

48

AGO/SET
2022

REVISTA BRASILEIRA DE
**DIREITO
COMERCIAL**

EMPRESARIAL, CONCORRENCIAL
E DO CONSUMIDOR

LEX MAGISTER



IASP

INSTITUTO DOS ADVOGADOS
DE SÃO PAULO

Revista Brasileira de Direito Comercial Empresarial, Concorrencial e do Consumidor

Ano VIII – Nº 48

Ago-Set 2022

Editor

Fábio Paixão

Coordenação Científica

Fábio Ulhoa Coelho – Ives Gandra da Silva Martins

Maurício Prazak – Newton De Lucca

Conselho Editorial

Alberto Camiña Moreira – Alfredo de Assis Gonçalves Neto – Ana Frazão

Armando Luiz Rovai – Clovis da Gama Malcher Filho – Ivo Waisberg

José Anchieta da Silva – Rachel Sztajn – Uinie Caminha

Colaboradores deste Volume

Aline Cavalcante de Souza Sanches – Ana Clara Jansen

Ana Regina Campos de Sica – Bruno Bragheto da Silva – Carlos Eduardo Montes Netto

Carmen Aparecida Ortola Jorge de Souza – Cecília Patrícia Mattar

Cláudia Mara de Almeida Rabelo Viegas – Danilo Henrique Nunes

Ives Gandra da Silva Martins – João Pedro Algarte Domenes Ferreira

Luis Henrique de Menezes Acioly – Marcelo Negri Soares – Maurício Ávila Prazak

Nicholas Furlan Di Biase – Robert Wagner Conceição Simões

Revista Brasileira de Direito Comercial, Empresarial, Concorrencial e do Consumidor

Publicação bimestral da Editora Magister à qual se reservam todos os direitos, sendo vedada a reprodução total ou parcial sem a citação expressa da fonte.

A responsabilidade quanto aos conceitos emitidos nos artigos publicados é de seus autores.

Artigos podem ser encaminhados para o e-mail: editorial@editoramagister.com.br. Não devolvemos os originais recebidos, publicados ou não.

As íntegras dos acórdãos aqui publicadas correspondem aos seus originais, obtidos junto ao órgão competente do respectivo Tribunal.

Esta publicação conta com distribuição em todo o território nacional.

A editoração eletrônica foi realizada pela Editora Magister, para uma tiragem de 5.000 exemplares.

Revista Brasileira de Direito Comercial, Empresarial, Concorrencial e do Consumidor

v. 1 (out./nov. 2014)-.- Porto Alegre: Magister, 2014

Bimestral

v. 48 (ago./set. 2022)

ISSN 2359-1137

1. Direito Comercial – Periódico. 2. Direito Concorrencial – Periódico.
3. Direito do Consumidor – Periódico.

CDU 347.7(05)

CDU 346.1(05)

CDU 347.451.031(05)

Ficha catalográfica: Leandro Augusto dos S. Lima – CRB 10/1273

Capa: Apollo 13

Editora Magister

Diretor: Fábio Paixão

Alameda Coelho Neto, 20
Boa Vista – Porto Alegre – RS – 91340-340

Sumário

Doutrina

1. Aprovação do Plano de Recuperação Judicial e a Abusividade do Direito de Voto na Assembleia Geral de Credores
Daniilo Henrique Nunes, Carlos Eduardo Montes Netto e Bruno Braghetto da Silva 5
2. Ação Renovatória de Locação sob a Ótica da Análise Econômica do Direito
Maurício Ávila Prazak, Marcelo Negri Soares e Aline Cavalcante de Souza Sanches .. 29
3. O Voto Plural Brasileiro na Lei nº 6.404/76
Nicholas Furlan Di Biase e Ana Clara Jansen 58
4. A Transformação do Clube em Sociedade Anônima de Futebol e seus Efeitos Jurídicos em Relação aos Credores
Cláudia Mara de Almeida Rabelo Viegas 82
5. A Importância do Princípio *Kompetenz-Kompetenz* na Arbitragem
João Pedro Algarte Domenes Ferreira e Maurício Ávila Prazak 103
6. Um Panorama sobre o Custo do Litígio: como Minimizar o Custo Social do Processo Estatal
Cecília Patrícia Mattar 120
7. Direitos de Propriedade: uma Breve Análise da Eficiência de sua Transação à Luz da Análise Econômica do Direito
Robert Wagner Conceição Simões e Carmen Aparecida Ortola Jorge de Souza 149
8. Reflexões sobre a Utilização da Inteligência Artificial e Algoritmos nas Relações Consumeristas à Luz da Lei Geral de Proteção de Dados
Luis Henrique de Menezes Acioly..... 165

Opinião Legal

1. Associação de Direito Privado sem Fins Lucrativos Dedicada Principalmente à Educação. Constituição de Fundo Patrimonial para Apoiar Instituições de Direito Privado. Imunidade de Impostos (Art. 150, IV, C) e de Contribuições Sociais (Art. 195, § 7º, da CF). Receitas Revertidas Integralmente para suas Finalidades Institucionais. Gerir Fundo Patrimonial Não Descaracteriza a Natureza da Entidade nem a sua Imunidade. Permanência na Observância das Condições do Art. 14 do CTN. Jurisprudência do STF. Lei Complementar nº 187/2021
Ives Gandra da Silva Martins e Ana Regina Campos de Sica 188

O Voto Plural Brasileiro na Lei nº 6.404/76

NICHOLAS FURLAN DI BIASE

*Mestrando em Direito de Empresa e Atividades Econômicas
pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ;
Bacharel em Direito pela UERJ; Advogado;
e-mail: nicholasfurlan@gmail.com.*

ANA CLARA JANSEN

*Bacharela em Direito pela Fundação Getúlio Vargas – FGV
Direito Rio; Advogada; e-mail: ana.jansen@gmail.com.*

RESUMO: O voto plural consiste em técnica de organização do poder de controle nas sociedades anônimas, por meio da qual se permite que determinada(s) classe(s) de ações atribua(m) aos seus titulares mais de um voto por cada ação. Durante quase 90 anos (desde 1932), o voto plural foi expressamente vedado no Brasil. Apenas em 2021 – em cenário no qual se buscava tornar o mercado de capitais brasileiro mais atrativo e diante de críticas de especialistas, que evidenciavam a inocuidade da vedação – o voto plural passou a ser admitido no país. Nesse cenário, o presente trabalho tem por objetivo, sem qualquer pretensão de ser exaustivo, a análise dos principais aspectos jurídicos do voto plural no Brasil, conforme instituído pela Lei nº 14.195/2021, ao alterar a Lei nº 6.404/76. Será apresentado histórico do instituto no país em que sua utilização é a mais disseminada: os Estados Unidos da América. Ainda com base na experiência estrangeira, são apresentados os principais argumentos a favor e contrários à utilização do voto plural, bem como os mecanismos mais utilizados para mitigar efeitos negativos do instituto. Finalmente, analisa-se propriamente o voto plural na legislação brasileira (sua evolução e disciplina atual).

PALAVRAS-CHAVE: Direito Societário. Sociedades Anônimas. Voto Plural. Ações. Poder de Controle.

SUMÁRIO: Introdução. 1 Histórico do Voto Plural: a Experiência Norte-Americana. 2 Argumentos Favoráveis e Contrários ao Voto Plural; 2.1 Argumentos Favoráveis ao Voto Plural; 2.2 Argumentos Contrários ao Voto Plural. 3 Mecanismos de Mitigação de Efeitos Negativos Relacionados ao Voto Plural. 4 O Voto Plural no Ordenamento Jurídico Brasileiro; 4.1 Breve Histórico Legislativo e das Razões que Levaram à Adoção do Voto Plural no Brasil; 4.2 O Voto Plural na Lei Brasileira; 4.2.1 Características Gerais do Voto Plural no Brasil; 4.2.2 Formalidades para Emissão de Ações com Voto Plural; 4.2.3 Deliberações às quais o Voto Plural se Aplica ou Não se Aplica; 4.2.4 As *Sunset Provisions* Brasileiras; 4.2.5 Operações Societárias Vedadas; 4.2.6 Ponto para Discussão: Voto Plural em Sociedades Limitadas? Conclusões. Referências.

Introdução

Em 2011, o jornalista Andrew Hill escreveu no Financial Times que “a vantagem de uma estrutura de voto plural é que ela protege a administração-empresendedora das demandas dos demais acionistas. A desvantagem de uma estrutura de voto plural é que ela protege a administração-empresendedora das demandas dos demais acionistas” (HILL, 2011; tradução livre).

O trecho acima transcrito demonstra a complexidade da matéria. Os mesmos argumentos que, para alguns, servem para justificar a pertinência de se permitir que companhias adotem voto plural, para outros representam malefícios do instituto jurídico, a justificar sua proibição.

