

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
DEPARTAMENTO DE DIREITO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

Leonardo Matos da Luz

**A INTRODUÇÃO DAS AÇÕES COM VOTO PLURAL FRENTE ÀS ESTRATÉGIAS
DE MITIGAÇÃO DE CONFLITO**

Florianópolis

2022

Leonardo Matos da Luz

**A INTRODUÇÃO DAS AÇÕES COM VOTO PLURAL FRENTE ÀS ESTRATÉGIAS
DE MITIGAÇÃO DE CONFLITO**

Trabalho Conclusão do Curso de Graduação em Direito
do Centro de Ciência Jurídicas da Universidade Federal
de Santa Catarina como requisito para a obtenção do
título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. André Lipp Pinto Basto Lupi

Florianópolis

2022

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Luz, Leonardo Matos da
A introdução das ações com voto plural frente às
estratégias de mitigação de conflito / Leonardo Matos da
Luz ; orientador, André Lipp Pinto Basto Lupi, 2022.
66 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro de Ciências
Jurídicas, Graduação em Direito, Florianópolis, 2022.

Inclui referências.

1. Direito. 2. Sociedades Anônimas. 3. Voto Plural. 4.
Estratégias jurídicas de mitigação de conflito. 5. Controle,
Poder de Controle. I. Lupi, André Lipp Pinto Basto . II.
Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em
Direito. III. Título.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente à minha mãe, Sirlene Cristina Matos Souza Godinho, a maior referência em todos os aspectos e sentidos da minha vida. Sem o seu amor, apoio e confiança, não seria possível atingir esta etapa da minha vida.

Teço, também, meus profundos agradecimentos aos meus pais pela educação, amor, apoio e pelos exemplos de superação, pautados, sobretudo, pelo trabalho árduo.

Agradeço sobremaneira à minha namorada Fernanda Rover, minha parceira de todas as trajetórias, com quem desejo compartilhar este e todos os demais momentos da minha vida. Teu amor e carinho são fundamentais.

À minha vó Ita, pelas rezas, pelo apoio e pela confiança em mim.

À minha irmã Gabriela Matos Godinho, a qual tenho como uma filha.

Agradeço também a todos os meus familiares que de alguma forma me incentivaram e apoiaram nesta trajetória.

Aos meus amigos, que se mantêm ao meu lado, conferindo vivências e suporte.

Também agradeço em especial ao escritório Fontes, Philippi, Calegari Advogados, por ter sido fundamental no meu aprendizado profissional e colaborado com minha formação.

Ao Prof. Dr. André Lipp Pinto Basto Lupi, agradeço pela orientação, e aos membros da banca Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto e Dr. Luiz Fernando Calegari, pelo interesse e disponibilidade de avaliarem este trabalho.

E, por fim, agradeço à Universidade Federal de Santa Catarina e a todo o corpo docente e administrativo, pelas valiosas lições.

RESUMO

O presente trabalho pretende verificar se a introdução das ações com voto plural no ordenamento societário brasileiro, com a possibilidade de se atribuir a uma única ação o direito de até 10 votos, atentou-se aos possíveis conflitos que o uso dessas ações pode desencadear especialmente na relação entre acionista controlador e investidores. Para tanto, realiza-se uma revisão bibliográfica, de metodologia dedutiva, valendo-se da abordagem da doutrina e da legislação a respeito do tema proposto. O primeiro capítulo aborda os desdobramentos históricos que moldaram as sociedades anônimas contemporâneas e fornece conceitos e características que servem de substrato para a compreensão dos demais capítulos. O segundo capítulo encarrega-se de conceituar o controle no âmbito das sociedades anônimas, bem como os principais instrumentos de alavancagem de controle utilizados no Brasil, e, ainda, com base na Teoria da Agência, apresenta-se uma breve análise das relações de interesses inerentes às companhias. Por fim, no terceiro capítulo, são abordadas as principais estratégias jurídicas de redução de conflito, subdividindo-as em estratégias regulatórias e estratégias de governança, e, em acréscimo, faz-se uma análise do novo artigo 110-A, da Lei nº 6.404/1976, que regula as ações com voto plural. O capítulo também faz uma análise crítica da utilização das ações com voto plural e aponta os dispositivos mitigadores de conflitos que foram introduzidos junto a essas ações. Como resultado, conclui-se que o voto plural veio acompanhado de importantes medidas de redução de conflitos. Porém, aponta-se que é necessário fortalecer os agentes efetivadores públicos e privados para a implementação de um mercado de capitais eficaz na proteção de investidores.

Palavras-chave: Voto plural. Conflito. Redução de Conflito. Controle. Sociedade Anônima.

ABSTRACT

The present work intends to verify whether the introduction of shares with plural vote in the Brazilian corporate system, with the possibility of attributing to a single share the right of up to 10 votes, was focused on the possible conflicts that the use of these shares can trigger, specially in the relationship between the controlling shareholder and the investors. In order to do that, a literature review has been made, based on the deductive methodology, using the approach of doctrine and legislation on the proposed theme. The first chapter addresses the historical developments that shaped contemporary corporations and provides concepts and characteristics that serve as a substrate for understanding the other chapters. The second chapter is responsible for conceptualizing control within the scope of corporations, as well as the main instruments of control leverage used in Brazil, and, in addition, based on the Agency Theory, it shows a brief analysis of the relationships inherent to the companies. Finally, at the third chapter, the main legal strategies for conflict reduction are discussed, subdividing them into regulatory strategies and governance strategies, and also brings an analysis of the new article 110-A, of Law nº 6.404/1976, which regulates shares with plural vote. The chapter also makes a critical analysis of the use of actions with plural vote and points out the conflict mitigating devices that were introduced with these actions. As a result, it is concluded that plural voting was accompanied by important measures to reduce possible conflicts. However, it is pointed out that it is necessary to strengthen public and private effective agents for the implementation of an effective capital market in the protection of investors.

Keywords: Plural vote. Conflict. Conflict Reduction. Control. Anonymous society.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Organograma da estrutura básica das companhias.....	22
--	----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Art. Artigo

B3 Brasil, Bolsa, Balcão

CVM Comissão de Valores Imobiliários

DCS Dual Class Shares

IBGC Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

LSA Lei das Sociedades por Ações

MP Medida Provisória

nº Número

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	11
2	SOCIEDADES ANÔNIMAS	13
2.1	ASPECTOS HISTÓRICOS	13
2.2	PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS	18
2.3	ESTRUTURA DE PODER E DE TOMADA DE DECISÃO	21
2.3.1	Assembleia Geral	23
2.3.2	Conselho de Administração: preponderância do controlador	25
3	O CONTROLE DAS COMPANHIAS E AS RELAÇÕES DE AGÊNCIA	29
3.1	CONCEITOS RELACIONADOS AO CONTROLE.....	29
3.1.1	Abuso do poder de controle	32
3.2	BREVE PANORAMA SOBRE A ALAVANCAGEM DE CONTROLE.....	33
3.3	TEORIA DA AGÊNCIA	35
4	O ADVENTO DAS AÇÕES COM VOTO PLURAL FRENTE ÀS ESTRATÉGIAS DE REDUÇÃO DE CONFLITOS	38
4.1	ESTRATÉGIAS DE REDUÇÃO DE CONFLITOS	38
4.1.1	Estratégias regulatórias.....	40
4.1.1.1	<i>Regras e standards</i>	41
4.1.1.2	<i>Termos de Entrada e Saída.....</i>	42
4.1.2	Estratégias de governança	44
4.1.2.1	<i>Trusteeship e recompensa.....</i>	48
4.2	PRINCIPAIS ASPECTOS DO VOTO PLURAL NO BRASIL	49
4.2.1	Das <i>sunsets clauses</i>	52
4.2.2	Das hipóteses de retirada	53
4.2.3	Das limitações impostas ao voto plural.....	54
4.3	CONSIDERAÇÕES SOBRE O VOTO PLURAL FRENTE ÀS ESTRATÉGIAS DE MITIGAÇÃO DE CONFLITOS	54

5 CONCLUSÃO	60
REFERÊNCIAS	62

1 INTRODUÇÃO

A fuga de empresas brasileiras para mercados exteriores, como Arce, Stone, Afya e XP Investimentos, suscitou debates em torno da atratividade do Brasil em termos de abertura de capital. Dentre as justificativas para acessar mercados estrangeiros em substituição ao brasileiro, a possibilidade de se manter o controle nas mãos dos fundadores, por meio da utilização de ações com voto plural, apresentou-se como importante atrativo.

Ao mesmo tempo, a facilitação e o aumento de financiamento privado em substituição ao *public equity*, por meio de agentes financiadores e fundos de *private equity*, ocasionou maior ingerência de fundos de investimentos nas deliberações sociais como contrapartida ao capital injetado, suscitando, assim, demandas por financiamentos que não ocasionem a perda do controle dos fundadores.

Nesse contexto, com a aprovação da Emenda nº 17 à Medida Provisória nº 1.040/21, usualmente chamada como “MP da Modernização do Ambiente de Negócios”, posteriormente convertida na Lei nº 14.195/21, introduziram-se no cenário brasileiro as ações com voto plural, um novo instrumento de alavancagem de controle, em que uma ação ordinária poderá ter direito até 10 votos.

Contudo, a permissão a mais um mecanismo de concentração de poder no mercado brasileiro, em que já se notam níveis elevados de concentração, implica questionamentos sobre a capacidade do arcabouço regulatório que introduziu o voto plural em lidar com os conflitos ocasionados pela dissociação entre capital social e poder político, principalmente no que tange à proteção dos investidores e acionistas não controladores.

Por conta disso, sobreleva-se a importância do estudo pormenorizado dos dispositivos que regulam as ações com voto plural e das principais estratégias jurídicas de mitigação de conflito no âmbito do Direito Societário, visto que o cenário de baixa proteção aos acionistas minoritários e de desequilíbrio estrutural mostra-se propício ao enfraquecimento do mercado e à diminuição de investimentos.

