1962.

_____. The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, Sunday Magazine, 32, p. 17, 13 Sept. 1970.

FRITSCH, Winston. *External constraints on economic policy in Brazil, 1889-1930*. Londres: Macmillan, 1988.

FILGUEIRAS, Maria Luíza. Bolsa quer conter exportação de oferta de ações. *Valor Econômico*, São Paulo, ano 20, n. 4900, 13 de dez. de 2019. Finanças, p. C10.

FISCH, Jill E.; SOLOMON, Steven Davidoff. *The problem of sunsets*. *Boston University Law Review*. v. 99, pp. 1057-1094, 2019.

FOHLIN, Caroline. The history of corporate ownership and control in Germany. In: MORCK, Randall K. *A history of corporate governance around the world: family business groups to professional managers*. Chicago and London: The University of Chicago Press, 2007.

FONSECA, Priscila M. P. Corrêa da; SZTAJN, Rachel. *Código Civil comentado*, v. 11 (Arts. 887 a 926 e 966 a 1.195). São Paulo: Atlas, 2008.

FORGIONI, Paula A. A interpretação dos negócios empresariais no novo código civil brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 42, n. 130, pp. 7-38, abr./jun. 2003.

_____. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

FORGIONI, Paula A.; CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. No meio do caminho tinha uma pedra. In: BACHA, Edmar *et al.* *130 anos: em busca da República*. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2019.

FRITSCH, Winston. Apogeu e crise na Primeira República, 1900-1930. In: ABREU, Marcelo de Paiva. *A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

FUKUYAMA, Francis. The End of history? *The National Interest*, n. 16, pp. 3-18, 1989.

_____. *The End of History and the Last Man*. New York: The Free Press, 1992.

GALBRAITH, John Kenneth. *A anatomia do poder*. Lisboa: Edições 70, 2007.

_____. *O novo estado industrial*. São Paulo: Abril Cultural, 1982.

GALGANO, Francesco. *Lex mercatória*. Bologna: Il Mulino, 2001.

GARCÍA-NOBLEJAS, Pilar Montero. Procedencia y alcance de la constancia estatutaria de la retribución de los administradores de sociedades cotizadas consistente en programas de opciones sobre acciones y sistemas similares. *Revista de derecho de sociedades*, v. n. 30, pp. 163-194, 2008.

GARRIGUES, Joaquín. *Hacia un nuevo Derecho Mercantil: escritos, lecciones y conferencias*. Madrid: Editorial Tecnos, 1971.

_____. *Problemas atuais das sociedades anônimas*. Porto Alegre: Fabris, 1982.

GEISST, Charles R. *Beggar thy neighbor: a history of usury and debt*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2013.

GEWIRTZ, Julian. *Parceiros improváveis: reformistas chineses, economistas ocidentais e o a formação da China global*. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018.

GIERKE, Otto von. Über die Geschichte des Majoritätsprinzipes. In: GUGGENBERGER, Bernd. OFFE, Claus. *An den Grenzen der Mehrheitsdeßlokrate: Politik und Soziowgie der Mehrheitsregel*. Opladen: Westdeutscher Verlag, 1984.

GIL, Otto de Andrade. Comemoração do Centenário de nascimento de José Xavier Carvalho de Mendonça. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*, v. 56, pp. 26-94, 1961.

GILSON, Ronald J. Controlling family shareholders in developing countries: anchoring relational Exchange. *Stanford Law Review*, v. 60, n. 2, pp. 633-655, Nov. 2007.

_____. Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy. *Harvard Law Review*. v. 119, n. 6, pp. 1641-1679, Abr. 2006.

GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights. *Columbia Law Re View*, v. 113, n. 4, pp. 863-928, 2013.

GOETZMANN, William N. Shareholder democracy, meet memocracy. *Financial Analysts Journal*, v. 78, n. 3, pp. 5-8, jun. 2022.

GOLDSCHMIDT, Roberto. *Curso de derecho mercantil*. Caracas: Universidad Católica Andrés Bello, Fundación Roberto Goldschmidt, 2008.

GOMES, Orlando. Em tema de sociedade anônima. *Revista dos Tribunais*, v. 60, n. 429, pp. 13-20, jul., 1971.

GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy; METRICK, Andrew. Extreme governance: an analysis of dual-class firms in the United States. *The Review of Financial Studies*, v. 23, n. 3, pp. 1051-1088, 2010.

GONZAGA, Manoel J. Parecer. *Jornal do Commercio*, Rio de Janeiro, ano 83, n. 164, p. 4, 14 de jun. de 1903.

GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Corporate control and idiosyncratic vision. *The Yale Law Journal*, v. 125, n. 3, pp. 560-795, Jan. 2016.

GOTTARDO, Pietro; MOISELLO; Anna Maria. *Capital structure, earnings management, and risk of financial distress: a comparative analysis of family and non-family firms*. Cham: Springer, 2019.

_____. The capital structure choices of family firms: evidence from Italian medium-large unlisted firms. *Managerial Finance*, v. 40, n. 3, pp. 254-275, 2014.

GOUVÊA, Carlos Portugal. *A estrutura da governança corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

GRANDIN, Greg. *Fordlândia: ascensão e queda da cidade esquecida de Henry Ford na selva*. Rio de Janeiro: Rocco, 2010.