Tanto é assim que, no Brasil, o voto plural foi expressamente proibido por força de Lei durante quase 90 anos. Apenas em 2021 – em cenário no qual buscava-se tornar o mercado de capitais brasileiro mais atrativo e diante de críticas de especialistas que evidenciavam a inocuidade da vedação – a proibição foi revogada.

Essa revogação, contudo, veio acompanhada de uma disciplina legal relativamente detalhada do voto plural, estabelecendo-se balizas impositivas para a utilização do instituto.

A existência dessa disciplina e seu conteúdo são objeto de discussões. Deveria a Lei ter se limitado a autorizar a adoção do voto plural, deixando maiores detalhes quanto a sua utilização a cargo dos acionistas, no exercício da autonomia privada? Ou andou bem o legislador ao positivar determinados mecanismos de mitigação de efeitos adversos do voto plural já muito discutidos na doutrina estrangeira?

Nesse cenário, o presente trabalho tem por objetivo, sem qualquer pretensão de ser exaustivo, a análise dos principais aspectos jurídicos do voto plural no Brasil, conforme instituído pela Lei nº 14.195/2021, ao alterar a Lei nº 6.404/76 (a “Lei das S.A.”).

Para tanto, inicialmente, será apresentado histórico do instituto no país em que sua utilização é a mais disseminada: os Estados Unidos da América. Ainda com base na experiência estrangeira, são apresentados os principais argumentos a favor e contrários à utilização do voto plural, bem como os mecanismos mais utilizados para mitigar efeitos negativos do instituto. Na sequência, trata-se propriamente do voto plural na legislação brasileira (sua evolução e disciplina atual). Por fim, são apresentadas as conclusões do trabalho.

1 Histórico do Voto Plural: a Experiência Norte-Americana

O estudo do instituto do voto plural passa necessariamente pela análise das chamadas *dual-class shares* (DCS), existentes nos Estados Unidos da América – EUA¹. *Dual-class shares*, em sua acepção mais ampla, são ações de mesma espécie, mas de classes distintas. Por serem de diferentes classes, permite-se que as ações confirmem aos seus titulares direitos também distintos.

As principais discussões decorrentes das DCS, na realidade, dizem respeito às chamadas *dual-class common shares*. São ações ordinárias que atribuem direitos políticos distintos aos seus titulares (FISCHEL, 1987, p. 119). Tal ressalva é importante, pois as *dual-class shares* que interessam à matéria do voto plural não se confundem com ações preferenciais (PEREIRA CALÇAS et al., 2021, p. 8), que, a despeito de poder atribuir aos seus titulares direitos políticos distintos dos conferidos pelas ações ordinárias, têm como racional a “compensação” desse aspecto com a concessão de benefícios patrimoniais aos acionistas (as “preferências”).

Também não são todas as *dual-class common shares* que interessam às discussões envolvendo o voto plural, mas tão somente aquelas cujas classes se diferenciem em razão do número de votos que conferem aos acionistas.

Feitos esses esclarecimentos, importante registrar que o histórico legislativo estadunidense no tratamento das *dual-class shares* sempre foi de substancial liberdade. As Leis societárias – que lá são de competência dos Estados federados – permitem que os estatutos sociais das companhias contenham disposições que excepcionem o regime legal do *one share, one vote* (BAINBRIDGE, 1991, p. 12-13).

Coube, então, às bolsas de valores dos EUA assumirem o protagonismo das discussões sobre a admissibilidade e higidez do voto plural naquele país.

Foi na década de 1920 que as estruturas envolvendo *dual-class shares* começaram a se popularizar nos EUA, tanto por meio da realização de *Initial Public Offerings* – IPOs, com emissão de diferentes classes de ações, quanto a partir de operações de reformulação da estrutura acionária de companhias já listadas. Exemplos de companhias que adotaram DCS nessa época foram a Dodge Brothers Company (do setor automobilístico) e a Industrial Rayon (do setor têxtil) (LOWENSTEIN, 1989, p. 982).

1 Por uma questão metodológica, no tocante a experiências estrangeiras sobre o tema, o presente estudo limitar-se-á ao Direito norte-americano. Sem prejuízo de sua importância histórica e comparativa, entende-se que outras experiências, especialmente de países europeus, possuem características muito distintas do tratamento do voto plural brasileiro, pouco acrescentando para este trabalho. Sobre o voto plural em países europeus, ver, dentre todos: VENTORUZZO, 2015; FERRARINI, 2015; e MONDUZZI, 2016.

Esse movimento gerou reações imediatas e negativas de investidores e especialistas, bem como do Congresso Nacional e da Presidência dos EUA. Diante do receio de que poderia sofrer eventual intervenção federal, em 1926, a New York Stock Exchange – NYSE adotou uma política interna de não admitir a listagem de companhias que adotassem *dual-class shares* diferenciadas em razão do voto (LOWENSTEIN, 1989, p. 982).

Essa política permaneceu relativamente inalterada até a década de 1980, quando a adoção de *dual-class shares* se popularizou novamente como medida defensiva às tomadas hostis de controle. A NYSE, então, passou a enfrentar a crescente concorrência de outras bolsas de valores que não impunham restrições à listagem de companhias que adotassem o voto plural, como a National Association of Securities Dealer Automated Quotation System – NASDAQ e a American Stock Exchange – AMEX (BEBCHUK; KASTIEL, 2017, p. 596). Por essa razão, a NYSE demonstrou a intenção de alterar suas políticas de listagem, permitindo que companhias já listadas adotassem estruturas com *dual-class shares* (CONDON, 2018, p. 346).

Como reação à pretensão da NYSE, a U.S. Securities and Exchange Commission – SEC (entidade equivalente à Comissão de Valores Mobiliários – CVM nos EUA), em tentativa de padronizar a disciplina do tema para todas as bolsas de valores, editou a *Rule 19c-4*, em 1988, impedindo que companhias abertas emitissem mais de uma classe de ações ordinárias com objetivo de restringir o direito de voto de outra classe².

Menos de dois anos após a sua edição, a *Rule 19c-4* foi anulada judicialmente, sob o fundamento de que a SEC tinha extrapolado sua competência regulatória (CONDON, 2018, p. 347-348). Diante disso, retornou-se ao regime de ampla liberdade legislativa e regulatória para as companhias definirem suas próprias estruturas de voto, com restrições impostas apenas pela autorregulação das próprias bolsas de valores.

O tema das *dual-class shares* voltou a ser debatido nos EUA a partir dos anos 2000, em razão do aumento de *IPOs* e listagens de companhias atuantes no ramo da tecnologia. Nesse setor, a influência da visão dos fundadores é compreendida como determinante na gestão dos negócios e para o desenvolvimento da companhia. E esse é o entendimento não apenas dos próprios fundadores, mas também de diversos investidores, que muitas vezes optam

2 “§ 240.19c-4 Governing certain listing or authorization determinations by national securities exchanges and associations. (...) (a) The rules of each exchange shall provide as follows: No rule, stated policy, practice, or interpretation of this exchange shall permit the listing, or the continuance of the listing, of any common stock or other equity security of a domestic issuer, if the issuer of such security issues any class of security, or takes other corporate action, with the effect of nullifying, restricting or disparately reducing the per share voting rights of holders of an outstanding class or classes of common stock of such issuer registered pursuant to section 12 of the Act. (...)”

por adquirir ações de determinada companhia com base em características pessoais de seus controladores e principais executivos (KRAAKMAN et al., 2018, p. 170).

Por conseguinte, a adoção do voto plural por meio de estrutura de *dual-class shares* consiste em uma forma eficiente de perpetuar o controle sobre a companhia, sem que o direito de voto tenha que guardar proporção com o capital investido pelo controlador.

Esse novo ciclo do voto plural nos EUA nunca esteve imune a críticas. Muito pelo contrário: determinados episódios ensejaram debates acerca da necessidade de o país adotar regras impositivas para limitar a liberdade de utilização do voto plural.

O exemplo mais comentado decorreu da oferta pública inicial de ações (IPO) da Snap, Inc., companhia proprietária da rede social Snapchat. Na oferta, realizada em 2017, a companhia arrecadou US\$ 3,4 bilhões mediante a emissão de mais de 200 milhões de ações ordinárias sem direito a voto (LUND, 2019, p. 690). Com essa estrutura acionária, seus fundadores mantiveram mais de 88% dos votos nas deliberações da companhia, mesmo com o reduzido capital próprio investido.

Embora o voto plural seja prática comum nos EUA, a emissão de ações ordinárias completamente desprovidas do direito de voto não foi bem-vista pelo mercado e gerou intenso debate. Inclusive, como reflexo desse evento, a Standard & Poor's e a FTSE Russell anunciaram que não mais contemplariam companhias que adotassem *dual-class shares* na composição de seus índices (CAMBERVIEW PARTNERS, 2017).