Assim, o objetivo deste trabalho é verificar se a introdução das ações com voto plural no Brasil sucedeu-se de prévia análise das possíveis divergências que esse instrumento pode ocasionar e se veio acompanhada de dispositivos que previnam conflitos. Para tal análise, abordar-se-á o tema em três capítulos, nos quais será empregada a análise bibliográfica, valendo-se da doutrina e da legislação para avançar no estudo proposto.

O primeiro capítulo se propõe a contextualizar as sociedades anônimas após uma análise histórica da evolução desse instrumento associativo, bem como as principais características das companhias modernas. Também será abordada a estrutura organizacional básica das companhias e, a partir de então, serão analisados os órgãos sociais em que se manifestam o poder e a tomada de decisão.

No segundo capítulo, partir-se-á à análise do controle e também serão feitas a contextualização e a conceituação do tema, avaliando-se as suas diferentes formas de configuração. Após esta abordagem, serão estudadas as ferramentas mais utilizadas de constituição do controle, divididas em três frentes: emissão de ações preferenciais sem direito a voto, acordos de acionistas e estruturas piramidais em grupo de sociedades. Feita a análise, tentar-se-á compreender as relações de interesses dentro das sociedades anônimas à luz da Teoria da Agência.

Já o terceiro capítulo consistirá na exposição das estratégias jurídicas de mitigação de conflitos, subdividindo-as em estratégias regulatórias e estratégias de governança. Em seguida será analisado o novo Art. 110-A da Lei nº 6.404/1976, que traz as disposições que regulam as ações com voto plural. Diante disso, será feita a análise das salvaguardas que acompanham a introdução do voto plural no ordenamento brasileiro.

Ao final, será avaliada a importância e a efetividade das disposições trazidas no dispositivo acima mencionado, que se propõe a mitigar eventuais conflitos envolvendo a adoção do voto plural.

2 SOCIEDADES ANÔNIMAS

Para que se possa adentrar às discussões acerca do advento do voto plural frente às estratégias de redução de conflito, mostra-se imprescindível compreender a estrutura básica organizacional das companhias e o funcionamento dos órgãos onde o controle societário se manifesta.

Desse modo, mostra-se adequado destacar a evolução histórica das sociedades anônimas para fins de compreensão dos caminhos que culminaram na formatação do seu atual modelo funcional. Em um segundo momento, a abordagem dos principais conceitos relacionados às companhias proporcionará o entendimento de noções gerais imprescindíveis para o desenvolvimento do tema do presente trabalho. Por fim, uma perspectiva do funcionamento dos órgãos em que os rumos da companhia são verdadeiramente traçados é fundamental para compreensão do que é o controle societário.

2.1 ASPECTOS HISTÓRICOS

A sociedade anônima contemporânea e os seus contornos foram construídos ao longo de séculos, em sintonia com as necessidades econômicas que se originaram e com o pensamento político e social preponderantes durante o seu processo evolutivo (OIOLI, 2013).

Trata-se de um instrumento jurídico concebido gradativamente a partir do aperfeiçoamento de experiências passadas, que, assim como a origem dos demais tipos societários, originou-se de uma necessidade prática, sobretudo pela demanda de arrecadação de recursos (FISCHER, 1934 apud SILVA, 2015), não se tratando de uma invenção do Direito, mas de uma expressão jurídica de um fenômeno econômico, político e social (OIOLI, 2013).

As doutrinas tradicionais apresentam diversos fenômenos associativos que detinham características das atuais companhias, cada qual concorrendo ao título de embrião daquilo que viria a se tornar a sociedade anônima moderna. As sociedades de exploração de moinhos na França, as corporações de direito mineral alemão, as *maone* italianas e as *rheederein* holandesas, são exemplos de sociedades com a presença de posições jurídicas padronizadas em quotas ideais (OIOLI, 2013).

Inobstante a presença de uma estrutura associativa nas organizações acima delineadas, parcela considerável da doutrina atribui o título de primeira sociedade anônima à Casa de São Jorge, uma espécie de *maona* criada no início do século XV para arcar com os gastos da guerra

travada entre Gênova e Veneza (CRUZ, 2018). A organização foi criada a partir da entrega da alfândega da República de Gênova aos cidadãos credores da cidade, para que seus rendimentos fossem destinados ao cumprimento das obrigações. Para tanto, os credores estabeleceram um conselho e delegaram a administração da Casa a oito pessoas. Posteriormente, os créditos originais passaram a ser representados por títulos negociáveis, o que possibilitou a permanência da Casa de São Jorge com a sucessão dos seus membros (2008).

A Casa de São Jorge foi, em 1407, transformada em Banco, ocasião em que os títulos negociáveis passaram a ter natureza de ações, na medida em que seus possuidores passaram a receber dividendos obtidos das transações do banco e não mais os juros dos empréstimos que deram origem à organização em questão (VERÇOSA, 2008).

Contudo, parte considerável da doutrina atribui à Companhia das Índias Orientais o título de primeira sociedade anônima. Para Waldemar Ferreira (1963 apud VERÇOSA, 2008), inexistem traços históricos lineares que interligam a organização genovesa às sociedades anônimas atuais, ao contrário do que se sucedeu com a criação da Companhia das Índias Orientais.

Segundo Verçosa (2008), o modelo de sociedade anônima com as premissas básicas das atuais, no qual o capital é dividido em ações e os sócios suportam apenas as perdas referentes aos seus aportes de capital, surgiu de fato com a Companhia das Índias Orientais, fundada na Holanda, em 1602.

Trata-se de instituição constituída pelo Estado, com o ajuntamento de capitais públicos e particulares (TOMAZETTE, 2017, p. 511). A promoção das políticas colonialistas, a partir do século XVII, e a possibilidade de exploração de novas possessões, ao passo em que representavam oportunidades para obtenção de lucros, exigiam do Estado a formação de grande capital para fins de financiamento. Por outro lado, os desdobramentos políticos e militares decorrentes das grandes descobertas inviabilizavam aos comerciantes a exploração dos novos domínios sem o resguardo de um Soberano (SILVA, 2015).

A busca por viabilizar empreitadas que superavam a capacidade econômica do Estado e dos particulares levou à convergência de interesses, durante o período do absolutismo, entre classes até então tidas como antagônicas, dando origem às companhias colonizadoras no século XVII, cujos desdobramentos levaram às sociedades por ações (REQUIÃO, 2012).

Verçosa vislumbra nas companhias holandesa fundadas no âmbito das políticas colonialistas, seis características que figuram nas atuais sociedades anônimas, sendo elas:

- (i) livre negociação dos títulos formadores do seu capital;
- (ii) ausência de qualquer preconceito de raça, nacionalidade ou religião quanto às pessoas dos acionistas;
- (iii)

limitação da responsabilidade ao montante das ações subscritas ou adquiridas; (iv) caráter de títulos de crédito quanto às ações; (v) direito dos acionistas ao recebimento de dividendos periódicos; (vi) reunião dos acionistas para a eleição dos diretores e para a tomada de contas destes por meio de um conselho fiscal (2008, p. 49).

Cumprido destacar que não havia uma disciplina geral para essas companhias. Isso porque suas constituições se davam a partir da carta da autoridade pública que as criava, a qual estabelecia as suas personalidades, obrigações, direitos e privilégios (VERÇOSA, 2008).

Conforme Silva (2015), os privilégios residiam na possibilidade de se dividir o capital social em ações transferíveis, mas, sobretudo, na limitação da responsabilidade dos acionistas, de modo que eventuais perdas afetariam apenas o patrimônio do comerciante nos limites do capital aportado.

Em um primeiro momento, portanto, as sociedades colonizadoras e, por consequência, as primeiras companhias, eram permitidas pelo poder público como privilégio e correspondiam a uma parcela do poder estatal, na medida em que representavam uma descentralização política, social e econômica das funções estatais (TOMAZETTE, 2017).

Com a política revolucionária francesa, no final do século XVIII, a liberdade das sociedades anônimas sofreu importantes variações, num primeiro momento marcada pela sua plenitude e em outro pela proibição dessa forma associativa. Essa última medida, todavia, trouxe impactos negativos à economia francesa que, pouco tempo depois, aquiesceu-se à plena liberdade (REQUIÃO, 2012).

Segundo Requião (2012), o regime de liberdade que vigorou na França provocou, naturalmente, muitos abusos. Ao mesmo tempo, propagou-se a concepção de que as companhias eram um importante componente para o desenvolvimento econômico na medida em que obtinham sucesso em suas empreitadas.

Despertou-se assim o interesse político por parte do regulador, receoso em relação aos prejuízos dos acionistas, ao crédito em geral e ao público (VERÇOSA, 2008).

Nesse contexto, a promulgação do Código francês de 1808 deu início à história legislativa das sociedades anônimas, na medida em que reconheceu essas companhias como típicas de direito comercial (SILVA, 2015).

Conforme Oioli (2013), a mudança mais expressiva introduzida pelo Código foi a consolidação das regras de formação e organização básica destas sociedades por ações. Vale salientar outras características marcantes das companhias francesas, como apresenta Verçosa:

(i) não adotariam nome social nem seriam designadas pelo nome de qualquer dos seus sócios; (ii) seriam qualificadas pela indicação de sua atividade; seu administradores

exerciam mandato fixo revogável, podendo ser acionistas ou não, atuando de forma remunerada ou gratuita; (iii) a responsabilidade dos administradores estaria circunscrita aos termos do mandato recebido da sociedade; (iv) os acionistas não eram responsáveis pelas obrigações da sociedade, podendo perder, no máximo, o montante de capital nelas investido; (v) o capital seria dividido em ações ou cupons de mesmo valor; e (vi) a propriedade das ações seria estabelecida mediante a inscrição de sua aquisição nos registros da sociedade, fazendo-se a cessão igualmente pelo mecanismo de registro, devendo o cedente assinar a declaração de transferência (2008, p. 49).

O advento do mencionado diploma marcou o início da segunda fase de desenvolvimento das sociedades anônimas, com a conservação do regime de constituição mediante privilégio para casos específicos, com estatutos outorgados pelo poder público na forma da lei, concomitantemente com o regime de autorização (OIOLI, 2013), cuja concessão estaria atrelada à regularidade da constituição da sociedade (TOMAZETTE, 2017, p. 512).