GRAU, Eros Roberto. *A ordem Econômica da Constituição de 1988: interpretação e crítica*. São Paulo: Malheiros, 2015.

GREENWOOD, Daniel J. H. Markets and democracy: the illegitimacy of corporate law. *University of Missouri–Kansas City Law Review*, v. 74, n. 1, pp. 41-104, 2005.

GROSZ, George. *Das Gesicht der herrschenden Klasse*. Berlin: Malik-Verlag, 1921.

GUDIM, Eugenio. *Parecer*. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1930.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Conflitos de interesse entre sociedade controladora e controlada e entre coligadas, no exercício do voto em assembleias gerais e reuniões sociais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 22, n. 51, pp. 72-80, jul./set. 1983.

_____. Sociedade anônima: poder e dominação. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 23, n. 53, pp. 72-80, jan./mar. 1984.

_____. Sociologia do poder na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano. 29, n. 77, pp. 50-56, jan./mar. 1990.

GUIMARÃES, Elina. O delicto de família. *Diário da Manhã*, ano 11, n. 425, p. 12, 25 de abr. de 1937.

HALL, Peter A.; SOSKICE, David. *Varieties of Capitalism: the institutional foundations of comparative advantage*. Oxford: Oxford University Press, 2001.

HAN, Byung-Chul. *Infocracia: digitalização e a crise da democracia*. Petrópolis: Vozes, 2022.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The end of history for corporate law. *Georgetown Law Journal*, v. 89, n. 2, pp. 439-468, Jan. 2001.

_____. The End of History for Corporate Law. In: GORDON, Jeffrey N.; ROE, Mark J. *Convergence and Persistence in Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.

_____. How Close is the End of History? *Journal of Corporation Law*, v. 31, n.3, pp. 745–751, 2006.

HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. The evolution of shareholder voting rights: separation of ownership and consumption. *The Yale Law Journal*, v. 123, n. 4, pp. 948-1013, Jan. 2014.

HARRIS, Harry Cleveland. *Trading under the laws of Germany*. Washington: United States Government Printing Office, 1933.

HART, Oliver; ZINGALES, Luigi. Companies should maximize shareholder welfare not market value. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, v. 2, pp. 247–274, 2017.

HAUßMANN, Fritz. Die Aktiengesellschaft als “Unternehmen an sich”. *Juristische Wochenschrift*, pp. 2953-2956, 1927.

HERÁCLITO (de Éfeso). B – Fragmentos, 49a. In: SOUZA, José Cavalcante de (org.). *Os Pré-Socráticos*. São Paulo: Abril Cultural, 1973.

HILT, Eric. When did ownership separate from control? Corporate governance in the early nineteenth century. *The Journal of Economic History*, v. 68, n. 3, pp. 645-685, set. 2008.

HILTON, Stanley. *O ditador e o embaixador: Getúlio Vargas, Adolf Berle Jr. e a queda do Estado Novo*. Rio de Janeiro: Record, 1987.

HIRSCHMAN, Albert O. *Exit, Voice, and Loyalty: responses to decline in firms, organizations, and states*. Cambridge: Harvard University Press, 1970.

_____. *The passions and the interests: Political arguments for capitalism before its triumph*. Princeton: Princeton University Press, 2013.

HOBBSAWM, Eric J. *Nations and nationalism since 1780: programme, myth, reality*. Cambridge: Cambridge University Press, 1992.

HOI, Chun-Keung; ROBIN, Ashok. Agency conflicts, controlling owner proximity, and firm value: an analysis of dual-class firms in the United States. *Corporate Governance: An International Review*, v. 18, n. 2, pp. 124–135, Mar. 2010.

HOSKISSON, Robert E.; ARTHURS, Jonathan; WHITE, Robert; WYATT, Chelsea. Multiple agency theory: an emerging perspective on corporate governance. In: WRIGHT, Mike; SIEGEL, Donald S.; KEASEY, Kevin; FILATOTCHEV, Igor. *The Oxford Handbook of Corporate Governance*. Oxford: Oxford University Press, 2013.

IRTI, Natalino. A ordem jurídica do mercado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 46, n. 145, pp. 44-49, jan./mar. 2007.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. Avaliação dos ativos intangíveis criados internamente: um sonho realizável? In: MOSQUERA, Roberto Quiroga; LOPES, Alexsandro Broedel. *Controvérsias jurídico-contábeis: (aproximações e distanciamentos)*, v. 6. São Paulo: Dialética, 2015.

JAEGER, Pier Giusto. *L'interesse sociale*. Milano: Giuffrè Editore, 1964.

JELLINEK, Georg. *The Declaration of the Rights of Man and of Citizens: a contribution to modern constitutional history*. New York: Henry Holt and Company, 1901.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, pp. 305-360, 1976.

JINPING, Xi. *A governança da China*, v. II. Beijing: Editora de Línguas Estrangeiras, 2018.

JOHNSON, Simon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Tunneling. *American Economic Review*, v. 90, n. 2, pp. 22-27, May 2000.

JOUVENEL, Bertrand de. *Du pouvoir: histoire naturelle de sa croissance*. Paris: Librairie Hachette, 1972.