2 Argumentos Favoráveis e Contrários ao Voto Plural

2.1 Argumentos Favoráveis ao Voto Plural

Os professores Zohar Goshen e Assaf Hamdani desenvolveram teoria segundo a qual o “empreendedor” (por exemplo, o fundador ou acionista controlador de uma companhia) possui determinada visão e estratégia de negócios que ele genuinamente acredita que, caso sejam seguidas, podem levar os investidores da companhia a retornos acima do mercado. Esse valor subjetivo que o empreendedor dá à sua própria estratégia é designado “visão idiossincrática do empreendedor” (*entrepreneur's idiosyncratic vision*) e pode ser resumido da seguinte forma:

“Our analysis of the value of control starts with an entrepreneur who has a business idea. This idea can be an invention of a new product, but it does

not have to be an invention or a discovery. It can be an innovative method of marketing an existing product, capitalizing on a new market niche, motivating employees, creating an optimal capital structure, or utilizing new sources of capital. The entrepreneur might, of course, eventually be proven wrong about her idea. What matters for our analysis, however, is that the entrepreneur genuinely believes that successful implementation of the idea will produce an above-market rate of return on the total resources invested in the business (i.e., money, time, and effort). Think of an entrepreneur opening a shoe store on a street where ten other shoe stores already exist because she believes she can do better than the competitors.

We refer to the entrepreneur’s belief that a proper implementation of her strategy will produce above-market returns as her idiosyncratic vision. The entrepreneur’s idiosyncratic vision can relate to the business idea itself or the entrepreneur’s belief in her unique ability to execute it.” (GOSHEN; HAMDANI, 2016, p. 577-578)

A visão idiossincrática do empreendedor, contudo, pode não ser necessariamente a mesma dos investidores do mercado. Divergências podem ocorrer, por exemplo, quando o empreendedor pretende implementar estratégia de longo prazo, com reinvestimento de recursos, enquanto os demais acionistas têm interesse no pagamento de dividendos em relativo curto prazo.

Nesse cenário, o voto plural permite que determinada pessoa mantenha o controle político e prevaleça nas deliberações da companhia ainda que não possua titularidade da maioria das ações. A depender da estrutura de voto plural adotada, é possível que o controle sobre uma companhia seja exercido a partir da titularidade de um número extremamente reduzido de ações. Logo, a utilização de DCS consiste em forma eficiente de assegurar que o fundador ou controlador possua liberdade para implementar sua visão idiossincrática.

Esse aspecto é visto por alguns especialistas como uma consequência positiva decorrente da adoção do voto plural, especialmente em companhias nas quais são relevantes as habilidades da pessoa do fundador-controlador (FISCHEL, 1987, p. 137-138). Afinal, entende-se que nenhum investidor está obrigado a adquirir ações de uma determinada companhia: caso discordem da adoção do voto plural ou da visão do controlador, poderiam apenas não comprar as ações (ou aliená-las em mercado).

Tome-se como exemplo do exposto acima a aquisição da rede social Instagram pela Facebook Inc., em 2012, por US\$ 1 bilhão. À época, a decisão foi controversa, mas o controlador da companhia optou por seguir em frente, resguardado pela estrutura de *dual-class shares*. O resultado dessa decisão foi que, em 2018, o Instagram já era avaliado em US\$ 100 bilhões (SIMON, 2021).

Outro benefício apontado em companhias que adotam voto plural consiste, por si só, no fato de a companhia possuir um acionista controlador. Segundo anotam Ronald J. Gilson e Alan Schwartz, a figura ativa de um controlador amplifica a fiscalização exercida sobre a administração, pois acionistas minoritários, sem participação relevante na companhia, não teriam incentivos suficientes para direcionar seus recursos e esforços à fiscalização da administração (GILSON; SHWARTZ, 2012, p. 15).

Obviamente que, em uma estrutura *one share, one vote*, o incentivo de fiscalização do controlador é o maior possível: além do controle, ele assume relevantes riscos de capital investido. Contudo, conforme raciocinam Lucian Bebchuk e Kobi Kastiel, há casos em que possuir a maioria das ações de uma companhia é inviável em razão dos riscos ou custos envolvidos, situações nas quais “a dual class structure would facilitate retaining a controlling hare holder structure and there by enable the controller too verse and limit the power of the managers” (BEBCHUK; KASTIEL, 2017, p. 613).

Finalmente, um último benefício que decorre do voto plural, embora de pouca aplicação prática no Brasil, consiste na proteção dos controladores de companhias abertas contra tomadas hostis de controle (*hostile take overs*). Essa proteção ocorre principalmente por duas razões: (i) em primeiro lugar, é comum que os estatutos sociais de companhias que adotam o voto plural prevejam a perda dessa característica em caso de transferência das ações por quem as possua; e (ii) ações beneficiadas pelo voto plural não estão disponíveis no mercado para livre aquisição (NASCIMENTO, 2019, p. 231).

2.2 Argumentos Contrários ao Voto Plural

Em linha com palavras de Andrew Hill mencionadas na introdução, a utilização do voto plural para fins de perpetuação do empreendedor no controle da companhia, ainda para que possa implementar sua visão idiossincrática, é interpretada negativamente por determinados autores, naquilo que entendem como sendo caso de “entrincheiramento”.

Isso, porque a titularidade de ações com voto plural permite que o administrador indicado pelo controlador tome decisões sem risco de sofrer a mais efetiva reação do descontentamento dos investidores: sua destituição (desde que, é claro, esteja alinhado com o controlador).

Outro malefício do voto plural decorre do “fator tempo”. Os professores Bebchuk e Kastiel possuem estudo demonstrando que companhias que não “ventilam” sua administração por longos períodos tendem a ter queda de desempenho (BEBCHUK; KASTIEL, 2017, p. 603-604); ou seja, a visão

idiossincrática do empreendedor e suas habilidades podem ser extremamente benéficas em um momento, mas, anos mais tarde, pode ser que estejam ultrapassadas.

Um caso elucidativo dos aspectos negativos acima mencionados ocorreu nos anos 1990, na Viacom Inc. Seu controlador e principal administrador, Sumner Redstone, foi responsável por um verdadeiro *turn around* da companhia a partir daquela década, perpetuando-se no controle mediante titularidade de *dual-class shares*. Contudo, em 2016, foi alvo de processo judicial no qual se alegou que sofria de graves questões físicas e mentais, são conseguindo sequer responder perguntas simples. Discutiu-se, à época, que ele estaria entrincheirado na administração da Viacom (CONDON, 2018, p. 352-354).

Além disso, controladores que exercem a administração das companhias muitas vezes recebem outros benefícios privados, como elevadas remunerações, gratificações por desempenho, *stock options* e, até mesmo, têm a possibilidade de realização de transações com partes relacionadas (GOSHEN; HAMDANI, 2016, p. 581-582). Logo, teriam menos incentivos para distribuir dividendos, em prejuízo dos demais acionistas.

Um último argumento contrário ao voto plural é o de que, com sua implementação, o direito de voto deixa de guardar proporcionalidade com o risco financeiro assumido pelo controlador (*i.e.*, ao capital por ele investido na companhia) (BEBCHUK; KASTIEL, 2017, p. 621). Assim, o eventual insucesso de decisões tomadas pela administração por ele indicada tem, sob um aspecto financeiro, impacto substancialmente menos relevante do que teria se fosse adotada estrutura de “uma ação, um voto”.

3 Mecanismos de Mitigação de Efeitos Negativos Relacionados ao Voto Plural

Cada vez mais, ao sopesar os benefícios e malefícios do voto plural, os legisladores de diferentes jurisdições têm entendido ser pertinente sua liberação. Contudo, da mesma forma que se discute *se* o voto plural deve ser proibido, nos casos em que se entende que não, surge a discussão sobre *como* liberar o voto plural.

Diante das críticas acadêmicas ao modelo norte-americano, de considerável liberdade no tratamento do tema, especialistas apresentam mecanismos que permitem mitigar os efeitos negativos decorrentes do voto plural.

Um primeiro mecanismo que cumpre essa função consiste nas chamadas *sunset provisions*, entendidas como gatilhos que, uma vez acionados, acarretam a perda do benefício do voto plural (CONDON, 2018, p. 363). Em

linguagem jurídica, consistem em condições resolutivas ou termo. Em caso de ocorrência do evento (no caso das *event-based sunset provisions*) ou advento do termo final (nas *time-based sunset provisions*), a ação antes agraciada com voto plural passa a conferir apenas um voto ao seu titular.