Com a consolidação da sociedade anônima como meio mais eficiente para incorporação de grandes capitais, difundiu-se ideia de que a facilitação da constituição deste instrumento associativo era de suma importância para o desenvolvimento das atividades econômicas (TOMAZETTE, 2017).

Em vista disso, a partir de 1800, os ordenamentos jurídicos dos estados europeus passaram a reclamar apenas o registro prévio em órgão competente e a observância da legislação atinente à matéria. Iniciava-se o período de regulamentação, marcado pela plena liberdade para instituir sociedades anônimas (CRUZ, 2019).

A liberdade de constituição de companhias as tornou aptas a instrumentar a organização jurídica da grande empresa privada, na medida em que afastou a sua natureza pública e monopolista, bem como a sua conotação de privilégio (OIOLI, 2013).

A evolução da sociedade anônima é marcada, portanto, por três etapas históricas – privilégio, autorização, liberdade – sendo que o surgimento de um sistema não importa na extinção do sistema anterior. No sistema brasileiro, por exemplo, as sociedades bancárias e estrangeiras necessitam de autorização, enquanto a constituição das sociedades de economia mista se afigura ao regime de privilégio (REQUIÃO, 2012).

A disciplina jurídica das sociedades anônimas no Brasil também seguiu as três fases históricas que se sucederam na Europa (CRUZ, 2018). No período em que o país era colônia, a constituição dessas sociedades era outorgada mediante carta real, como ocorreu na constituição da Companhia Geral do Grão-Pará, e na criação do Banco do Brasil, fundado em 1808 por alvará de Dom João VI. O período de autorização foi instituído pelo Código Comercial de 1850, e a fase de plena liberdade em 1882, a partir do Decreto nº 8.821 (REQUIÃO, 2012)

Pargendler (2013), em análise aprofundada do Direito Societário no Brasil oitocentista, conclui que as leis que regiam as sociedades mercantis eram resultantes da compilação de dispositivos selecionados de diferentes sistemas jurídicos estrangeiros e sofreram constantes alterações por conta de ingerências econômicas e políticas. Os dispositivos eram selecionados, conscientemente, de sistemas Europeus e anglo-saxônicos e possuíam estreita relação com os interesses da elite da época. Indo além, a autora enfatiza que o desenvolvimento da disciplina jurídica das sociedades anônimas no Brasil refletiu preponderantemente os interesses de apropriação da renda da elite local, e não o bem-estar social.

Destarte, a evolução histórica da sociedade anônima evidencia que esse instituto, mais que uma simples forma de associação, sempre foi uma técnica de organização de empresa, influenciada de tempos em tempos pelos anseios de seus organizadores, na maioria dos casos, em viabilizar a captação da poupança de terceiros não empresários interessados em partilhar lucros com o empresário-controlador (OIOLI, 2013).

A respeito do desenvolvimento histórico das companhias, Rodrigues infere que:

a sociedade por ações respondia e responde até hoje, (i) aos imperativos financeiros necessários, dado que coletava o capital de inúmeros empreendedores; (ii) aos imperativos organizacionais, pois “institucionalizava estruturas jurídicas de governo empresarial”, que separavam os poderes dos detentores do capital (acionistas) dos poderes de gestão; e (iii) aos imperativos jurídicos, na medida em que era munida de uma personificação jurídica, à qual eram limitados os riscos da exploração comercial (2016, p. 17).

Em síntese, as sociedades anônimas contemporâneas são consequências das necessidades econômicas, políticas e sociais que surgiram ao longo do seu processo evolutivo, revertendo-se em uma estrutura organizacional a qual possibilita dimensões que outras formas associativas não poderiam atingir (OIOLI, 2013).

Como resultado do seu desenvolvimento histórico, aliado às revoluções do século XVIII e ao liberalismo econômico, obteve-se a adesão do viés democrático no âmbito das companhias, de modo que sua estrutura passou a ser organizada em semelhança ao Estado de Direito, sendo a assembleia geral dos acionistas o órgão supremo da companhia, responsável por manifestar a vontade social. Dentro dessa concepção, o poder soberano é inerente à supremacia numérica (COMPARATO, SALOMÃO FILHO, 2014).

Contudo, a prática resultou, sobretudo no ordenamento brasileiro, em uma estrutura organizacional que facilita a concentração de poder nas companhias, suscitando a figura do controlador. O princípio majoritário vigente na assembleia geral, proporciona a formação de

blocos de controle e, por consequência, o papel do acionista controlador, que detém o poder político da sociedade (OIOLI, 2013).

Diante desse cenário, o estudo das principais características das companhias, no contexto societário brasileiro, e das suas estruturas de poder e de tomada de decisão, mostra-se imprescindível para que se possa adentrar nas discussões envolvendo o controle das sociedades anônimas e seus potenciais conflitos.

2.2 PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

As sociedades anônimas são tipos de sociedades institucionais, também chamadas de “estatutárias”, de modo que a suas constituições pressupõem estatuto social e capital dividido em frações denominadas “ações”. Os titulares dessas ações são chamados de “acionistas” e constituem o corpo de sócios da sociedade anônima, também chamada de “companhia” (GONÇALVES, PERROTTA, 2018).

A expressão “anônima” está relacionada à concepção inicial das ações, as quais eram emitidas ao portador e, portanto, não identificavam os proprietários, tornando os acionistas desconhecidos. Atualmente, a maioria dos países, incluindo o Brasil, autoriza apenas ações nominativas, de modo que as emissões ao portador são admitidas por países tidos como paraísos fiscais, os quais permitem o anonimato de seus acionistas (TEIXEIRA, 2019).

No Brasil, as companhias são reguladas pela Lei nº 6.404/76, também denominada como Lei das Sociedades Anônimas, que oferece em seu Art. 1º as características desse instrumento associativo:

Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas (BRASIL, 1976).

A partir desses atributos, denota-se quatro principais características das companhias, quais sejam, a personalidade jurídica, a responsabilidade limitada, a divisão do capital em ações transferíveis e a propriedade compartilhada por fornecedores de capital. Essas características atendem às exigências econômicas da grande empresa moderna (KRAAKMAN et al. 2018, p.32).

Além disso, as características definidas pela LSA permitem conceituar as companhias como sendo pessoas jurídicas de direito privado e de natureza mercantil, em que o capital se

divide em ações de livre negociação, limitando-se a responsabilidade dos acionistas ao valor de suas ações (CARVALHOSA, 1997 apud TOMAZETTE, 2017).

O objeto social explorado pelas companhias será sempre considerado de natureza empresarial, ainda que possa ser enquadrado como atividade econômica civil, haja vista expressa disposição do § 1º, do Art. 2º da LSA. Ao estatuto social compete a definição precisa e completa do objeto social, o qual poderá consistir em qualquer atividade de fim lucrativo, podendo, inclusive, ter por finalidade participar de outras sociedades.

Por se tratar de sociedades estatutárias, as companhias são típicas sociedades de capitais, tendo em vista que à pessoa jurídica interessa, em tese, apenas a contribuição efetiva dos acionistas. A relação entre os sócios e a sua importância nos rumos da companhia são baseadas no aporte de capital tido por cada um dos sócios e não por suas qualidades pessoais (TOMAZETTE, 2017). Como desdobramento da irrelevância das qualidades pessoais dos acionistas, emerge a livre negociação das ações das companhias.

Cabe salientar, ademais, que as sociedades anônimas podem ser de duas espécies: abertas ou fechadas. Na primeira hipótese, as companhias emitem títulos mobiliários e os negociam no mercado de capitais, sujeitando-se à prévia autorização da CVM e rígida fiscalização desse órgão. A necessidade de fiscalização das sociedades anônimas abertas está relacionada à ideia de que o mercado de capitais envolve a captação da poupança popular e, portanto, merece amparo governamental para coibir abusos e fraudes (GONÇALVES, PERROTA, 2018).

As sociedades anônimas fechadas, por sua vez, não negociam valores mobiliários no mercado aberto de capitais, ou seja, não oferecem suas ações ao público tornando-as menos complexas (GONÇALVES, PERROTA, 2018).

Para a captação de recursos que proporcionem a viabilidade da atividade empresarial, as companhias emitem diversos títulos de investimentos ou valores mobiliários, como ações, debêntures, bônus de subscrição, dentre outros (GONÇALVES, PERROTA, 2018). Nessa conjuntura, opta-se pelo estudo restrito das ações, tendo em vista a importância desse tema para a compreensão do objeto do presente trabalho.

Como visto, as ações representam as frações nas quais está dividido o capital social e concedem ao seu titular, a qualidade de sócio da companhia. Tratam-se, pois, de títulos representativos do capital social das sociedades anônimas, cuja emissão é obrigatória, sendo, conseqüentemente, o mais importante mecanismo de atração de investimento (TOMAZETTE, 2017).

As ações podem se distinguir de acordo com os direitos que conferem. Tal distinção decorre do reconhecimento de que há diferentes interesses e expectativas no espírito de se tornar acionista de uma companhia. Enquanto uns pretendem gerir a companhia, outros ingressam na sociedade com a intenção de receber dividendos ou, ainda, para fins de especulação e posterior negociação das ações no mercado, conforme explicita Tomazette (2017). Assim, diante dos diferentes perfis de acionistas, a LSA apresenta diferentes espécies de ações, quais sejam, as ordinárias, preferenciais, fruição e, mais recentes, as ações com voto plural, que serão objeto de análise posteriormente.

Em síntese, as ações ordinárias são aquelas de emissão obrigatória e normalmente destinada aos acionistas com interesse na gerência da companhia. Essas ações asseguram os direitos comuns de acionista, como o direito de voto, sem privilégios ou vantagens (REQUIÃO, 2012).

As ações preferenciais, por sua vez, são usadas geralmente por acionistas especulativos ou com interesses em dividendos, tendo em vista que asseguram algum privilégio ou vantagem patrimonial, podendo ser destituídas do direito de voto. Enquanto as ações ordinárias garantem participação normal nos lucros divididos entre ações de sua espécie, as ações preferenciais possibilitam a prioridade na distribuição de dividendos. Por outro lado, conferem um complexo diferenciado de direitos aos seus titulares, os quais podem ser limitados ou privados do direito de voto, a depender da matéria a ser deliberada (REQUIÃO, 2012).