KALANSKY, Daniel. *Incorporação de ações: estudo de casos e precedentes*. São Paulo: Saraiva, 2012.

KASTIEL, Kobi. Executive Compensation in Controlled Companies. *Indiana Law Journal*, v. 90, n. 3, pp. 1131-1175, 2015.

KELLY, Gavin; PARKINSON, John. The conceptual foundations of the company: a pluralist approach. In: PARKINSON, John; GAMBLE, Andrew; KELLY, Gavin. *The political economy of the company*. Oxford and Portland: Hart Publishing, 2000.

KEYNES, John Maynard. Notes for a speech at the National Liberal Club (1923). In: *The collected writings of John Maynard Keynes*, Volume XIX – Activities 1922–1929: the return to gold and industrial policy. Cambridge: Cambridge University Press, 2013.

_____. The end of laissez-faire (1926). In: *The collected writings of John Maynard Keynes*, Volume IX - Essays in persuasion. Cambridge: Cambridge University Press, 2013.

KOIFMAN, Fábio. *Imigrante ideal: o Ministério da Justiça e a entrada de estrangeiros no Brasil (1941-1945)*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2012.

KREPS, David Marc. *A course in microeconomic theory*. Princeton: Princeton University Press, 1990.

KUNTZ, Thilo. German corporate law in the twentieth century. In: WELLS, Harwell. *Research Handbook on the History of Corporate and Company Law*. Cheltenham and Northampton: Edward Elgar, 2018.

LAMANDINI, Marco. Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto. *Giurisprudenza Commerciale*, Milano, anno 42, fasc. 3, pp. 491-511, 2015.

LAMY FILHO, Alfredo. A remuneração de empregado eleito para integrar órgão de administração. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*, v. 2, 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

_____. *Temas de S.A: exposições, pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

_____. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*, v. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

_____. Estrutura da companhia. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LANUSSE, Georges. Statistique des actions à vote plural. *Journal de la Société Statistique de Paris*, Tome 72, pp. 217-219, 1931.

LARCKER, David; TAYAN, Brian. *Corporate governance matters: a closer look at organizational choices and their consequences*. New Jersey: Pearson, 2011.

LAZEAR, Edward P. Incentive contracts. In: EATWELL, John; MILGATE, Murray; NEWMAN, Peter. *The new Palgrave Dictionary of Economics*. Londres: Palgrave Macmillan, 2018.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*. São Paulo: Saraiva, 2006.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Impedimento de voto em assembleia. In: *Pareceres*, v. 2. São Paulo: Editora Singular, 2004.

_____. *Mercado de capitais & insider trading*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982.

_____. O direito de voto de ações gravadas com usufruto vitalício. *Revista Trimestral de Direito Civil*, v. 4, n. 14, pp. 233-246, abr./jun. 2003.

LEITE, F. J. Teixeira. Valores Mobiliários. *Diário Carioca*, Rio de Janeiro, ano 21, n. 6.219, p. 4, 03 de out. de 1948.

LEME, Ernesto. *Das ações preferenciaes nas sociedades anonymas*. São Paulo: Saraiva, 1933.

LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

LIPPMANN, Walter. *Drift and mastery: an attempt to diagnose the current unrest*. New York: Mitchell Kennerley, 1914.

LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. Pills, polls and professors: a reply to Professor Gilson. *Delaware Journal of Corporate Law*, v. 27, pp. 1-55, 2002.

LOBATO, Monteiro. Ford e a Alemanha. *O Jornal*, Rio de Janeiro, ano 8, n. 2.429, p. 1, 10 de nov. de 1926.

_____. Henry Ford. *O Jornal*, Rio de Janeiro, ano 8, n. 2.402, p. 1, 9 de out. de 1926.

LOPES, Alexandro Broedel. Earnings management and corporate governance: legal and regulatory implications. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano 50, n. 158, pp. 7-25, abr./jun. 2011.

LOVE, Joseph LeRoy. O Rio Grande do Sul como fator de instabilidade na República Velha. In: FAUSTO, Boris (Org.). *História geral da civilização brasileira*. Tomo III - O Brasil Republicano. Volume 8 – Estrutura de poder e economia (1889 - 1930). Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 2006.

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

MACEDO, Ricardo Ferreira de. Limites de efetividade do direito societário na repressão ao uso disfuncional do poder de controle nas sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 120, pp. 195-227, out./dez. 2000.

MACKENZIE, Bruce et al. *IFRS 2012: interpretação e aplicação*. Porto Alegre: Bookman, 2013.

MACMILLAN, Margaret. *Paz em Paris, 1919: a Conferência de Paris e seu mister de encerrar a Grande Guerra*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2004.

MACPHERSON, Crawford Brough. *The political theory of possessive individualism: Hobbes to Locke*. Oxford: Oxford University Press, 1962.

MAIA, Pedro. *Função e funcionamento do conselho de administração da sociedade anônima*. Coimbra: Coimbra Editora, 2002.

_____. *Voto e corporate governance: um novo paradigma para a sociedade anônima*. Coimbra: Almedina, 2019.

MANNE, Henry G. Mergers and the market for corporate control, *Journal of Political Economy*, v. 73, n. 2, pp. 110-120, abr. 1965.