Na literatura especializada, muito se discute sobre qual seria o prazo adequado para vigência do voto plural, normalmente se concluindo como sendo algo entre cinco e dez anos (BEBCHUK; KASTIEL, 2017, p. 629). No tocante aos eventos que devem ensejar a perda do voto plural, são usualmente apontados exemplos como (i) a morte ou a incapacidade do controlador; (ii) a alienação de ações pelo controlador a terceiros; e (iii) a renúncia do controlador ou pessoa por ele indicada ao cargo de Diretor, dentre outros (CFA INSTITUTE [EUA], 2018, p. 60).

Obrigações relacionadas à adoção de boas práticas de governança corporativa também são consideradas como aptas a mitigar efeitos negativos da adoção do voto plural (CFA INSTITUTE [EUA], 2018, p. 69-72). São exemplos de tais obrigações a vedação a que uma mesma pessoa acumule os cargos de presidente do conselho de administração e principal executivo da companhia; e a exigência de que membros independentes integrem a administração da companhia.

Vale mencionar, ainda, a imposição de limites ao número máximo de votos conferidos por cada ação. Conforme visto acima, nos EUA, há situações em que as ações com voto plural conferem dezenas ou centenas de votos ao acionista; ou, ainda, casos em que são emitidas ações ordinárias sem direito a voto.

Entende-se que a imposição de um limitador assegura minimamente a correlação entre capital investido, riscos assumidos e controle da companhia. Do contrário, o titular de ações com voto plural poderia se perpetuar no controle com investimento que representasse parcela ínfima do capital social da companhia.

Em sentido semelhante, recomenda-se que seja proibida a emissão de ações ordinárias sem direito a voto (que não se confundem com ações preferenciais sem direito a voto) e que companhias cujas ações já estejam listadas não possam adotar o voto plural (BLANCHET et al., 2021).

Finalmente, vai se consolidando a concepção de que determinadas matérias devem ser sempre submetidas a uma regra de “um voto por ação”, mesmo em companhias que adotem o voto plural. Exemplos de matérias que se enquadram nessa lógica são as deliberações sobre realização de transações com partes relacionadas ao controlador, eleição e destituição de membros

independentes da administração, dissolução da companhia, escolha de seu auditor independente e abertura ou fechamento de capital (CFA INSTITUTE [EUA], 2018, p. 69-72).

4 O Voto Plural no Ordenamento Jurídico Brasileiro

4.1 Breve Histórico Legislativo e das Razões que Levaram à Adoção do Voto Plural no Brasil

Antes de 1932, a legislação societária brasileira não se ocupava do tema do voto plural (COELHO, 2020, p. 92). Naquele ano, foi editado o Decreto nº 21.536/1932, que ganhou notoriedade por prever a possibilidade de sociedades anônimas emitirem ações preferenciais sem direito a voto. Em seu art. 1º, § 4º, foi inserida a expressa disposição: “é vedado o voto plural”.

A exposição de motivos do Decreto nº 21.536/1932 evidenciou as razões pelas quais o voto plural foi vedado no Brasil. Considerando o instituto “inconveniente”, o legislador entendia descabido permitir uma situação na qual os acionistas titulares de ações representando a maior parte do capital social não pudessem “controlar os atos de gestão dos interesses sociais por parte da administração” (BRASIL, 1932) (ANDREI, 2019, p. 63-64).

A referida vedação foi repetida nos exatos termos no parágrafo único do art. 80 do Decreto-Lei nº 2.627/1940 (a antiga “Lei das S.A.”). Finalmente, até 2021, a Lei nº 6.404/76 continha a seguinte previsão em seu art. 110, § 2º: “é vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações”.

Em meio às discussões sobre a adoção, ou não, do voto plural no Brasil, interessante reflexão foi colocada por Fábio Ulhoa Coelho, para quem, desde a edição da Lei nº 6.404/76, a proibição do voto plural no ordenamento jurídico tinha se tornado inócua (COELHO, 2020, p. 92).

Segundo o professor, na vigência do Decreto-Lei nº 2.627/1940, a emissão de ações preferenciais sem direito a voto estava limitada à metade do capital social da companhia³. No regime da Lei nº 6.404/76, esse limite passou a ter por base o total de ações emitidas (e não mais o capital social)⁴. Como o preço de emissão das ações ordinárias e preferenciais não precisa ser o mesmo, é possível se utilizar dessa particularidade para permitir que o controlador mantenha sua posição com investimento reduzido: amplia-se

3 “Art. 9º (...). Parágrafo único. A emissão de ações preferenciais sem direito de voto não pode ultrapassar a metade do capital da companhia.”

4 Na redação original da Lei nº 6.404/76: “Art. 15 (...). § 2º. O número de ações preferenciais sem direito a voto ou sujeitas a restrições no exercício desse direito, não pode ultrapassar 2/3 (dois terços) do total das ações emitidas”. Na redação atual, esse limite foi reduzido para 50% do total das ações emitidas.

o limite de emissão de ações preferenciais sem voto a partir da emissão de número elevado de ações ordinárias, adotando-se para estas últimas um baixo preço de emissão. Desse modo:

“(…) por conta da diferença no preço de emissão das ações de cada espécie (ordinárias com voto ou preferenciais sem voto), é possível a lícita e legítima concentração da totalidade do poder de tomar as decisões, numa sociedade anônima, nas mãos de um único acionista, que se responsabilizou por uma parcela diminuta dos recursos aportados no capital social dela. É esta, aliás, uma das mais importantes técnicas de ‘organização do poder de controle’.” (COELHO, 2020, p. 88-89)

Além da emissão de ações preferenciais sem direito a voto, outros arranjos societários sempre foram utilizados para fins de concentração do poder político nas companhias, como, por exemplo, a limitação do número de votos por acionista (art. 110, § 1º, da Lei das S.A.), a emissão das chamadas *golden shares* (art. 17, § 7º, da mesma Lei), disposições conhecidas como *poison pills* contidas nos estatutos sociais de companhias (NASCIMENTO, 2019, p. 186-187), e, ainda, a emissão de ações classificadas de “superpreferenciais” (EIZIRIK, 2015, p. 174).

Cristina Bezerra Casquet, em estudo a respeito das ações “superpreferenciais”, é precisa ao afirmar que existem diferentes arranjos possíveis para promover a dissociação entre propriedade e controle, de modo a permitir que um acionista detenha o controle da companhia, sem que haja correspondência com a sua participação no capital social (CASQUET, 2018, p. 14).

E o voto plural seria apenas mais um desses mecanismos, sendo considerado, inclusive, mais transparente e objetivo do que complexas estruturas adotadas por algumas companhias para organização do poder de controle (EIZIRIK et al., 2021).

O movimento acadêmico e político de críticas à proibição do voto plural foi intensificado a partir da notória internacionalização dos mercados de valores mobiliários. Diante dos avanços tecnológicos das últimas décadas, passou a ser possível – sob um ponto de vista de praticidade – que companhias atuantes em determinado país abram capital e listem ações nas bolsas de outros países, normalmente mediante a constituição de uma sociedade *holding* no país de listagem. Isso resultou em um movimento de concorrência entre bolsas de valores de diferentes países.

Por isso, os mercados de países que vedavam a adoção do voto plural passaram a enfrentar a “fuga” de companhias que pretendiam abrir capital utilizando-se do instituto para outras jurisdições que admitissem essa estrutura.

Há casos paradigmáticos nesse sentido, de repercussão internacional. Um primeiro exemplo foi o do clube de futebol Manchester United: havia expectativa de que o clube abrisse capital e listasse suas ações na Singapore Exchange – SGX, dada sua forte base de torcedores no continente asiático. Contudo, como as *dual-class shares* eram vedadas naquela jurisdição, o Manchester United optou, para poder se valer do voto plural, pela listagem na NYSE (STANTON; LAU, 2012). Outro exemplo foi o da gigante chinesa Alibaba, em 2014. Seria natural a listagem de suas ações na Hong Kong Stock Exchange. Contudo, para poder se valer do voto plural, também optou pela NYSE, naquilo que foi o maior IPO da história até aquele momento (DUNKLEY, 2018).

O Brasil não ficou imune a situações semelhantes. Pelo contrário, entre os anos de 2017 e 2021, diversas companhias brasileiras optaram por abrir capital e listar ações de suas *holdings* em bolsas de valores norte-americanas. Foram os casos de XP Inc. (XP Investimentos); Arco Platform Ltd. (Arco Educação); StoneCo Ltd. (Stone Pagamentos); e PagSeguro Digital Ltd. (PagSeguro). Embora algumas dessas companhias não tenham especificado as razões que levaram à sua listagem nos EUA, fato é que todas adotaram estrutura de *dual-class shares* naquele país.