Tanto as ações ordinárias como as preferenciais podem ser amortizadas integralmente ou parcialmente, o que consiste na distribuição aos acionistas da quantia que teriam direito em caso de liquidação da companhia. Em substituição às ações amortizadas, são distribuídas aos acionistas as chamadas ações de fruição, as quais garantem o direito de participação nos lucros, de fiscalização da sociedade, de preferência na subscrição de novas ações, tendo em vista que a amortização não representa o afastamento dos acionistas da vida social, conforme assegurado pelo Art. 109 da LSA.

Com efeito, a existência de diferentes tipos de ações, com distintos direitos e vantagens, torna possível a constituição de arranjos estruturados no intuito de afetar diretamente o direito de voto, e com isso, conferir a um acionista o domínio político da companhia. Tratam-se, pois, de estruturas de alavancagem de controle, tema que será melhor abordado em tópico específico, haja vista sua importância para o presente trabalho.

2.3 ESTRUTURA DE PODER E DE TOMADA DE DECISÃO

O diploma responsável pela regulamentação das sociedades anônimas no Brasil, a Lei nº 6.404/76 (LSA), exige que as companhias apresentem uma estrutura organizacional interna básica, com uma série de órgãos cujas competências são estabelecidas de forma imperativa, dentre os quais estão a assembleia geral, o conselho de administração, a diretoria e o conselho fiscal (SILVA, 2015).

Rubens Requião (2012) classifica os órgãos em três categorias distintas, quais sejam, o órgão de deliberação, responsável por expressar a vontade da companhia, o órgão de execução, que realiza a vontade social, e, por fim, a categoria do órgão de controle, que fiscaliza o pontual cumprimento da vontade social. O autor vislumbra um viés democrático na estrutura organizacional imposta pela lei, na medida em que a base das deliberações de todos os órgãos é o voto, por meio do qual os acionistas por quórum simples ou qualificado formulam a vontade da companhia.

Comparato e Salomão Filho (2014, p. 60) também classificam os principais órgãos da estrutura das companhias em três categorias distintas, quais sejam a assembleia geral, com seu poder-função deliberante; a diretoria, que detém o poder-função administrativo e o conselho fiscal, com o poder-função sindicante. Para esses doutrinadores, a estrutura organizacional das companhias não se submete inteiramente aos interesses dos fundadores ou acionistas, uma vez que a legislação “discriminou poderes-funções considerados fundamentais, atribuindo-os a órgãos próprios, insuprimíveis e inconfundíveis”. Em consonância com a doutrina majoritária, os autores entendem que esses órgãos não estão em mesmo nível, havendo uma organização hierárquica, ainda que cada qual seja dotado de poder próprio.

Já Adamek (2010), em obra que aborda o conflito entre acionistas, concebe as normas e estruturas internas estabelecida pelo ordenamento societário como uma tentativa de composição entre acionistas majoritários e minoritários, buscando harmonizar e reduzir os cenários onde os interesses dos acionistas sejam potencialmente conflitantes.

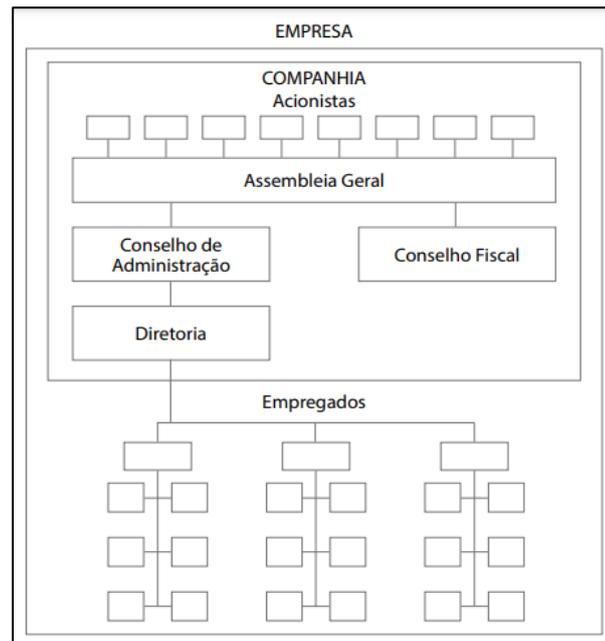
Inobstante as classificações dos órgãos, pode-se afirmar que a estrutura da companhia é organizada através de um sistema de órgãos e funções previstos normativamente, estruturados por uma relação de subordinação.

Em termos práticos, a estrutura da companhia é hierarquizada, de modo que os ocupantes de alguns órgãos ou cargos exercem poder sobre os de outros, que têm o dever de cumprir as ordens recebidas. Logo, o poder hierárquico dentro da estrutura da sociedade

anônima “é a capacidade de determinar e fiscalizar a ação ou comportamento dos ocupantes do órgão ou cargo subordinado” (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 2017, p. 564).

O organograma abaixo apresenta uma síntese dos principais órgãos da estrutura das companhias e as suas respectivas vinculações:

Figura 1 – Organograma da estrutura básica das companhias



Fonte: LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 2017, p. 564.

Percebe-se, portanto, que a estrutura legal da companhia é notadamente pautada pela hierarquia: no topo, a assembleia geral figura como órgão supremo, detendo os poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia, além de poder alocar e distribuir poderes; em segundo plano, o conselho de administração, com a incumbência de definir a orientação geral dos negócios da companhia, eleger e destituir os diretores, fixa-lhes as atribuições e fiscaliza sua gestão (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 2017).

A partir dessa estrutura basilar estabelecida pela LSA, constata-se que o sistema de tomada de decisões não está centrado na figura dos administradores, mas na dos acionistas que, por intermédio da assembleia geral, orientada pelo princípio majoritário, deliberam sobre todos os aspectos que concernem ao objeto da companhia e ditam as providências que, em tese, são convenientes à sua defesa e desenvolvimento (PATELLA, 2015).

Diante disso, para melhor compreensão da formação e exercício do poder político pelos ocupantes dos órgãos superiores, opta-se por tratar de forma individualizada os órgãos que ditam, na prática, os rumos das companhias.

2.3.1 Assembleia Geral

A assembleia geral dos acionistas forma um dos órgãos estruturais e funcionais das companhias, sendo composta por acionistas com ou sem direito a voto. Trata-se do órgão primário, ou imediato, cuja competência abrange todo e qualquer assunto relacionado ao objeto social, detendo a função de tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e ao seu desenvolvimento (SILVA, 2015). É o que se extrai do Art. 121 da LSA:

Art. 121. A assembleia-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 (BRASIL, 1976).

É o órgão chamado para deliberar, não apenas sobre os interesses da companhia, como também sobre eventuais conflitos envolvendo a Diretoria e entraves envolvendo os próprios acionistas (MIRANDA, 2012).

Segundo Comparato e Salomão Filho (2014), no âmbito jurídico, a assembleia é o órgão supremo da companhia, na medida em que investe os demais, podendo eleger e demitir os membros dos demais órgãos.

Importante observar que a afeição de soberania da assembleia geral é relativa, na medida em que suas decisões encontram limites em alguns parâmetros, como a vedação às deliberações contra o objeto social da companhia ou seu estatuto. Além disso, os acionistas não podem deliberar de forma contrária à lei, devendo, ainda, respeitar as disposições relativas ao abuso de poder, conflito de interesse e função social (SILVA, 2015).

Embora tenha sua existência imposta pelo ordenamento societário, trata-se de órgão cuja existência coincide com o período do seu funcionamento, ou seja, com o espaço de tempo no qual os acionistas se reúnem para deliberar, devendo ser convocado na forma da lei para poder atuar, salvo na hipótese de assembleia totalitária, que dispensa as formalidades previstas em lei para convocação (SILVA, 2015).

Sendo devidamente convocada e instalada, atentando-se à lei e ao estatuto, as decisões tomadas pelos sócios reunidos em assembleia e representantes de certa parcela do capital social, como visto, representam a vontade da sociedade e vinculam todos os sócios (PATELLA, 2015).

As decisões das assembleias são reputadas como atos ou negócios jurídicos privados formados a partir da manifestação de vontade de seus acionistas, que se fundem em ato de uma só pessoa, de modo a vincular todos os membros, ainda que dissidentes ou ausentes. Em razão

disso, a doutrina conceitua as deliberações como atos colegiais, que não se confundem com o ato de contratar ou ato coletivo, uma vez que não pressupõem a manifestação e o consentimento de todos os figurantes, mas a convergência da maioria deles (FRANÇA, 1999 apud SILVA, 2015).

Ainda que tenha a condição de ato colegial, a deliberação social é composta por votos individuais, que se situam no campo da manifestação de vontade, e produz consequências jurídicas, isto é, constitui negócios jurídicos. Por consequência, o voto é sujeito aos vícios dos negócios jurídicos, como dolo, erro, simulação, de modo que seus efeitos podem se refletir tanto na assembleia, como na deliberação e no voto em si (FRANÇA, 1999 apud SILVA, 2015).

A garantia do exercício e da plena capacidade funcional da assembleia encontra amparo no princípio majoritário, que confere às deliberações tomadas pela maioria os mesmos efeitos daquelas tomadas por unanimidade. A maioria se responsabiliza pelo exercício da soberania assemblear e pelo poder diretivo da sociedade na interpretação social e na consecução do seu fim (ADAMEK, 2010).

Trata-se de um sistema de votação adotado pelos órgãos de deliberação colegiada, em que a decisão tomada é aquela resultante da reunião de um certo número majoritário de votos (ADAMEK, 2010). O princípio está insculpido no Art. 129 da LSA:

Art. 129. As deliberações da assembléia-geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco (BRASIL, 1976).

A utilização do princípio majoritário decorre da necessidade de evitar a estagnação societária típica da regra da unanimidade de votos, de modo a estabelecer critérios quantitativos para a imposição da vontade de uns sobre a de outros. Provém, pois, de uma necessidade eminentemente prática e não lógica, para prover a gestão de um estado de comunhão (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 2017).