MARANHÃO, Ricardo. Estado e capital privado na eletrificação de São Paulo. In: SZMRECSÁNYI, Tamás; MARANHÃO, Ricardo. *História de empresas e desenvolvimento econômico*. São Paulo: Hucitec/ABPHE/Edusp/Imprensa Oficial, 2002.

MARCELO, Paulo Lopes. *A blindagem da empresa plurissocietária*. Coimbra: Almedina, 2002.

MARCOS, Rui Manuel de Figueiredo. *As companhias pombalinas: contributo para a história das sociedades por acções em Portugal*. Coimbra: Almedina, 2019.

MARKS, Sally. *The illusion of peace: international relations in Europe 1918-1933*. London, MacMillan, 1976.

_____. The myths of reparations. *Central European History*, v. 11, n. 3, pp. 231-255, Sep. 1978.

MARQUES, Teresa Cristina de Novaes. Bancos e desenvolvimento econômico: uma revisão das teses de Gerschenkron à luz da Cervejaria Brahma, 1888-1917. *História e Economia*, v. 1, n. 1, pp. 87-119, 2005.

MARRAUD, Pierre. *Journal Officiel de la République Française*, n. 30, p. 207, 12 de mar. de 1927.

MARTINS, Eliseu; DINIZ, Josedilton Alves; MIRANDA, Gilberto José. *Análise avançada das demonstrações contábeis: uma abordagem crítica*. São Paulo: Atlas, 2018.

MARTINS, Eliseu; IUDÍCIBUS, Sérgio de. Intangível – sua relação contabilidade/direito – teoria, estruturas conceituais e normas – problemas fiscais de hoje. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga; LOPES, Alexsandro Broedel. *Controvérsias jurídico-contábeis: (aproximações e distanciamentos)*, v. 2. São Paulo: Dialética, 2011.

MARTINS, Raphael Manhães. Processo RJ-2013-5993: as superordinárias. *In: BORBA, Gustavo Tavares; BORBA, Rodrigo Tavares; ALMEIDA, José Gabriel Assis de. Comissão de Valores Mobiliários: precedentes comentados.* Rio de Janeiro: Forense, 2021.

MARX, J. -M. *Le vote plural et les procédés de maitrise dans les sociétés anonymes.* Paris: Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1929.

MARX, Karl. *O capital: crítica da economia política: livro I: o processo de produção do capital.* São Paulo: Boitempo, 2017.

_____. *O 18 de brumário de Luís Bonaparte.* São Paulo: Boitempo, 2011.

MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. *Sobre el sistema colonial del capitalismo.* Buenos Aires: Ediciones estudio, 1964.

MASULIS, Ronald W.; WANG, Cong; XIE, Fei. Agency problems at dual-class companies. *The Journal of Finance*, v. 64, n. 4, Aug. 2009.

MATHESON, John H.; NICOLET, Vilena. Shareholder democracy and special interest governance. *Minnesota Law Review*, v. 103, pp. 1649-1697, 2019.

MAZEAUD, Henri. *Le vote privilégié dans les sociétés de capitaux.* Paris: Dalloz, 1929.

MCKENZIE, Richard B.; LEE, Dwight R. *Managing through incentives: how to develop a more collaborative, productive, and profitable organization.* Oxford: Oxford University Press, 1998.

MÉLON, Lela. *Shareholder primacy and global business: re-clothing the EU corporate law.* New York: Routledge, 2019.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Os problemas das sociedades anonymas.* São Paulo: Revista dos Tribunais, 1931.

MENGONI, Luigi. Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni. *Rivista delle Società*, 1956.

MIGUEL, Antonio de. La defensa del patrimonio nacional. *El Diario Palentino: defensor de los intereses de la capital y la provincia.* El más antiguo y de mayor circulación, Madrid, año LI, n. 14.502, p. 1, 4 de marzo de 1932.

MILHAUPT, Curtis J. Chinese corporate capitalism in comparative context. *In: CHEN, Weitseng. The Beijing Consensus? How China has changed western ideas of law and economic development.* Cambridge: Cambridge University Press, 2017.

MILHAUPT, Curtis J.; ZHENG, Wentong. Beyond ownership: state capitalism and the chinese firm. *The Georgetown Law Journal*, v. 103, pp. 665-722, 2015.

MILL, John Stuart. Considerations on representative government (1861). *In: Collected works of John Stuart Mill*, v. XIX. Canada: University of Toronto Press, 1977.

_____. Thoughts on Parliamentary Reform (1859). In: *Collected works of John Stuart Mill*, v. XIX. Canada: University of Toronto Press, 1977.

MIZRUCHI, Mark S. Berle and Means revisited: the governance and power of large U.S. corporations. *Theory and Society*, v. 33, n. 5, pp. 579–617, Oct. 2004.

MONTGOLFIER, Albéric de. Rapport d'information fait au nom de la commission des finances (1) sur la compétitivité des places financières. *Sé debates*, n. 574, Session Ordinaire de 2016-2017.

MOORE, Marc T. Designing dual-class sunsets: the case for a transfer-centered approach. *William & Mary Business Law Review*. v. 12, n. 1, pp. 93-166, nov. 2020.

MORANT, Rebeca Herrero. *Los inversores institucionales en las sociedades cotizadas españolas*. Madrid: Marcial Pons, 2019.