À luz do contexto acima explicado, no dia 29 de março de 2021, foi editada a Medida Provisória nº 1.040/2021, apelidada de “MPV do ambiente de negócios” ou “MPV do *doing business*”. Em sua redação original, a referida medida provisória não tinha se ocupado do voto plural.

Foi durante a tramitação da Medida Provisória nº 1.040/2021 no Congresso Nacional que, por meio de emendas ao projeto original, o tema do voto plural entrou em pauta. Assim, com a aprovação de tais emendas e conversão da referida Medida Provisória na Lei nº 14.195/2021, o ordenamento brasileiro não só passou a admitir que sociedades anônimas adotassem estrutura com ações que atribuíssem voto plural aos seus acionistas, como também disciplinou detalhadamente o tema.

4.2 O Voto Plural na Lei Brasileira

Após a reforma promovida na Lei das S.A. pela Lei nº 14.195/2021, introduziu-se o inciso IV no art. 16 daquela primeira para permitir que as companhias emitam ações ordinárias de classes distintas, diferenciadas em função da “atribuição de voto plural a uma ou mais classe de ações, observados o limite e as condições dispostos no art. 110-A”.

Por sua vez, o novo art. 110-A, em seus parágrafos, contempla detalhada disciplina do tema, sendo seus principais aspectos analisados a seguir.

4.2.1 Características Gerais do Voto Plural no Brasil

Segundo o *caput* do art. 110-A da Lei nº 6.404/76, “é admitida a criação de uma ou mais classes de ações ordinárias com atribuição de voto plural, não superior a 10 (dez) votos por ação ordinária”.

A redação do dispositivo acima transcrito já evidencia uma primeira característica relevante do voto plural brasileiro: foi opção do legislador permitir que as companhias atribuam o voto plural a mais de uma classe de ações emitidas. Assim, as companhias podem ter uma, duas, três ou até mais classes de ações ordinárias com voto plural, inclusive atribuindo números distintos de votos por ação (*e.g.*, pode ser que a ação ordinária classe A contemple um voto por ação; a ação ordinária classe B, cinco votos por ação; e a ação ordinária classe C, dez votos por ação).

Com efeito, ao contrário do modelo estadunidense, em que, como regra geral, prestigia-se a liberdade dos acionistas na definição da estrutura das *dual-class shares* com voto plural, o legislador brasileiro positivou diversas das salvaguardas analisadas na Seção 3, estabelecendo limites e balizas aos quais as companhias que pretendem adotar o voto plural devem se adequar⁵.

Um dos limites ao voto plural impostos pela Lei nº 6.404/76 relaciona-se com o número máximo de votos que pode ser atribuído por ação. No Brasil, a opção legislativa consistiu em limitar a dez o número de votos que cada ação pode atribuir ao acionista nas deliberações (podendo esse número ser inferior, mas nunca superior a dez)⁶.

4.2.2 Formalidades para Emissão de Ações com Voto Plural

Os incisos do *caput* do art. 110-A da Lei nº 6.404/76 tratam do momento de criação das ações com atribuição de voto plural. Nas companhias fechadas, classes de ações ordinárias com voto plural podem ser criadas a qualquer tempo. Já nas companhias abertas, podem ser criadas apenas em momento anterior à negociação das ações, ou de quaisquer valores mobiliários conversíveis em ações, no mercado.

5 Essa forma de tratamento do tema, inclusive, foi objeto de críticas por parte de alguns comercialistas, como o professor Fabio Ulhoa Coelho (RAGAZZI, 2021), mas de elogios, por parte de outros, como Francisco Müssnich (MÜSSNICH, 2021a, p. 41).

6 A proporção de até dez votos por ação é usualmente adotada em outras jurisdições que passaram recentemente a permitir a emissão de ações com voto plural. Conforme anotou Francisco Müssnich: “A determinação de um teto de votos por ação é comum nas diversas jurisdições que adotam o sistema do voto plural. Em Singapura e Hong Kong, por exemplo, o limite também é de 10 votos por ação” (MÜSSNICH, 2021a, p. 42).

O momento no qual as ações com voto plural podem ser criadas é um dos temas mais controversos decorrentes da alteração legal em análise. Isso, porque a disciplina do voto plural brasileiro, como foi positivada em Lei, impede as companhias abertas com ações já listadas em bolsa de se utilizar do voto plural.

Ainda durante a tramitação da Medida Provisória nº 1.040/2021, o professor Marcelo Trindade posicionou-se no sentido de que:

“(…) a emenda parece excessivamente restritiva quando impede a criação de ações com voto plural em companhias já negociadas em bolsa. Isso inviabiliza a utilização do mecanismo por companhias abertas com ações preferenciais, cujos controladores se dispusessem a migrar para uma estrutura apenas com ações votantes, desde que retivessem o voto plural por alguns anos.” (TRINDADE, 2021)

Outro questionamento pertinente que se colocou a partir da Lei nº 14.195/2021 foi no sentido de saber se o segmento de listagem do Novo Mercado da B3 passaria a admitir ações com voto plural. Tal dúvida surge do fato de que, atualmente (abril de 2022), o Regulamento do Novo Mercado apenas exige que a companhia tenha seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias (art. 8º; B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO, 2017), não especificando que tais ações devem seguir o modelo *one share, one vote*.

Sobre essa indagação, em evento virtual promovido pela revista Capital Aberto no dia 29 de setembro de 2021, Flavia Mouta, Diretora de Emissões da B3, antecipou que o Novo Mercado foi idealizado como um segmento destinado a companhias que adotem um voto por ação, de forma que, em princípio, o Novo Mercado não admitirá a listagem de companhias com voto plural (BLANCHET et al., 2021).

Ainda sobre as formalidades para emissão de ações com voto plural, vale notar que todos os acionistas podem participar da decisão que delibera pela criação de tal classe de ações. O § 1º do art. 110-A da Lei nº 6.404/76 prevê que a criação de classe de ações desse tipo depende do voto favorável de (i) pelo menos metade do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto, e (ii) caso a companhia tenha emitido ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, pelo menos metade das referidas ações, reunidas em assembleia especial.

Esse quórum deliberativo legal pode ser majorado (mas não reduzido) por disposições estatutárias, tanto em companhias abertas quanto nas fechadas (§ 3º).

Em caso de aprovação da criação de classe de ações com atribuição de voto plural, os acionistas dissidentes terão o direito de se retirar da companhia mediante reembolso do valor de suas ações (§ 2º). Não houve detalhamento dos procedimentos relativos ao exercício do direito de retirada na hipótese específica de criação de ações com voto plural, de forma que se entende que deve ser observada a disciplina contida no art. 137 e seus parágrafos da Lei nº 6.404/76 (inclusive no tocante ao prazo para reclamação do reembolso).

O direito de retirada não poderá ser exercido, contudo, quando a criação da classe de ações ordinárias com atribuição de voto plural já estiver prevista ou autorizada pelo estatuto social. Nesse caso, o direito de retirada poderia ter sido exercido no momento em que o estatuto social foi alterado para criar ou autorizar futura criação da referida classe de ações (ainda que tais ações não tenham sido imediatamente emitidas). Assim, não poderá o acionista que se manteve inerte naquela primeira deliberação, ou que adquiriu ações da companhia em momento posterior à alteração estatutária, querer se retirar da companhia quando do evento de efetiva emissão, uma vez que conhecedor da possibilidade de futura colocação de ações com voto plural.

4.2.3 Deliberações às quais o Voto Plural se Aplica ou Não se Aplica

O § 9º do art. 110-A da Lei Societária contempla norma que objetiva auxiliar na interpretação da Lei das S.A.: “quando a lei expressamente indicar quóruns com base em percentual de ações ou do capital social, sem menção ao número de votos conferidos pelas ações, o cálculo respectivo deverá desconsiderar a pluralidade de voto”.

Cabe notar que a Lei nº 14.195/2021 alterou pontualmente diversos dispositivos da Lei nº 6.404/76, que antes faziam referência a quóruns calculados sobre o “número de ações” para ajustá-los à possibilidade de adoção do voto plural pela companhia, passando a se referir não mais ao número de ações, mas ao número de “votos conferidos por ações com direito a voto”.

São exemplos de quóruns que devem observar a eventual pluralidade de votos conferida a determinada classe de ações: (i) para instalação das assembleias gerais (art. 125); (ii) para instalação das assembleias gerais nas quais for deliberada reforma do estatuto social (art. 135); (iii) para as deliberações em geral (art. 129); (iv) para aprovação das matérias listadas no art. 136 da Lei Societária; e (v) partilha do ativo remanescente da companhia com entrega de bens aos sócios.