Assim, a partir do cenário acima delineado, conclui-se que a natureza jurídica de ato colegial, aliada à força do princípio majoritário, fazem com que as deliberações tomadas em assembleia geral vinculem todos os acionistas, mesmo os dissidentes, absentes ou ausentes, seja em razão de uma necessidade funcional do ordenamento societário, seja em virtude da consecução do interesse social (SILVA, 2015)

Como resultado, constata-se que o poder supremo na companhia é exercido pelo conjunto dos titulares dos votos que formam a maioria na assembleia geral, na medida em que

este órgão delibera por maioria de votos dos seus membros. (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 2017).

A estrutura basilar estabelecida na LSA não centraliza as decisões da companhia na figura dos administradores, mas na dos acionistas que, através da assembleia geral, orientada pelo princípio majoritário, deliberam sobre todos os aspectos que concernem ao objeto da companhia e ditam as providências que, em tese, são convenientes à sua defesa e desenvolvimento. Enquanto os sistemas de outros países de tradição romano-germânica tradicionalmente proporcionam mais autonomia aos administradores e conferem o papel de coadjuvante à assembleia, a LSA inovou ao prevalecer as deliberações tomadas em assembleia (PATELLA, 2015).

Inobstante a função superior da assembleia geral dentro da estrutura da companhia, na prática ela acaba sendo convocada para discutir e deliberar sobre as questões previstas no Art. 122 da LSA, as quais, como visto, se inserem na sua competência privativa, de modo que as demais questões de interesse da companhia são acometidas, não raro, ao conselho de administração (CRUZ, 2018).

Isso porque, de maneira geral, tanto a assembleia geral quanto o conselho de administração possuem competência para deliberar sobre qualquer matéria de interesse social. No entanto, a assembleia geral pressupõe uma série de formalidades procedimentais, enquanto o conselho de administração tem seu funcionamento menos burocratizado em comparação à assembleia, evitando atrasar sobremaneira a tomada da decisão, o que poderia causar prejuízos aos próprios interesses da sociedade (CRUZ, 2018).

Diante disso, o conselho de administração, órgão deliberativo cuja convocação e funcionamento são bem menos formais em comparação à assembleia geral, funciona como uma “microassembleia”, dinamizando a tomada de decisões nas companhias que o possuem.

2.3.2 Conselho de Administração: preponderância do controlador

No ordenamento societário nacional, a existência do Conselho de Administração como órgão social é obrigatória para as companhias abertas e as companhias de capital autorizado, consoante § 2º do Art. 132 da LSA.

O conselho de administração assume o encargo de tratar das matérias especificamente relacionadas à gestão dos negócios, de acordo com os principais interesses da organização como um todo. O conselho dinamiza a tomada de decisões nas companhias, na medida em que sua

convocação e funcionamento dispensam o formalismo exigido às assembleias gerais (CRUZ, 2018).

Como componente do órgão de execução e deliberação, o conselho de administração estabelece a política econômica, social e financeira a ser adotada pela companhia, além de fiscalizar os executivos lotados na diretoria (REQUIÃO, 2012). É o que se extrai do Art. 142 da LSA:

Art. 142. Compete ao conselho de administração:

I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;

II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;

III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;

IV - convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;

V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;

VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;

VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;

VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros;

IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver (BRASIL, 1976).

Segundo Requião (2012), a ampla competência do conselho de administração resulta do desinteresse dos acionistas pelas reuniões de assembleia, levando a transferência dos poderes da assembleia geral ao conselho, na medida em que este órgão efetivamente acolheu os acionistas controladores.

No que diz respeito à dinâmica de trabalho, por se tratar de órgão de deliberação, a legislação define que as decisões serão tomadas por maioria dos votos, sendo autorizado ao estatuto estabelecer quórum qualificado para certas deliberações. As discussões travadas pelo órgão devem ser arquivadas no registro do comércio, devendo ser publicadas as atas das reuniões do conselho que tiverem efeitos perante terceiros, conforme se extrai do § 1º do Art. 142, da LSA.

A composição do conselho de administração está prevista no Art. 140 da LSA, cujo teor exige a presença de pelo menos três conselheiros. Seus membros são eleitos pelo voto dos acionistas com direito a voto, reunidos em assembleia geral ordinária, consoante inciso III do Art. 132, da LSA.

Mencionada legislação ainda prevê o sistema de voto múltiplo, pelo qual para cada ação caberá tantos votos quantos forem os membros de Conselho de Administração, podendo tais votos serem cumulados em apenas um candidato. O voto múltiplo pressupõe o requerimento

de acionistas organizados em pelo menos 10% do capital social com direito a voto, realizado em até 48 horas antes da assembleia geral. Trata-se de mecanismo de concentração de voto, cujo objetivo é possibilitar a representação dos acionistas minoritários (TOMAZETTE, 2017).

Outro mecanismo de garantia de representação da minoria é a eleição em separado da assembleia, através da qual a maioria dos titulares de ações ordinárias que representem pelo menos 15% do total das ações com direito a voto terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, assim como os titulares de ações preferenciais que representem, no mínimo, 10% do capital social. Esse direito só é assegurado aos acionistas que comprovarem a titularidade ininterrupta da participação acionária durante o período mínimo de três meses imediatamente anteriores à realização da assembleia-geral. O § 1º do Art. 140 da LSA ainda permite que a composição do conselho conte com a participação de representantes dos empregados, desde que prevista no estatuto da companhia.

Embora a LSA estabeleça mecanismos de representação de acionistas minoritários, a doutrina nacional, baseado em estudos empíricos que indicam uma estrutura de capital preponderantemente concentrada nas companhias brasileiras, aponta que o conselho de administração é, em sua essência, dominado pelo acionista controlador. Enquanto detentor da maioria do capital votante, o acionista controlador domina as votações na assembleia geral e detém o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia (NADALIN, 2015).

Por consequência, sendo a assembleia geral quem elege e destitui os membros do conselho de administração, e como compete a este órgão as decisões negociais mais importantes da companhia, é o acionista controlador quem domina, portanto, o próprio conselho de administração (NADALIN, 2015).

Ao contrário do que ocorre nos Estados Unidos, em que a estrutura de capital disperso é a regra, com controle gerencial exercido na prática pelos *officers* sob a direção e supervisão do *board of directors*, por conta da estrutura de capital aqui vigente, notadamente caracterizado pela concentração acionária, a figura do acionista controlador e do administrador acabam por se confundir, cabendo ao primeiro, em última instância, conduzir os rumos da companhia (NADALIN, 2015).

Nesse sentido, Carvalho da Silva e Leal (2003 apud NADALIN, 2015), em estudo de 2003, concluíram que 90% das companhias brasileiras possuíam um controlador com mais de 50% do capital votante, e que 87% do capital votante era distribuído entre até 5 acionistas.

Dessa maneira, diante da característica da estrutura de capital concentrado das companhias brasileiras, a figura do acionista controlador, bem como seus poderes têm importantes implicações aos propósitos deste trabalho, as quais serão exploradas a seguir.

3 O CONTROLE DAS COMPANHIAS E AS RELAÇÕES DE AGÊNCIA

Tratadas as principais características que resultaram do processo histórico da evolução das companhias e compreendida a formatação dos principais órgãos sociais, nos quais o poder se manifesta diretamente, passa-se agora ao estudo do controle das companhias e das relações dos diferentes interesses em jogo nas companhias, à luz da Teoria da Agência.

3.1 CONCEITOS RELACIONADOS AO CONTROLE

A definição e a determinação da natureza jurídica do controle são temas largamente discutidos pela doutrina e jurisprudência. Parte das definições são classificadas como formais, na medida em que não se baseiam na natureza do controle, mas abordam as suas modalidades e estabelecem critérios simples e práticos para o seu reconhecimento, como a titularidade da maioria das ações. Essas definições possibilitam que o controle seja atribuído a quem não o possui de fato, ou ainda, que ele não seja reconhecido em casos nos quais efetivamente se manifeste, o que as tornam suscetíveis a críticas (CHAMPAUD, 1962 apud COMPARATO, SALOMÃO FILHO, 2014).

As definições de controle propostas pela doutrina também podem ser classificadas como substanciais. Essas concepções não se pautam nas formas de exercício de controle, mas sim em atributos essenciais, obtidos mediante análise qualitativa, como meios para se identificar o controle. As definições classificadas como substanciais se mostram as mais adotadas pela doutrina, sendo identificadas, comumente, a partir da concepção do controle como sendo a dominação exercida sobre a sociedade ou com o poder de dirigir as atividades da empresa (CHAMPAUD, 1962 apud COMPARATO, SALOMÃO FILHO, 2014).

Em que pese as suas diferentes classificações, a busca por um conceito completo e satisfatório para o controle resultou numa ampla aceitação de que sua definição figura em questões de fato, não sendo possível seu conceito ser limitado por regras fixas e imutáveis (COMPARATO, SALOMÃO FILHO, 2014).

Berle e Means (1962 apud COMPARATO, SALOMÃO FILHO, 2014) concebem o controle como um bem social ou empresarial, cujo valor não pertenceria aos seus acionistas, de forma desassociada, mas pertenceria à própria companhia. Tal conceituação denota uma associação entre organização empresarial e controle, reduzindo este a um bem jurídico ou objeto de direito.

Já para Comparato e Salomão Filho (2014), o controle reside na seara subjetiva, tratando-se de um poder soberano sobre a empresa, que se manifesta através do direito de determinar a atividade empresarial e o conseqüente poder de dispor dos bens da empresa. Os autores não alcançam o controle como um direito real, mas como um poder de organização e de direção, envolvendo pessoas e coisas, ainda que haja uma profunda relação entre a definição de controle e aquela comumente atribuída à propriedade, na medida em que o comportamento dos que controlam uma sociedade se aproxima daquele dos proprietários.

Inobstante as diferentes definições doutrinárias, o conceito de controle é formalmente previsto na LSA, em seu Art. 116 e no § 2º do seu Art. 243, abaixo transcritos:

Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Art. 243. O relatório anual da administração deve relacionar os investimentos da companhia em sociedades coligadas e controladas e mencionar as modificações ocorridas durante o exercício.

§ 2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores (BRASIL, 1976).