MORCK, Randall; YEUNG, Bernard. Family control and the rent-seeking society. *Entrepreneurship Theory and Practice*. v. 28, n. 4, pp. 391-409, jul. 2004.

MORCK, Randall; STANGELAND, David; YEUNG, Bernard. Inherited Wealth, Corporate control, and economic growth: the Canadian disease? In: MORCK, Randall. *Concentrated corporate ownership*. Chicago: The University of Chicago Press, 2000.

MORCK, Randall; WOLFENZON, Daniel; YEUNG, Bernard. Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*. v. 43, n. 3, pp. 655-720, set. 2005.

MOTA, Fernando de Andrade. *O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta*. São Paulo: Almedina, 2015.

MOURÉ, Kenneth. French money doctors, central banks, and politics in the 1920s. In: FLANDREAU, Marc. *Money doctors: the experience of international financial advising 1850–2000*. Londres: Routledge, 2003.

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

_____. Aquisição de controle acionário: alienação e tomada. Tese (Livre-docência em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

_____. Da alienação à aquisição de controle: uma nova interpretação para o artigo 254-A da Lei das S/A. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Temas de direito empresarial e outros estudos: em homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo: Malheiros, 2014.

_____. *Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle e grupos de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

_____. Estrutura de governo dos grupos societário *de fato* na lei brasileira: acionista controlador, administradores e interesse do grupo. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. *Direito empresarial*

e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

_____. Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura. *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

MURPHY, Kevin J. Executive compensation. In: ASHENFELTER, Orley C.; CARD, David. *Handbook of labor economics*, v. 3B. Amsterdam: North-Holland, 1999.

MUSACCHIO, Aldo. Law versus contracts: shareholder protection and ownership concentration in Brazil, 1890-1950. *Business History Review*, v. 82, n. 3, pp.445-473, set. 2008.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O *insider trading* no direito brasileiro. (Dissertação). Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2015.

_____. Voto plural: quebrando paradigmas. *Valor Econômico*, São Paulo, ano 18, n. 4402, 15 de set. de 2017. *Legislação & Tributos*, p. E2.

_____. 45 anos depois: a admissão do voto plural pela Lei das S.A. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*: edição comemorativa dos 45 anos das Leis n. 6.385 e 6.404, v. 2, pp. 33-54, dez. 2021.

MUTH, Robert. One share, one vote: the SEC's duty to protect investors and ensure fair administration among the securities exchanges. *Washington and Lee Law Review*, v. 44, pp. 985-1000, 1987.

MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. *The company*: a short history of a revolutionary idea New York: Modern Library, 2003.

MILLER, Gary J. Solutions to principal-agent problems in firms. In: MÉNARD, Claude; SHIRLEY, Mary M. *Handbook of new institutional economics*. Heidelberg: Springer, 2008.

MILLS, Charles Wright. *White collar*: the American middle classes. New York: Oxford University Press, 1969.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à tomada de controle de companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

NENOVA, Tatiana. The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 68, n. 3, pp. 325-351, 2003.

NETO, Lira. *Getúlio*: dos anos de formação à conquista do poder (1882-1930). São Paulo: Companhia das Letras, 2012.

NUNES, António José Avelãs. A República de Weimar e a Constituição de Weimar, cem anos depois. In: MARTINS, Alexandre de Soveral et al. *Diálogos com Coutinho de Abreu*: estudos oferecidos no aniversário do professor. Coimbra: Almedina, 2020.

_____. *Neoliberalismo e direitos humanos*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual de corporate finance*. Coimbra: Almedina, 2021.

_____. *Manual de governo das sociedades*. Coimbra: Almedina, 2017.

_____. *Manual de grupos de sociedades*. Coimbra: Almedina, 2017a.

OIOLI, Erik Frederico. *Regime jurídico do capital disperso na Lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014.

O'KELLEY, Charles R.T. The Entrepreneur and the Theory of the Modern Corporation. *The Journal of Corporation Law*, v. 31, n. 3, pp. 753-777, 2006.

PALHA, Americo. Discurso na Casa de Minas Geraes. *Diario Carioca*, Rio de Janeiro, ano 9, n. 2.382, p. 3, 23 de abr. de 1936.

PARENTE, Flávia. *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PARGENDLER, Mariana. A resistência ao código do capital no Brasil: reflexões sobre a heterodoxia jurídica no sul global. In: BADIN, Michelle Ratton Sanchez. *Decodificando o código do capital de Katharina Pistor a partir do Brasil*. São Paulo: FGV Direito SP, 2020a.

_____. Controlling shareholders in the twenty-first century: complicating corporate governance beyond agency costs. *The Journal of Corporation Law*, v. 45, n. 4, pp. 953-974, 2020b.

PARGENDLER, Mariana; HANSMANN, Henry. A new view of voting restrictions in the nineteenth century: evidence from Brazil, England, and France. *Business History*, v. 55, n. 4, pp. 585-600, 2013.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. v. 2. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. Órgãos sociais. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

PEDROL, Antonio. *La anónima actual y la sindicación de acciones*. Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado, 1969.

PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. *Sociedades por ações: comentários aos Decreto-lei nº. 2.627, de 26 de setembro de 1840, com as alterações da Lei nº. 4.728, de 14 de julho de 1965, Lei do mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 1973.