Por outro lado, dispositivos que não foram alterados pela Lei nº 14.195/2021 e seguem mencionando quóruns em percentuais ou frações sobre

número de ações ou sobre o capital social dizem respeito a deliberações ou exercício de direitos em relação aos quais não se aplica o voto plural.

São exemplos de matérias cujos quóruns observarão sempre a regra “*one share, one vote*”, independentemente de a companhia ter emitido ações com voto plural: (i) pedido de instalação do conselho fiscal (art. 161, § 2º); (ii) exercício do direito de eleição em separado de membro do conselho de administração (art. 141, § 4º); e (iii) requerimento de voto múltiplo (art. 141, *caput*).

Na mesma linha, o § 12 do novo art. 110-A da Lei nº 6.404/76 contempla duas novas hipóteses nas quais o voto plural não deve ser considerado. Em primeiro lugar, nas deliberações sobre as remunerações dos administradores, o que gerou críticas, inclusive no sentido de que essa disposição legal poderia comprometer a efetiva utilização do voto plural no Brasil (QUESADA, 2021). Além disso, nas decisões sobre celebração de transações com partes relacionadas que atendam aos critérios de relevância a serem definidos pela CVM⁷.

4.2.4 As *Sunset Provisions* Brasileiras

A Lei nº 14.195/2021 contemplou *sunset provisions* de observância obrigatória por parte de companhias que se valerem do instituto.

Nesse contexto, o § 7º do art. 110-A da Lei nº 6.404/76 contempla uma *time-based sunset provision*, ao estabelecer que “o voto plural atribuído às ações ordinárias terá prazo de vigência inicial de até 7 (sete) anos”. Logo, sempre deverá ser estabelecido prazo de vigência do voto plural atribuído a cada classe de ações, inicialmente equivalente ou inferior a sete anos.

O mesmo § 7º acima referido permite que essa vigência inicial seja prorrogada “por qualquer prazo”, desde que (i) sejam observadas as mesmas formalidades de aprovação aplicáveis à emissão de ações com voto plural; (ii) os titulares das ações com voto plural que se pretende prorrogar sejam excluídos da deliberação; e (iii) seja assegurado direito de retirada aos acionistas dissidentes.

Importante observar que a redação inicialmente proposta para o art. 110-A durante a tramitação da Medida Provisória nº 1.040/2021 no Congresso Nacional estabelecia que a prorrogação do prazo de vigência do voto plural poderia se dar “uma única vez, pelo mesmo prazo” (BRASIL, 2021). A alteração que resultou na redação final do § 7º do art. 110-A demonstra, portanto, que foi a intenção do legislador permitir que eventual prorrogação

7 Em 21 de dezembro de 2021, a CVM divulgou edital de audiência pública submetendo à análise dos participantes do mercado e do público em geral as hipóteses que entende que devem ser consideradas relevantes para fins de incidência do art. 110-A, § 12, inciso II, da Lei nº 6.404/76 (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2021).

do voto plural não tenha que observar o limite temporal de sete anos, e, ainda, admitir sucessivas prorrogações do voto plural.

O procedimento de prorrogação é semelhante ao de aprovação, com a diferença de que não votam os titulares das ações cujo voto plural se pretende prorrogar. Note-se que, aqui, não se trata de caso em que o voto plural é desconsiderado: os titulares das ações com voto plural são, na verdade, excluídos da deliberação, não votando nem mesmo com um voto por ação.

Disso se extrai que são justamente os acionistas titulares de ações sem voto plural (ou seja, os não controladores) que decidirão sobre prorrogar a duração do voto plural de determinada classe de ações. Na prática, tais acionistas terão que vislumbrar verdadeiras vantagens decorrentes dessa prorrogação. Do contrário, votarão no sentido de não permitir a renovação do benefício.

Um ponto a ser considerado nesse cenário é se o reembolso conferido ao acionista dissidente não pode acabar servindo como um incentivo a que ele vote contrariamente à prorrogação do voto plural de determinada classe de ações, em especial no caso de companhias que estejam vivenciando um bom momento econômico-financeiro.

Isso, porque o art. 45 da Lei nº 6.404/76 estabelece que o reembolso pago ao acionista que se retirar pode ser calculado com base no valor patrimonial da companhia, em seu valor econômico ou por outro método previsto no estatuto social. A depender desse valor, acionistas minoritários podem se aproveitar dessa oportunidade para, dissentindo da decisão, se retirar da companhia e receber seus reembolsos, mesmo em casos em que a prorrogação do voto plural seja a decisão que melhor atende ao interesse social.

Portanto, essa possibilidade deve ser objeto de atenção nos momentos em que for decidida a prorrogação do voto plural. De todo modo, sempre poderá ser aplicada a regra do art. 137, § 3º, da Lei nº 6.404/76, permitindo a reconsideração da deliberação nos casos em que a administração entenda que o “pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes que exerceram o direito de retirada porá em risco a estabilidade financeira da empresa”.

Além da *sunset provision* baseada no tempo acima analisada, os §§ 6º e 8º do art. 110-A da Lei nº 6.404/76 contemplam disposições que se caracterizam como *event-based sunset provisions*.

O mencionado § 8º contempla um rol de eventos cuja ocorrência enseja a automática conversão de ações com voto plural em ações sem voto plural, quais sejam:

a) a transferência, a qualquer título, das ações com voto plural a terceiros, exceto nos casos em que (a.1) o alienante permaneça indiretamente como único titular de tais ações e no controle dos direitos políticos por elas conferidos; (a.2) o terceiro seja titular da mesma classe de ações com voto plural a ele alienadas; ou (a.3) a transferência ocorra no regime de titularidade fiduciária para fins de constituição do depósito centralizado; ou

b) a celebração de 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.

As disposições acima demonstram que, apesar de decorrer da propriedade sobre ações de certa classe, o voto plural possui um caráter personalíssimo (MÜSSNICH, 2021a, p. 49). Esse raciocínio está em linha com o principal benefício do voto plural: permitir que o controlador implemente sua estratégia de desenvolvimento da companhia (visão idiossincrática). Por isso, admitir a livre negociação das ações com voto plural atentaria contra o racional que levou à sua criação em primeiro lugar.

Da mesma forma, possibilitar que os titulares de ações com voto plural celebrem, com titulares de ações sem voto plural, contrato ou acordo de acionistas dispondo justamente sobre o exercício do voto abriria espaço para que esse benefício fosse, por via transversa, transferido ou compartilhado com pessoas que não aquelas escolhidas pelos acionistas para recebê-lo (EIZIRIK et al., 2021). Objetivou o legislador, portanto, que os benefícios decorrentes do voto plural não sejam compartilhados com quem não seja titular das ações que lhe conferem.

Finalmente, o § 6º do art. 110-A da Lei nº 6.404/76 abre espaço para que o estatuto social da companhia preveja outros eventos que, caso verificados, acarretam o fim da vigência do voto plural da companhia (isto é, outras *event-based sunset provisions*).

4.2.5 Operações Societárias Vedadas

O art. 110-A, § 11, da Lei nº 6.404/76 veda expressamente determinadas operações societárias que envolvam companhias abertas que possuam ações negociadas em mercado, de um lado, e companhias que tenham emitido classe de ações com voto plural, de outro lado.

Nesse cenário, é vedada operação de incorporação, de incorporação de ações e de fusão de (i) companhia aberta que não adote voto plural, e cujas ações ou valores mobiliários conversíveis em ações sejam negociados em mercados organizados; (ii) em companhia que adote voto plural.

Veda-se, ainda, a operação de cisão de (i) companhia aberta que não adote voto plural, e cujas ações ou valores mobiliários conversíveis em ações sejam negociados em mercados organizados; (ii) para constituição de nova companhia com adoção do voto plural, ou incorporação da parcela cindida em companhia que o adote.

Fica evidente que as vedações acima descritas tiveram por objetivo impedir que companhias que não adotem o voto plural e já tenham ações negociadas no mercado promovam reestruturações societárias que permitam que suas ações sejam transferidas para companhia que adote o voto plural, em violação ao § 1º, II, do mesmo art. 110-A da Lei das S.A. (BLANCHET et al., 2021) (MÜSSNICH, 2021b).

Tanto é assim que as restrições do § 11 não se aplicam a companhias fechadas; nem a casos em que a operação envolver somente companhias com ações negociadas em mercado que já adotem o voto plural.

4.2.6 Ponto para Discussão: Voto Plural em Sociedades Limitadas?

Como se sabe, o art. 1.053, parágrafo único, do Código Civil permite que o contrato social preveja a regência supletiva de sociedade limitada pelas regras que regem as sociedades anônimas.