Tal definição denota a exigência da presença cumulativa de características para a configuração do controle societário, quais sejam, a imposição e prevalência da vontade do controlador nas deliberações sociais, o poder para eleger a maioria dos administradores e o uso do poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento da empresa. A conjunção “e”, trazida pelo Art. 116 da LSA, evidencia que não basta ser titular de direito de voto em quantia que garanta a maioria nas deliberações da assembleia e que eleja a maioria dos administradores, sendo necessário exercer de fato seus poderes para dirigir as atividades sociais e determinar o funcionamento da companhia (PIMENTA, 2017).

Percebe-se, então, que o controle não se confunde com participação no capital social, ainda que dele possa provir, de modo que a figura do acionista controlador não equivale necessariamente ao do acionista majoritário, este entendido como titular da maioria das ações votantes da companhia. Ao exigir o efetivo exercício do poder sobre a administração e as deliberações sociais, a LSA estabelece a separação entre poder de controle e controle societário, ou seja, a faculdade de impor sua vontade à sociedade não se confunde com a efetiva imposição. O acionista majoritário detém, ao menos de forma potencial, o poder de controle, passando a

controlador somente quando usa efetivamente seu poder de dirigir as atividades sociais (PIMENTA, 2017).

Vale destacar que, enquanto o Art. 116 da LSA não admite o controle indireto, considerando o controlador apenas aquele acionista que é diretamente titular de direitos de sócio, o § 2º do Art. 243 da legislação supramencionada reconhece a hipótese em que o controlador se manifesta através de outras controladas, isto é, admite como controlador aquele situado no topo da cadeia (MUNHOZ, 2002 apud KOBUS, SANTOS, 2019).

O controle pode ser classificado como interno e externo. O primeiro é pautado pelo voto, na medida em que resulta da participação acionária votante na companhia, e se subdivide em controle totalitário, majoritário, minoritário e controle gerencial (BARBOSA, 2009).

O controle totalitário caracteriza-se pela existência de um único acionista detentor da totalidade das ações votantes ou, havendo mais de um sócio, a orientação volitiva é sempre una e inconteste. Já no controle majoritário há a relação entre propriedade e controle, uma vez que, nessa hipótese, o controle societário é exercido por um sócio ou grupo unido que detém mais de 50% das ações votantes. Trata-se do modelo preponderante das companhias listadas no Brasil (BARBOSA, 2009).

O controle minoritário se caracteriza quando o controle é exercido por titulares de menos da metade do capital votante total, de modo que poucos votos conferem representatividade e capacidade de mando. Tal fenômeno está associado à existência de ações desprovidas de voto, à dispersão acionária e ao absenteísmo dos acionistas dispersos. Por fim, o controle gerencial também está associado à pulverização das ações da companhia, na medida em que a ausência de coesão mínima de sócios acaba por conferir o domínio dos negócios sociais aos diretores (BARBOSA, 2009).

O controle externo é caracterizado pela presença de terceiro estranho à companhia que é capaz de influenciá-la e impor a sua vontade, mesmo sem deter ação ordinária e sem exercer funções diretivas. (KOBUS, SANTOS, 2019). Nesse caso, os órgãos sociais da companhia atuam com base na vontade do terceiro controlador, sobretudo em razão da influência econômica deste frente à companhia. Exemplo disso são os fornecedores de produtos em situação de monopólio, que acabam detendo forte influência sobre as companhias que dependem de suas mercadorias, ou o endividamento da sociedade com a caução das ações de bloco de controle (COMPARATO, SALOMÃO FILHO, 2014).

3.1.1 Abuso do poder de controle

Como visto anteriormente, o acionista controlador possui grande ingerência na condução da companhia. Contudo, o poder de controle não resulta em poderes absolutos, tendo em vista a existência de limitadores impostos por deveres e preceitos básicos, tais como objeto social, função social da sociedade, além de encontrar restrições nos direitos e interesses de acionistas minoritários e dos demais interesses vinculados à companhia (TOMAZETTE, 2017).

Nessa conjuntura, pode-se dizer que o uso abusivo do controle se configura a partir do exercício anormal de uma faculdade legal, contrário à sua destinação socioeconômica. Caracteriza-se, pois, pelo uso do poder controlador, conferido por lei, para fins que se distanciam dos objetivos da companhia ou da lei (TEIXEIRA, 2019). O abuso do poder de controle pode ser definido como uso disforme da soberania societária, desviando-a da função de estrito cumprimento do objeto social da companhia em detrimento dos interesses coletivos pela geração de lucros, dentro dos limites da lei (BARBOSA, 2009).

De acordo com Lamy Filho e Bulhões Pedreira (2017), por vezes, o abuso decorre das facilidades que se abrem ao acionista controlador em virtude do comando da máquina social e da faculdade de eleger ou destituir os administradores, o que acaba permitindo a prevalência dos interesses pessoais do controlador nas deliberações assembleares e o uso da sociedade como bem próprio, no intuito de obter ou trocar favores. Logo, o abuso do poder de controle não se restringe ao âmbito das assembleias, mas também se traduz na influência indireta sobre órgãos de administração.

Impende salientar que, na medida em que a vedação ao uso abusivo do controle está diretamente relacionada à necessidade de se evitar que o interesse social seja preterido em favor dos interesses particulares do controlador, a busca pela coibição de abusos não se traduz em um poder da minoria (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 2017).

O Art. 117 da LSA exemplifica alguns atos praticados com abuso de poder, dentre os quais:

Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1º São modalidades de exercício abusivo de poder:

- a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional;
- b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;

- c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;
- d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente;
- e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembleia-geral;
- f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;
- g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade.
- h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia (BRASIL, 1976).

O rol acima destacado é exemplificativo, de modo que juízes e autoridades administrativas, como a CVM, podem adicionar outros atos lesivos na listagem de atos abusivos (TEIXEIRA, 2019). Além disso, o conceito de abuso de poder estabelecido no dispositivo supracitado, abrange as noções de abuso de direito e desvio de poder (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 2017).

Ademais, o abuso do acionista controlador não necessariamente se reveste em um ato em si, podendo se manifestar numa cadeia de procedimentos que visam lograr um resultado, hipótese em que se mostra viável a adoção de medidas para evitar que a fraude não prospere e o abuso não se consuma (2017).

Sobre a responsabilização na hipótese de abusividades, a LSA se utiliza dos preceitos gerais da responsabilidade civil por ato ilícito, tendo em vista que estabelece o padrão de conduta a ser observado pelo controlador, enuncia o exercício do poder de controle com fins obscuros como ilícitos e, por fim, estabelece o dever de indenizar os danos causados pela prática abusiva (2017).

3.2 BREVE PANORAMA SOBRE A ALAVANCAGEM DE CONTROLE

O controle de uma companhia pode ser obtido através de expediente ou artifícios legais que permitam ao acionista com maior número de ações, a manutenção do controle com participação menor do que seria necessário caso todas as ações tivessem direito de voto. Trata-se, pois, de um poder desproporcional ao recurso alocado à companhia, e, por consequência, uma dissociação entre controle e poder (BEZERRA, 2014).

Segundo Lamy Filho e Bulhões Pedreira (2017), por questões eminentemente práticas, relacionadas à necessidade de estabilidade de direção de companhias novas e em desenvolvimento, os principais mercados ocidentais permitem que um acionista ou grupo de acionistas assumam e mantenham o controle com uma pequena parcela do capital social.

Nessa conjuntura, a emissão de ações preferenciais sem direito a voto, acordos de acionistas e estruturas piramidais em grupo de sociedades são exemplos de arranjos estruturados que permitem a dissociação entre poder político e poder econômico dentro de uma companhia (BEZERRA, 2014).

A emissão de ações preferenciais é um dos principais instrumentos de expansão de capital através do mercado, tendo em vista que, por meio de recursos contribuídos por investidores, permite a alavancagem do capital próprio sem perda do controle (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 2017).

As ações preferenciais oferecem um complexo diferenciado de direitos aos seus titulares, mas, por outro lado, normalmente são privadas do direito de voto ou então tem esse direito limitado a determinadas matérias, possibilitando que acionistas com ações ordinárias exerçam o controle com um percentual baixo do capital social (TOMAZETTE, 2017).

Até as alterações introduzidas pela Lei nº 10.303/2001, as ações preferenciais sem direito a voto ou sujeitas à restrição desse exercício podiam representar até 2/3 do capital social. A partir de então, a subtração ou limitação do direito do voto ficou limitado a 50% do total das ações emitidas, conforme dicção do § 2º do Art. 15 da LSA.

O acordo entre acionistas permite a eles a formulação de acordos tendo por objeto o exercício do poder de controle, mediante vinculação do direito de voto nas assembleias gerais e nas reuniões do conselho de administração. Parte da premissa de que os acionistas se relacionam no campo de suas autonomias privadas, e, por consequência, podem realizar os mais diversos contratos (AZEVEDO, 2015).

Contudo, na medida em que as avenças entre acionistas influenciam as relações da companhia, o Art. 118 da LSA confere proteção especial a esses pactos, de modo a produzir efeitos em relação a terceiros (TOMAZETTE, 2017).

Assim, caso acionistas visem ao poder de controle, estabelecendo o exercício do direito de voto, a compra e venda de ações ou a preferência de sua aquisição, o registro de acordo junto à companhia acarretará a tutela do Poder Judiciário para a execução da avença no caso do seu descumprimento e, ainda, impedirá que a sociedade anônima pratique atos contrários ao teor do acordo. Desse modo, na hipótese de um acionista acordar em conceder direito de preferência a

outro, mas vender suas ações a um terceiro, em detrimento do acordo firmado, a companhia não poderá registrar a transferência de titularidade das ações, caso o acordo tenha sido previamente averbado (COELHO, 2012).

Outro instrumento de alavancagem do poder de controle em uma sociedade anônima e que também permite o domínio de um acionista ou grupo de acionistas sem demandar um número maior de capital reside em estruturas piramidais em grupos de sociedades (AZEVEDO, 2015).