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

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano 28, n. 76, pp. 15-25, out./dez. 1989.

PERDIGÃO, Carlos. Exercício do voto popular. *Jornal do Commercio*, Rio de Janeiro, ano 57, n. 256, p. 2, 13 de set. de 1878.

PETRIK, Tiago. *1932: uma aventura olímpica na terra do cinema*. Rio de Janeiro: TPK Livros, 2008.

PIKETTY, Thomas. *Le capital au XXI^e siècle*. Paris: Éditions du Seuil, 2013.

PIRES, Gudesteu. *Manual das sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1942.

PLEHWE, Dieter. Introduction. In: MIROWSKI, Philip; PLEHWE, Dieter. *The road from Mont Pèlerin: the making of the neoliberal thought collective*. Cambridge: Harvard University Press, 2009.

POSNER, Eric A. Law and social norms: the case of tax compliance. *Virginia Law Review*. v. 86, pp. 1781-1819, 2000.

POSNER, Richard. *Economic Analysis of Law*. New York: Aspen, 2003.

PRADO, Roberta Nioac. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.: tag along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

PROHOMANN, Arnaldo. *A República*, Paraná, ano 23, n. 166, pp. 1-2, 17 de jul. de 1908.

RANCHORDÁS, Sofia. *Constitutional sunsets and experimental legislation: a comparative perspective*. Cheltenham: Edward Elgar, 2014.

RATHENAU, Walther. *La triple revolution*. Paris: Aux Éditions du Rhin, 1921.

_____. *Von Kommenden Dingen*. Berlin: S. Fischer Verlag, 1917.

REDDY, Bobby V. Finding the British Google: relaxing the prohibition of dual-class stock from the premium-tier of the London Stock Exchange. *The Cambridge Law Journal*, v. 79, n. 2, pp. 315–348, Jul. 2020.

_____. Up the hill and down again: constraining dual-class shares. *The Cambridge Law Journal*, v. 80, n. 3, pp. 515-551, nov. 2021.

REICH, Robert B. *Supercapitalismo: como o capitalismo tem transformado os negócios, a democracia e o cotidiano*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

RIBEIRO, Napoleão. O estrangeiro no Brasil. *O Combate*, Maranhão, ano 30, n. 1.155, 7 de jan. de 1929.

RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de diligência dos administradores de sociedades*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

_____. *Direito de voto nas sociedades anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

RICHARD, Lionel. *A República de Weimar, 1919-1933*. São Paulo: Companhia das Letras: Círculo do Livro, 1988.

RIECHERSPP, Arndt. *Das "Unternehmen an sich": Die Entwicklung Eines Begriffes in Der Aktienrechtsdiskussion Des 20. Jahrhunderts*. Tübingen: Mohr, 1996.

RIPERT, Georges. *Aspectos jurídicos do capitalismo moderno*. Campinas: Red Livros, 2002.

RIPLEY, William Z. *Main Street and Wall Street*. Boston: Little, Brown & Co., 1927.

RODRIGUES, Usha. The seductive comparison of shareholder and civic democracy. *Washington and Lee Law Review*, v. 63, n. 4, pp. 1389- 1406, 2006.

ROSE, R. S.; SCOTT, Gordon D. *Johnny: a vida secreta de um espião*. Rio de Janeiro: Record, 2010.

ROGERS, Gayle. *Speculation: a cultural history from Aristotle to AI*. New York: Columbia University Press, 2021.

ROSSET, Paul-René. *Les actions à vote plural et privilégié en droit suisse*. Paris: R. Pichon et R. Durand-Auzias, 1929.

RUSSELL, Alfredo. *Sociedades Anonymas: theoria e pratica*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1929.

SAES, Flávio Azevedo Marques de; SZMRECSÁNYI, Tamás. El papel de los bancos extranjeros en la industrialización inicial de São Paulo. In: MARICHAL, Carlos. *Las inversiones extranjeras en América Latina, 1850-1930: nuevos debates y problemas en história económica comparada*. Cidade do México: El Colegio de México, 1995.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade*. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

_____. *Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial*. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

SALVEMINI, Gaetano. *Under the axe of fascism*. Londres: Victor Gollancz LTD, 1986.

SAMPSON, Anthony. *O homem da companhia: uma história dos executivos*. São Paulo: Companhia das Letras, 1996.

SANCHEZ, Daniela M. L. Voto plural deve voltar a existir no Brasil. *Valor Econômico*, São Paulo, ano 20, n. 4916, 10 de jan. de 2020. *Legislação & Tributos*, p. E2.

SANTOS, Ariovaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. *Manual de contabilidade societária*. São Paulo: Atlas, 2022.

SCHACHT, Hjalmar. *Setenta e seis anos de minha vida: a autobiografia do mago da economia alemã da República de Weimar ao III Reich*. São Paulo: Editora 34, 1999.

_____. *The magic of money*. Londres: Oldbourne, 1967.

SCHINCARIOL, Juliana. Voto plural pode enfraquecer Novo Mercado, avalia Amec. *Valor Econômico*, São Paulo, ano 20, n. 4921, 17 de jan. de 2020. Finanças, p. C10.