Essa regência supletiva permite que sociedades limitadas adotem, com eventuais adaptações pontuais, institutos próprios de sociedades anônimas. Ilustrativamente, já é relativamente bem aceito que sociedades limitadas nessa situação podem manter quotas em tesouraria, dividir seu capital social em quotas ordinárias e preferenciais e utilizar-se das regras da Lei das S.A. sobre órgãos administrativos, como conselho de administração e conselho fiscal⁸.

Surge, assim, o questionamento: poderiam sociedades limitadas regidas supletivamente pela Lei das S.A. emitir quotas com voto plural?

Parece não haver qualquer impeditivo de ordem legal para que os sócios de sociedade limitada deliberem por dividir seu capital social em quotas de diferentes classes, atribuindo número de votos distintos para cada classe de quotas.

Contudo, o grande desafio diante desse tema parece ser de ordem prática. Isso, porque os quóruns de deliberação previstos no Código Civil

⁸ Nesse sentido, confira-se o item 5.3 do Anexo IV (Manual de Registro de Sociedade Limitada) à Instrução Normativa nº 81/2020, editada pelo Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração: “Para fins de registro na Junta Comercial, a regência supletiva: I – poderá ser prevista de forma expressa; ou II – presumir-se-á pela adoção de qualquer instituto próprio das sociedades anônimas, desde que compatível com a natureza da sociedade limitada, tais como: a) quotas em tesouraria; b) quotas preferenciais; c) conselho de administração; e d) conselho fiscal”.

para as sociedades limitadas são, como regra geral, estabelecidos a partir de percentuais ou frações incidentes sobre o capital social da sociedade.

Basta analisar, por exemplo, os incisos I e II do art. 1.076 do Código Civil, que estabelecem quóruns de três quartos e metade do capital social para aprovação de relevantes matérias no âmbito de sociedades limitadas, como designação e destituição de administradores e alteração do contrato social.

Logo, em princípio, pouco importaria quantos votos determinada classe de quotas atribui ao seu titular. Nas sociedades limitadas, o importante é verificar quanto aquelas quotas representam do capital social (TOMAZETTE, 2021). Vale lembrar, inclusive, que o próprio § 9º do art. 110-A da Lei nº 6.404/76 especifica que, quando a lei indicar quóruns com base em percentual ou fração do capital social, o voto plural deve ser desconsiderado.

Adicionalmente, o art. 1.055 do Código Civil permite que o capital social das sociedades limitadas seja dividido em quotas “iguais ou desiguais”. Isso permite a atribuição de valores distintos às quotas nas quais o capital social de sociedade limitada se divide.

Assim, desde muito antes da introdução das disposições sobre voto plural na Lei nº 6.404/76, nas sociedades limitadas já era possível que um Sócio A, possuindo número inferior de quotas que o Sócio B, preponderasse nas deliberações: basta que as quotas de ambos sejam desiguais e que as do Sócio A tenham valor superior à do Sócio B, representando maior percentual do capital social.

Desse modo, entende-se que, em tese, as sociedades limitadas podem emitir classes de quotas que atribuam voto plural aos seus titulares, observadas as disposições da Lei nº 6.404/76 sobre o tema. Contudo, a utilidade prática do voto plural em sociedades limitadas esbarra no fato de que quóruns deliberativos relevantes de tais sociedades são calculados com base na parcela do capital social que as quotas representam.

Conclusões

O presente trabalho teve como objetivo analisar os principais aspectos jurídicos relacionados ao voto plural, conforme introduzido na Lei nº 6.404/76 pela Lei nº 14.195/2021.

Para tanto, inicialmente, foi feita breve contextualização da disciplina do tema nos EUA, demonstrando-se que, apesar de tentativas de regulamentar o voto plural no passado, atualmente o regime adotado pelo país é de ampla liberdade legal e regulatória. Não há qualquer restrição quanto à adoção do

voto plural por companhias fechadas. Por sua vez, companhias abertas com valores negociados em mercado devem observar apenas eventuais restrições impostas pela autorregulação da bolsa onde optaram por listar suas ações.

Essa forma de abordagem da matéria nos EUA não é imune a críticas. Tanto que especialistas que se ocupam do tema conseguem sistematizar argumentos contrários e favoráveis à adoção do voto plural.

Como aspectos positivos do voto plural, destaca-se (i) servir de instrumento para permitir que o acionista controlador implemente sua visão idiossincrática nos negócios da companhia; (ii) permitir que a companhia possua um acionista controlador, que possui incentivos para fiscalizar a administração; (iii) proteger os controladores da companhia contra tomadas hostis de controle; e, por que não, (iv) prestigiar a autonomia privada nas relações entre acionistas de companhias.

Por outro lado, há argumentos por meio dos quais se defende a proibição ou limitação do instituto do voto plural, tais como: (i) a afirmação de que o voto plural contribuiria para o entrincheiramento da administração da companhia; (ii) o fato de que a perpetuação de determinado grupo no controle e na administração da companhia tende a ter efeitos negativos no longo prazo; (iii) a possibilidade de que o controlador que exerce a administração da companhia receba outros benefícios privados, reduzindo seus incentivos a distribuir dividendos; e (iv) com a implementação do voto plural, o direito de voto deixa de guardar proporcionalidade com o risco financeiro assumido pelo controlador.

Nesse sentido, foram elencados alguns mecanismos estudados pela doutrina estrangeira como forma de mitigar os efeitos negativos do voto plural, inclusive a adoção de *sunset provisions*, imposição de limites ao número máximo de votos atribuídos por cada ação, adoção de boas práticas de governança corporativa e fixação de determinadas matérias que devem ser sempre submetidas à lógica de um voto por ação.

Na sequência, foi realizada análise das principais disposições do voto plural na Lei nº 6.404/76. Pode-se verificar que o objetivo do legislador não foi o de apenas revogar a proibição que vigorava desde 1932, visto que a liberação do voto plural no Brasil veio acompanhada de detalhada disciplina para sua utilização. E a análise das disposições do art. 110-A da Lei das S.A. permite concluir que essa disciplina foi inspirada nas salvaguardas discutidas pela doutrina estrangeira.

Tanto é assim que o *caput* do referido art. 110-A limita o número de votos atribuídos em dez para cada ação. Além disso, a Lei nº 6.404/76 é rigorosa quanto ao momento e as formalidades para criação de classes de ações com

voto plural, não permitindo que companhias abertas com valores mobiliários listados em bolsa as emitam, criando quórum específico para aprovação de tais emissões e permitindo o exercício do direito de retirada por parte de acionistas que discordarem da decisão.

Da mesma forma, foram estabelecidas *sunset provisions* legais, tanto baseadas no fator tempo (como vigência inicial de sete anos do voto plural, embora esse prazo seja prorrogável) quanto baseadas em eventos. Essas *sunset provisions* não podem ser afastadas por disposições do estatuto social e servem como forma de proteção dos acionistas diante da perpetuação dos controladores nessa posição, bem como evidenciam o caráter personalíssimo que o voto plural possui.

Finalmente, os parágrafos do art. 110-A da Lei nº 6.404/76 contêm outros limites à utilização do voto plural no Brasil, inclusive a previsão de operações societárias que não podem ser realizadas entre companhias com ações negociadas no mercado e companhias que adotam o voto plural; e a indicação de matérias em relação às quais o voto plural não se aplica.

Em resumo, a Lei nº 14.195/2021 representa um marco no Direito Societário do Brasil, admitindo uma nova e transparente forma de organização do poder de controle nas companhias brasileiras, em linha com movimento que se verifica em outras jurisdições. Entende-se como positiva a liberação do voto plural no Brasil, sendo essencial o acompanhamento de sua utilização por especialistas, de forma a identificar eventuais ajustes na disciplina da matéria (inclusive no sentido de reduzir as limitações legais inicialmente impostas ao instituto).

TITLE: Multiple voting rights in the Brazilian Law no. 6,404/1976.

ABSTRACT: Dual-class common shares with multiple voting rights are a technique for organizing the corporate control of corporations by means of which certain class(es) of shares grant their holders more than one vote for each share they hold. For almost 90 years (since 1932), this mechanism was expressly prohibited in Brazil. Only in 2021 – in a scenario in which the Brazilian capital market was sought to be made more attractive and due to criticism from corporate law scholars, that showed that this prohibition was meaningless – dual-class common shares with multiple voting rights became accepted in Brazil. In this scenario, this paper aims, without any claim to be exhaustive, to analyze the main legal aspects of dual-class common shares with multiple voting rights in Brazil, pursuant to the Brazilian Federal Law no. 14,195/2021, which amended the Brazilian Corporate Law (Federal Law no. 6,404/1976). We will present the institute's history in the country where its use is most widespread: the United States of America. Still based on the foreign experience, we will present the main arguments in favor and against dual-class common shares with multiple voting rights, as well as the most common safeguards used to mitigate the negative effects of this institute. Finally, we will analyze dual-class common shares with multiple voting rights according to the Brazilian Law (its evolution and current regulation).