Tratam-se de sucessivas interposições de sociedades *holding* que proporcionam a participação indireta na companhia situada na base da estrutura vertical, através da diluição dos investimentos necessários à aquisição de ações com os sócios minoritários das sociedades *holding*, ocasionando a diluição do investimento. Esse mecanismo resta melhor elucidado no excerto abaixo:

Envolve a propriedade da participação majoritária no capital de uma companhia que, por sua vez, detém a maioria do capital de outra, em um processo que pode ser repetido inúmeras vezes. Assim, uma participação igual ou pouco superior a um quarto, um oitavo, um dezesseis-avos ou menos que isso é, por meio dessa metodologia, “entrincheirada”. (...) O detentor da maioria do capital da companhia no topo da pirâmide pode exercer o controle de todas as companhias (...) não obstante a sua participação seja, até mesmo, inferior a um por cento do total (BERLE, MEANS, 1932, pp. 72-73 apud AZEVEDO, 2015, p. 170).

Com efeito, conclui-se que há instrumentos de alavancagem de controle disponíveis na ordem brasileira, capazes de proporcionar domínio sobre uma companhia sem que o controlador necessite do correspondente capital social. Com a introdução das ações com voto plural, os arranjos estruturados de garantia de controle ganharam um novo mecanismo, capaz de conferir 10 votos a uma ação ordinária. A Referida novidade será objeto de análise do capítulo seguinte.

3.3 TEORIA DA AGÊNCIA

Como se viu na seção anterior, os processos decisórios das companhias passam por uma estrutura hierarquizada de órgãos sociais juridicamente estabelecidos. Nessa conjuntura, a estrutura de uma companhia é composta por grupos de pessoas com interesses comuns entre si, os quais, todavia, para terem suas demandas atendidas, dependem da atuação de outros grupos de pessoas com interesses comuns entre si, caracterizando uma relação de dependência daquele que se situa num plano superior da cadeia hierárquica em relação àquele que figura em uma

posição inferior. Essa estrutura baseada na dependência, configura aquilo denominado pela Teoria da Agência como “relação de agência” (PIMENTA, 2017).

Tal relação surge quando uma determinada parte, denominada “representado” ou “principal”, sujeita-se às ações tomadas por uma outra parte, denominada “agente” ou “representante”, as quais afetam seu bem-estar (KRAAKMAN et al. 2018, p. 79).

Para Jensen e Meckling (2008), a relação de agência pode ser definida como um contrato em que uma pessoa (representado) utiliza outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que acarrete em transferência de poderes de decisão ao agente.

No âmbito das companhias, a estrutura hierarquizada dos órgãos sociais e da companhia com entes externos constituem uma relação de agência. Em razão disso, a maximização de determinado interesse econômico de um representado depende da conduta adotada por um agente (PIMENTA, 2017). Essa relação no âmbito das companhias é melhor definida no excerto reproduzido a seguir:

Assim – e por exemplo - a maximização do interesse dos acionistas minoritários depende da conduta do controlador e a deste, por sua vez, vincula-se à ação dos administradores, e assim por diante. O ambiente corporativo é, em síntese, formado por grupos de interesses relativamente comuns dependentes, para sua maximização, da conduta de outro destes grupos de interesses organizados em torno da companhia (PIMENTA, 2017, p. 412).

Das relações de agência decorre a preocupação daquele que figura como representado em evitar que o agente aja, no desenvolvimento de sua função, em seu próprio proveito, e não no sentido de maximizar os interesses do representado. Tal apreensão perfaz a definição do chamado “conflito” ou “problema de agência” (PIMENTA, 2017).

Os conflitos associados às partes com interesses nas companhias se assemelham aos “conflitos de agência” e decorrem em grande parte das diferenças de motivações e objetivos entre o representado e o agente, bem como das assimetrias informacionais, das distintas proporções das partes ao risco e também em razão dos diferentes horizontes de planejamento (OLIVEIRA, 2016).

Nas companhias, os conflitos de agência se traduzem em três principais situações: o conflito entre os administradores e acionistas; entre acionistas e contrapartes contratuais da companhia e conflitos entre acionistas controladores e não controladores (KRAAKMAN et al. 2018, p. 80).

No primeiro caso, os acionistas são os representados e os administradores são os agentes, de modo que o problema está em fazer com que os administradores atuem em consonância aos interesses dos acionistas ao invés de buscar seus interesses pessoais

(KRAAKMAN et al. 2018, p. 80). As companhias em que há maior separação entre propriedade e controle dos meios de produção, possibilitando o exercício do controle gerencial, podem acentuar os cenários de divergências entre os proprietários das empresas e os seus administradores (CRUZ, 2018).

Já na segunda hipótese, o problema de agência envolve o conflito entre a companhia e as outras partes externas com quem ela contrata, como credores, empregadores e consumidores. As dificuldades estão em garantir que a companhia, na figura do agente, não se comporte de modo oportunista, explorando credores, trabalhadores ou lesionando consumidores (PIMENTA, 2017).

Na última situação de conflito, o sócio não controlador assume o papel de representado e o controlador, de agente. Nesse caso, o acionista não controlador precisa se precaver para evitar que o controlador faça o uso de seus poderes apenas para satisfazer seus interesses particulares, em detrimento dos demais acionistas. Os acionistas, portanto, não estão alinhados quanto aos seus interesses no empreendimento, tendo em vista os diferentes perfis de acionistas, como os especulativos, de orientação empreendedora ou aquele interessado em dividendos (PIMENTA, 2017).

A necessidade de coordenar os interesses, ou na palavra de Kraakman et al. (2018, p. 32), as “formas de oportunismos” dos diferentes grupos atuantes nas companhias, potencialmente conflitantes entre si, resultam em custos de monitoramento, também denominados como “custos de agência”. Esses custos se traduzem no constante monitoramento do agente, de modo a verificar se sua atuação está em consonância com os interesses do representado. A contratação de auditores independentes para a fiscalização das demonstrações financeiras e a remuneração de conselheiros fiscais são exemplos desses custos (custos de agência) no âmbito das companhias (OIOLI, 2013).

É digno de nota que a necessidade de fiscalização do representado e, por conseguinte, dos custos de agência, partem da premissa de que o representado e o agente são sujeitos racionais e maximizadores de seus próprios interesses, sendo natural que o representado se preocupe em evitar que o agente atue, no desempenho das suas atribuições, em benefício próprio, e não para maximizar os seus interesses (PIMENTA, 2017).

Nessa conjuntura, para lidar com problemas de agência e reduzir os custos associados ao monitoramento do agente pelo representado, o Direito recorre a um conjunto básico de estratégias jurídicas para mitigar a vulnerabilidade dos representados ao oportunismo de seus agentes (KRAAKMAN et al. 2018, p.80), as quais serão estudadas na seção a seguir.

4 O ADVENTO DAS AÇÕES COM VOTO PLURAL FRENTE ÀS ESTRATÉGIAS DE REDUÇÃO DE CONFLITOS

Até o momento, foram analisados os aspectos centrais do controle societário dentro da estrutura organizacional das sociedades anônimas e os principais conflitos que podem surgir entre os diferentes agentes que atuam dentro desse instrumento associativo, em especial aqueles envolvendo os acionistas controladores e os não controladores.

Tanto o controle societário como a relação entre acionista controlador e não controlador pautam-se, sobretudo, por estruturas de alavancagem de controle que oportunizam a um acionista a gerência sobre uma companhia sem que ele possua participação social correspondente ao domínio que exerce. A emissão de ações preferenciais sem direito a voto, acordos de acionistas, e estruturas piramidais em grupo de sociedades são exemplos de arranjos estruturados que permitem a dissociação entre poder político e poder econômico dentro de uma companhia (BEZERRA, 2014).

Com a aprovação da Emenda nº 17 à Medida Provisória nº 1.040/21, comumente chamada como “MP da Modernização do Ambiente de Negócios”, posteriormente convertida na Lei nº 14.195/21, esses arranjos estruturados que visam ao controle das companhias ganharam novos contornos, tendo em vista que o ordenamento jurídico brasileiro passou a permitir a criação de ações ordinárias com direito a voto plural, de tal modo que uma ação poderá ter direito até dez votos em certas deliberações assembleares.

Nesse contexto, o advento de um novo instrumento para alavancagem de controle, de viés concentracionista, suscita debates sobre a capacidade do ordenamento jurídico pátrio e das instituições brasileiras em lidar com potenciais conflitos ocasionados pela dissociação entre capital social e poder político.

Por esse motivo, serão abordadas as principais estratégias jurídicas de mitigação de conflito, os principais dispositivos que regulam as ações com voto plural, e, por fim, uma análise crítica das estratégias mitigadoras frente aos dispositivos reguladores do voto plural.

4.1 ESTRATÉGIAS DE REDUÇÃO DE CONFLITOS

De acordo com Kraakman et al (2018, p. 32), o direito societário tem como principal função proporcionar às companhias abertas uma forma jurídica que congregue cinco características básicas, quais sejam a personalidade jurídica, a responsabilidade limitada, as

ações transferíveis, a administração delegada com estrutura de conselho e a propriedade de investidores.

Juntas, essas características tornam as sociedades anônimas oportunas à organização da atividade produtiva, mas, por outro lado, geram tensões e dilemas entre os diferentes agentes e interesses que fazem parte deste instrumento associativo. É nesse contexto que o direito societário exerce uma segunda função, igualmente importante às companhias e pertinente ao presente trabalho, a saber: tentar controlar os conflitos de interesse entre as partes interessadas na companhia (KRAAKMAN et al. 2018, p.79).

Como visto, a estrutura das companhias se baseia em relações de agência, em que um grupo com interesses comuns depende, para satisfazer seus desejos, da conduta de outro grupo ligado à companhia. Nesse sentido se constata, por exemplo, que a maximização do interesse do acionista minoritário depende da conduta do controlador e a deste, por sua vez, das condutas dos administradores (PIMENTA, 2017).

Como resultado dessa estrutura, os conflitos associados às partes com interesses nas companhias se assemelham aos “conflitos de agência” e decorrem em grande parte das diferenças de motivações e objetivos entre o representado e o agente, bem como das assimetrias informacionais, das distintas proporções das partes ao risco e também em razão dos diferentes horizontes de planejamento (FONTES FILHO, 2008 apud OLIVEIRA, 2016).