SCHMULEWITZ, Maximilian. *Die Verwaltungsaktie: Herrschafts – Und Vorratsaktieihre – Rechtlichen Und Wirtschaftlichen Grundlagen*. Verlag Von Julius Springer: Berlim, 1927.

SCHUMPETER, Joseph. *Capitalism, Socialism and Democracy*. London: Routledge, 2006.

SEM, Amartya. *Collective choice and social welfare*. Cambridge: Harvard University Press, 2017.

_____. *On Ethics and Economics*. Oxford: Blackwell Publishing, 1988.

SEGATTO, José Antonio. Relações e conflitos de trabalho na Light de São Paulo. In: SZMRECSÁNYI, Tamás; MARANHÃO, Ricardo. *História de empresas e desenvolvimento econômico*. São Paulo: Hucitec/ABPHE/Edusp/Imprensa Oficial, 2002.

SERRE, Louis. *Journal Officiel de la République Française*, n. 30, p. 207, 12 de mar. de 1927.

SHARFMAN, Bernard S. The undesirability of mandatory time-based sunsets in dual class share structures: a reply to Bebchuk and Kastiel. *Southern California Law Review*, v. 93, pp. 1-10, abr. 2019.

SHEARMUR, Jeremy. Hayek's politics. In: FESER, Edward. *The Cambridge Companion to Hayek*. Cambridge: Cambridge University Press, 2006.

SIEMS, Mathias M. *Convergence in Shareholder Law*. New York: Cambridge University Press, 2008.

SIMÃO, Jorge André Carita. A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial. *Revista de Direito das Sociedades*, ano II, n. 3/4, pp. 795-820, 2010.

SIMONSEN, Mario Henrique. Os desafios do desenvolvimento. In: SIMONSEN, Mario Henrique; CAMPOS, Roberto de Oliveira. *A nova economia brasileira*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1974.

SINGER, Paul. O Brasil no contexto do capitalismo internacional, 1889-1930. In: FAUSTO, Boris (Org.). *História geral da civilização brasileira*. Tomo III - O Brasil Republicano. Volume 8 – Estrutura de poder e economia (1889 - 1930). Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 2006.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do controle acionário: interpretação e valor*. Niterói: FMF Editora, 2004.

SMITH, Adam. *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. New York: The Modern Library, 1937.

SMITH, Kirby. The agency costs of equal treatment clauses. *The Yale Law Journal Forum*, pp. 543-570, Dec. 2017.

SMYTHE, Donald J. Shareholder democracy and the economic purpose of the corporation. *Washington and Lee Law Review*, v. 63, n. 4, pp. 1407-1419, 2006.

SOLEDADE, Durval. Debêntures – um excelente instrumento financeiro. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor. *Temas de direito bancário e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

SOMBART, Werner. *Die Juden und das Wirtschaftsleben*. Leipzig: Verlag von Duncker & Humblot, 1911.

SORKIN, Andrew Ross. ‘Shareholder democracy’ can mask abuses. *New York Times*, Feb. 26, 2013. p. B1.

SOUZA, V. de. Carta ao deputado dr. João Pernetta. *Diario da Tarde*, Paraná, ano 19, n. 5.632, p. 1, 17 de fev. de 1917.

STERN, Fritz. *O mundo alemão de Einstein*. São Paulo: Companhia das Letras, 2004.

STIGLITZ, Joseph E. *O mundo em queda livre: os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial*. São Paulo: Companhia das Letras, 2010.

_____. *Rewriting the rules of the American Economy: an agenda for growth and shared prosperity*. New York: WW Norton & Company, 2015.

_____. The contributions of the economics of information to twentieth century economics. *The Quarterly Journal of Economics*. v. 115, n. 4, pp. 1441-1478, Nov. 2000.

STOUT, Lynn A. The mythical benefits of shareholder control. *Virginia Law Review*, v. 93, n. 3 pp. 789-809, May 2007.

_____. *The Shareholder Value Myth: how putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*. San Francisco: Berrett-Koehler Publishers, 2012.

STREECK, Wolfgang. *How will capitalism end?: essays on a failing system*. New York: Verso, 2016.

_____. O retorno do recalçado: o começo do fim do capitalismo neoliberal. *Revista Piauí*, ano 12, n. 135, dez. 2017.

SUNSTEIN, Cass R. *Free markets and social justice*. New York: Oxford University Press, 1997.

SZTAJN, Rachel. *Sistema financeiro: entre estabilidade e risco*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

_____. Sociedades e contratos incompletos. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*. v. 101, pp. 171-179, jan./dez. 2006.

SPENCE, Michael. Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*. v. 87, n. 3 pp. 355-374, ago. 1973.

_____. Signaling in retrospect and the informational structure of markets. *The American Economic Review*, v. 92, n. 3, pp. 434-459, jun. 2002.

TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. *Código Civil interpretado conforme a Constituição da República*, v. 3 (Arts. 966 a 1.510). Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

TOMASIC, Roman. Introduction: corporate law in transition. In: TOMASIC, Roman. *Routledge Handbook of Corporate Law*. Abingdon: Routledge, 2017.

TOOZE, Adam. *O preço da destruição: construção e ruína da economia alemã*. Rio de Janeiro: Record, 2013.