KEYWORDS: Corporate Law. Corporations. Dual-Class Common Shares with Multiple Voting Rights. Shares. Controlling Power.

Referências

- ANDREI, Daniela Mussolini Llorca Sanchez. A vedação ao voto plural no Brasil. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, São Paulo, n. 9, p. 61-74, ago. 2019.
- B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. *Regulamento do Novo Mercado*. São Paulo, 3 out. 2017. Disponível em: [www.b3.com.br/data/files/52/01/28/EC/AA4277108F39C077AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%2003.10.2017%20\(Sancoes%20pecuniarias%202021\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/52/01/28/EC/AA4277108F39C077AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%2003.10.2017%20(Sancoes%20pecuniarias%202021).pdf). Acesso em: 30 jan. 2022.
- BAINBRIDGE, Stephen M. The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4. *Washington University Law Quarterly*. St. Louis, v. 69, n. 2, p. 565-634, jan. 1991.
- BEBCHUK, Lucian A.; KASTIEL, Kobi. The Untenable Case for Perpetual Dual-class Stock. *Virginia Law Review*. Virginia, v. 103, n. 4, p. 585-631, jun. 2017.
- BLANCHET, Richard; MOUTA, Flavia; ISPER, Brunella. **VOTO PLURAL: VALERÁ A PENA ADOTAR?**, 2021. [S.I.]: *Revista Capital Aberto*, 29 set. 2021. 1 vídeo (1h:28min). [Live]. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/conexao-capital/29-09-9h00-voto-plural-valera-a-pena-adotar/#elementor-action%3Aaction%3Dlightbox%26settings%3Dej0eXBljoidmlkZW8iLCJ2aWRlbi1R5cGUoIj2aW1lbyIsIn-VybCI6Imh0dHBzOlwvXC9wbGF5ZludmltZW8uY29tXC92aWRlbi1wvNjE4MDA5NjIzPyN0PSJ9>. Acesso em: 30 jan. 2022.
- BRASIL. Câmara dos Deputados. *Proposta de Emenda nº 17 à Medida Provisória nº 1.040/2021*. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2021. Disponível em: <https://www.congressonacional.leg.br/materias/medidas-provisorias/-/mpv/147864>. Acesso em: 30 jan. 2022.
- BRASIL. *Exposição de Motivos do Decreto nº 21.536/1932, de 15 de junho de 1932*. Diário Oficial da União: seção 1, Rio de Janeiro, p. 11.879, 21 jun. 1932.
- CALÇAS, Manoel de Queiroz Pereira; JUNQUEIRA, Ruth; CLEMESHA, Pedro Eduardo. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 92, p. 159-185, abr. 2021 (versão eletrônica).
- CAMBERVIEW PARTNERS. S&P and FTSE Russell on Exclusion of Companies with Multi-Class Shares. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. August 5, 2017. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/08/05/sp-and-ftse-russell-on-exclusion-of-companies-with-multi-class-shares/>. Acesso em: 30 jan. 2022.
- CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. *Ações Superpreferenciais: relação entre poder político e aporte econômico*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.
- CFA INSTITUTE (EUA). *Dual-class shares: the good, the bad, and the ugly*. Charlottesville: CFA Institute, 2018. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.pdf>. Acesso em: 24 jan. 2022.
- COELHO, Fábio Ulhoa. Notas sobre a proibição do voto plural. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, São Paulo, n. 12, p. 81-95, nov. 2020.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 09/2021*. Rio de Janeiro, 21 dez. 2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0921.html. Acesso em: 30 jan. 2022.
- 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*, Georgia, v. 68, p. 335-367, 2018.
- DUNKLEY, Emma. HKEX admits Alibaba forced it to rethink dual-class shares. *Financial Times*, Londres, 16 jan. 2018. Disponível em: <https://www.ft.com/content/6f0e9914-fa96-11e7-a492-2c9be7f3120a>. Acesso em: 30 jan. 2022.
- EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 1.
- EIZIRIK, Nelson; ROSMAN, Luiz Alberto; MOUTA, Flavia. *XII Seminário de Direito Empresarial*, 2021. [S.I.]: Departamento de Direito da PUC-Rio, 08 out. 2021. 1 vídeo (3h:43min). [Live]. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=PS6H-SapbYk>. Acesso em: 30 jan. 2022.

- FERRARINI, Guido. One Share – One Vote: A European Rule? *ECGI Working Paper Series in Finance*, Brussels, n. 58/2006, jan. 2015.
- FISCHEL, Daniel R. Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock. *University of Chicago Law Review*, Chicago, p. 119-152. 1987.
- GILSON, Ronald J.; SHWARTZ, Alan. Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms Versus Ex Post Transaction Review. *ECGI Working Paper Series in Finance*, Brussels, n. 194/2012, ago. 2012.
- GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Corporate control and idiosyncratic vision. *Yale Law Journal*, New Haven, v. 125, n. 3, p. 563-617, 2016.
- HILL, Andrew. Enrolment open for an MBA in Murdoch. *Financial Times*, Londres, jul. 18, 2011. Disponível em: <https://www.ft.com/content/2fda9e8e-b176-11e0-9444-00144fcab49a>. Acesso em: 30 jan. 2022.
- KRAAKMAN, Reinier et al. *Anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional*. PAR-GENDLER, Mariana (trad.). São Paulo: Singular, 2018.
- LOWENSTEIN, Louis. Shareholder Voting Rights: A Response to SEC Rule 19c-4 and to Professor Gilson. *Columbia Law Review*. New York, v. 89, n. 5, p. 979-1014, jun. 1989.
- LUND, Dorothy Shapiro. Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance. *Stanford Law Review*, Stanford, v. 71, n. 3, p. 687-745, 2019.
- MONDUZZI, Bárbara Menezes. O princípio do one share/one vote e o desprestígio das ações preferenciais: as experiências europeia e brasileira. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, v. 4, n. 17, p. 57-77, ago. 2016.
- 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 nº 6.385 e 6.404, São Paulo, v. II, p. 33-54, dez. 2021.
- MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. REUNIÃO ESPECIAL NADS&M | VOTO PLURAL, COM FRANCISCO MÜSSNICH, 2021. [S.L.]: Núcleo Acadêmico de Direito Societário e Mercado de Capitais da PUC-Rio, 05 out. 2021. 1 vídeo (1h:53min). [Live]. Disponível em: https://www.youtube.com/watch?v=eSRc_Bblfgc&t=3672s. Acesso em: 30 jan. 2022.
- NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à tomada de controle de companhias*. 2. ed. rev. atual. São Paulo: Quartier Latin, 2019.
- QUESADA, Beatriz. Por que o voto plural não vai funcionar no Brasil, segundo este advogado. *Exame Invest*, São Paulo, 17 out. 2021. Disponível em: <https://invest.exame.com/me/por-que-o-voto-plural-nao-vai-funcionar-no-brasil-segundo-este-advogado>. Acesso em: 30 jan. 2022.
- RAGAZZI, Ana Paula. Advogados criticam proposta de MP para o voto plural. *Valor Econômico*, São Paulo, 15 jun. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/06/15/advogados-criticam-proposta-de-mp-para-o-voto-plural.ghtml>. Acesso em: 30 jan. 2022.
- SIMON, Ellen. How Instagram Makes Money. *Investopedia*, Nova Iorque, 21 dez. 2021. Disponível em: <https://www.investopedia.com/articles/personal-finance/030915/how-instagram-makes-money.asp>. Acesso em: 30 jan. 2022.
- STANTON, Daniel; LAU, Fiona. P Exclusive: Manchester United drops Asia IPO for U.S. *Reuters*, Londres, 13 jun. 2012. Disponível em: <https://www.reuters.com/article/us-singapore-us-ipo-manchester-united-if-idUSBRE85C0MO20120613>. Acesso em: 30 jan. 2022.
- TOMAZETTE, Marlon; ESTEVES, Lucas Lacerda. Voto plural nas sociedades limitadas. *Portal Migalhas*, Ribeirão Preto, 7 out. 2021. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/352758/voto-plural-nas-sociedades-limitadas>. Acesso em: 24 jan. 2022.
- TRINDADE, Marcelo. Em meio ao caos, o voto plural. *Valor Investe*, São Paulo, 14 abr. 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/blogs/marcelo-trindade/coluna/em-meio-ao-caos-o-voto-plural.ghtml>. Acesso em: 30 jan. 2022.
- VENTORUZZO, Marco. The disappearing taboo of multiple voting shares. *ECGI Working Paper Series in Finance*, Brussels, n. 288/2015, maio, 2015.

Recebido em: 26.04.2022

Aprovado em: 01.09.2022