TRIVELLATO, Francesca. *The promise and peril of credit: what a forgotten legend about jews and finance tells us about the making of European commercial society*. New Jersey: Princeton University Press, 2019.

UNGER, Roberto Mangabeira. *False necessity: anti-necessitarian social theory in the service of radical democracy*. London/New York: Verso, 2001.

VALANDRO, Serafim; PATERNOT, Prosper Jean. As ações preferenciaes nas sociedades anônomas: representação apresentada ao ministro do commercio pela Associação Commercial e pela Associação Bancária. *Jornal do Commercio*, Rio de Janeiro, ano 104, n. 310, pp. 3-4, 30 de dez. de 1931.

VALENTI, Graziella. Bolsa quer atrair IPO de empresas de tecnologia. *Valor Econômico*, São Paulo, ano 19, n. 4533, 27 de jun. de 2018. Finanças, p. C8.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações: comentários ao decreto-lei nº. 2.627, de 26 de setembro de 1940, v. 1 (Arts. 1º a 73)*. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

_____. *Sociedades por ações: comentários ao decreto-lei nº. 2.627, de 26 de setembro de 1940, v.2 (Arts. 74 a 136)*. Rio de Janeiro: Forense, 1959a.

VAZ, Isabel. *Direito econômico das propriedades*. Rio de Janeiro: Forense, 1993.

VEBLEN, Thorstein. *Absentee ownership and business enterprise in recent times: the case of America*. New York: B.W. Huebsch, 1923.

_____. The beginnings of ownership. *American Journal of Sociology*, v. 4, n. 3, pp. 352-365, nov. 1898.

_____. *The theory of business enterprise*. New York: Charles Scribner's Sons, 1904.

VELASCO, Julian. The enduring illegitimacy of the poison pill. *The Journal of Corporation Law*, v. 27, n. 3, pp. 381-423, 2002.

VENTURA, Raúl. *Estudos vários sobre sociedades anônimas: comentário ao Código das Sociedades Comerciais*. Coimbra: Almedina, 1992.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Direito comercial: sociedade por ações*, v. 3. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

VILELA, Renato. *Conflito de interesses nas companhias: reflexões sobre as transações entre partes relacionadas pós IFRS*. São Paulo: Almedina, 2017.

VILLALONGA, Belen; AMIT, Raphael. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*. v. 80, n. 2, pp. 385-417, maio 2006.

VOLKOV, Shulamit. *Walther Rathenau: Weimar's Fallen Statesman*. New Haven: Yale University Press, 2012.

WALD, Arnaldo. Da caracterização da alienação de controle. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 10, n. 38, pp. 189-203, out./dez., 2007.

_____. Do regime jurídico do usufruto de cotas de sociedade de responsabilidade limitada e de ações de sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano 29, n. 77, pp. 5-14, jan./mar. 1990.

_____. O governo das empresas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 5, n. 15, p. 53-78, jan./mar., 2002.

WALDRON, Jeremy. *The right to private property*. Oxford: Clarendon Press, 1988.

WEBER, Max. *Economy and society: an outline of interpretive sociology*. Berkeley: University of California Press, 1978.

WEN, Tian. You can't sell your firm and own it too: disallowing dual-class stock companies from listing on the Securities Exchanges. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 162, n. 6, pp. 1495-1516, 2014.

WENGENROTH, Ulrich. História do empreendedorismo: a Alemanha a partir de 1815. In: LANDES, David; MOKYR, Joel; BAUMOL, William. *A origem das corporações: uma visão histórica do empreendedorismo da Mesopotâmia aos dias atuais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

WEYGANDT, Jerry J.; KIMMEL, Paul D.; KIESO, Donald E. *Managerial Accounting: tools for business decision making*. Hoboken: John Wiley & Sons, 2018.

WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht: ein Lehrbuch des Unternehmens – und Verbandsrechts*. Band 1 – Grundlagen. München: Beck, 1980.

WILLIAMSON, Oliver E. *The mechanisms of governance*. Oxford: Oxford University Press, 1996.

WINDEN, Andrew William. Sunrise, sunset: an empirical and theoretical assessment of dual-class stock structures. *Columbia Business Law Review*. n.3, pp. 852-951, 2018.

WOLFE, Joel. *Autos and progress: the Brazilian search for modernity*. Oxford: Oxford University Press, 2010.

YOUNG, George F. W. Los bancos alemanes y la inversión directa alemana en América Latina, 1880-1930. In: MARICHAL, Carlos. *Las inversiones extranjeras en América Latina, 1850-1930: nuevos debates y problemas en historia económica comparada*. Cidade do México: El Colegio de México, 1995.

ZAHN, Joachim. Die Gesamtverantwortung des Unternehmers. In: *Das Unternehmen in der Gesellschaft*. Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler: Wiesbaden, 1974.

ZANINI, Carlos Klein. *A poison pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos: Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros, 2011.

ZEITLIN, Maurice. Corporate ownership and control: the large corporation and the capitalist class. *American Journal of Sociology*, v. 79, n. 5, pp. 1073-1119, Mar. 1974.

ZUBOFF, Shoshana. *A era do capitalismo de vigilância: a luta por um futuro humano na nova fronteira do poder*. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2021.