Nas companhias, os conflitos de agência se traduzem em três principais situações: o conflito entre os administradores e acionistas; entre acionistas e contrapartes contratuais da companhia; e conflitos entre acionistas controladores e não controladores (KRAAKMAN et al. 2018, p. 33).

Das relações de agência também exsurge a necessidade de coordenar os interesses, ou nas palavras de Kraakman et al. (2018, p. 32), as “formas de oportunismos” dos diferentes grupos atuantes nas companhias, potencialmente conflitantes entre si, fato do qual decorrem custos de monitoramento, também denominados como custos de agência.

Nessa conjuntura, para lidar com problemas de agência e reduzir os custos associados ao monitoramento do agente pelo representado, o Direito recorre a um conjunto básico de estratégias jurídicas para mitigar a vulnerabilidade dos representados ao oportunismo de seus agentes.

As estratégias jurídicas para controlar os custos de agência podem ser categorizadas em dois subconjuntos, denominados, respectivamente, como “estratégias regulatórias” e “estratégias de governança”. Pode-se distinguir, ainda, as estratégias em relação ao momento

em que suas aplicações alcançam eficácia plena, classificando aquelas em que o êxito se alcança antes de o agente agir como *ex ante*, e as posteriores à conduta como *ex post* (PIMENTA, 2017).

As estratégias não se limitam ao direito societário e são passíveis de utilização em qualquer relação de agência. Além disso, as estratégias não se distinguem por completo e, por vezes, podem se sobrepor, de modo que seus usos podem ser aplicados, conforme a necessidade, em conjunto ou individualmente. Ainda, há estratégias que se situam no liame entre as estratégias regulatórias e as estratégias de governança (KRAAKMAN et al. 2018, p. 85).

Assim, dentre as funções e desafios do direito societário, possui especial relevo o gerenciamento adequado dos conflitos de interesse através de intervenções legislativas equilibradas em conjunto com regras cogentes e dispositivas, bem como soluções regulatórias, governança e, ainda, abertura para autorregulação. A mitigação dos conflitos e seus respectivos custos está associada à combinação inteligente entre soluções regulatórias e soluções de governança, com incentivos para que interessados contribuam para o monitoramento das atuações dentro das companhias (FRAZÃO, 2019).

Destarte, atentando-se ao limitado escopo do presente trabalho, opta-se por tecer um panorama sobre as principais estratégias jurídicas para redução dos custos e problemas de agência que guardam maior relação com o objeto deste estudo, qual seja, o conflito entre acionistas controladores e não controladores no contexto da introdução do voto plural no ordenamento brasileiro.

4.1.1 Estratégias regulatórias

As estratégias regulatórias são prescritivas, uma vez que ditam termos substantivos que regem o conteúdo da relação do agente-representado, tendendo a restringir diretamente o comportamento do agente, para que não sigam cursos de ação que prejudique os interesses de seus representados (KRAAKMAN et al. 2018, p. 83).

Assim como nas estratégias de governança, a implementação das estratégias regulatórias não exige necessariamente normas jurídicas positivadas, sendo passível de contratação privada ou, ainda, de complementação contratual de norma jurídica geral. A eficácia das estratégias regulatórias está condicionada a diferentes precondições, como autoridades externas, judiciária ou reguladora com conhecimento e qualificação necessária para averiguar se o agente cumpriu ou não as instruções dadas (KRAAKMAN et al. 2018, p. 83).

Nesse contexto, opta-se por centrar a análise sobre a implementação de regras e *standards*, estratégias estas associadas à imposição ou restrição da conduta dos agentes, e, também, no conjunto regulatório que disciplina termos para que os representados se filiem aos agentes ou na fixação de condições para o término desta relação, oportunizando a saída dos representados (KRAAKMAN et al. 2018 p. 87).

4.1.1.1 Regras e standards

Dentre os mecanismos regulatórios mais conhecidos, destaca-se a fixação de regras que exigem comportamentos específicos ou estabelecem uma matriz de proibições e isenções. As regras são geralmente usadas pelo direito societário para gerir a relação entre a companhia e entes externos, como na proteção de credores e investidores (KRAAKMAN et al 2018, p. 85).

Nesse sentido, pode-se citar a restrição à distribuição de dividendos e à recompra de ações como forma de evitar a diluição do patrimônio da companhia, em detrimento de credores, além de normas que exigem a tomada de certo comportamento em caso de grande perda de capital (KRAAKMAN et al 2018, p. 85).

Ainda no contexto de fixação de regras, pode-se destacar os dispositivos que conferem representação no conselho ao acionista minoritário (KRAAKMAN et al. 2018, p. 164). No Brasil, a LSA confere aos acionistas minoritários detentores de 10% de ações preferenciais ou 15% de ações ordinárias o direito de eleger um membro do conselho.

Outro mecanismo positivado na LSA é a possibilidade de os acionistas que representem pelo menos 10% do capital votante requererem o processo de eleição dos conselheiros mediante voto múltiplo. Como visto neste trabalho, nessa hipótese cada ação comportará tantos votos quantos forem os membros de Conselho de Administração, podendo tais votos serem cumulados em apenas um candidato. Esse mecanismo possibilita que os acionistas minoritários concentrem seus votos e, por consequência, aumentem a chance de eleger pelo menos um representante no conselho. (TOMAZETTE, 2017).

Para Kraakman et al. (2018, p. 164), o direito societário pode aprimorar as normas gerais que conferem representação no conselho ao acionista minoritário, reservando assentos no conselho para os minoritários ou supervalorizando os seus votos na eleição dos conselheiros. Além disso, pode-se aumentar o poder dos conselheiros eleitos por minoritários conferindo-lhes posições em comitês estratégicos ou o exercício de vetos em certas decisões.

Outro mecanismo regulatório de mitigação dos custos dos conflitos e que merece destaque, sobretudo por sua aplicação nas relações intrassocietárias, reside no estabelecimento de *standards* gerais que propiciem à discricionariedade dos julgadores determinar posteriormente se ocorreram violações.

Pode-se citar como exemplo da regulação baseada em *standards*, a exigência de que conselheiros ajam de “boa-fé” ou a determinação de que as transações das partes sejam equitativas. A utilização de *standards* tem a vantagem de permitir que a aplicação acompanhe os valores e comportamentos que prevalecem em cada época e situação, amoldando-se à evolução da sociedade e das companhias (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 2017).

A LSA se aproveita tanto de *standards* gerais como de regras fixas para regular a relação entre acionistas e administradores, na medida em que estabelece um sistema descritivo no qual são expostos deveres genéricos dos administradores, ao mesmo tempo em que estabelece condutas e responsabilidades específicas (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 2017)

Aproximando-se do direito anglo-saxônico, a LSA estabelece deveres através de padrões abstratos de conduta, atuando como verdadeiras cláusulas-gerais a serem contrastadas em face de cada caso concreto, tais como dever de diligência (Art. 153), dever de lealdade (Art. 155), dever de informar (Art. 157) (NADALIN, 2015).

A eficácia tanto das regras, quanto dos *standards* na redução dos custos relacionados aos conflitos entre acionistas está condicionada em grande parte ao vigor com que eles são aplicados. No entanto, as regras exigem esforços pretéritos dos órgãos reguladores para que sejam adequadamente redigidas, enquanto os *standards* exigem esforços posteriores às suas confecções, através da atuação de juízes e órgãos decisores qualificados e mais envolvidos na avaliação e na decisão tomada, a fim de traçar uma linha de orientação e ditar um padrão para partes futuras (KRAAKMAN et al. 2018).

4.1.1.2 Termos de Entrada e Saída

Disciplinar os termos pelos quais os representados se afiliam aos agentes, ditando termos de entrada, também se enquadra nas estratégias regulatórias dispostas pelo direito e se mostra um importante filtro de agentes oportunistas (KRAAKMAN et al. 2018, p. 83).

Dentre as estratégias de entrada, pode-se citar a exigência de divulgação sistemática de informações, como, por exemplo, as prováveis qualidades do agente antes de contratar com o representado, auxiliando este na tomada de decisão quanto ao ingresso ou não na companhia.

A divulgação obrigatória de informações, como condição para entrar e negociar no mercado de capitais, mostra-se eficiente mecanismo de constatação de estruturas envolvendo o controlador, bem como operações que evidenciem conflitos de interesses. Essa estratégia aliada à mobilização dos mercados de capitais, de analistas financeiros e da mídia, possibilita a dissuasão de operações suspeitas mediante ameaça de redução dos preços das ações, de demissões e de dano reputacional (KRAAKMAN et al. 2018, p. 179)

Nesse contexto de divulgação de dados, os principais ordenamentos jurídicos exigem que as companhias abertas utilizem auditores externos para verificar suas demonstrações financeiras, bem como auditoria profissional para grandes companhias de propriedade concentrada (KRAAKMAN et al. 2018, p. 239). Nesse sentido se mostra o Art. 3º da Lei nº 11.638/2007:

Art. 3º. Aplicam-se às sociedades de grande porte, ainda que não constituídas sob a forma de sociedades por ações, as disposições da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sobre escrituração e elaboração de demonstrações financeiras e a obrigatoriedade de auditoria independente por auditor registrado na Comissão de Valores Mobiliários (BRASIL, 2007).

Além da desmobilização mediante impacto nos preços de mercado, a divulgação obrigatória fornece informações necessárias para proteger os acionistas minoritários por meio de outros mecanismos, como o voto ou o contencioso judicial (KRAAKMAN et al. 2018, p. 179).

O direito pode também ditar termos de saída para os representados, permitindo que estes escapem de agentes oportunistas, como, por exemplo, conferir ao acionista o direito de vender suas ações em determinada situação. Destacam-se dois tipos de direito de saída, quais sejam o direito de retirada e o direito de transferência.

O primeiro permite que os acionistas que divergirem de certas operações importantes, como fusões e incorporações, requeiram o valor que suas ações tinham antes da operação contestada. O direito de retirada surge como contrapeso à ampla competência da assembleia geral, capaz de modificar substancialmente as bases do contrato de companhia. Para Vivante (1904, p. 520, apud LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 2017), o direito de retirada opera como um freio contra a facilidade das transformações, tutela o interesse individual dos acionistas contra a maioria e concilia a autonomia da entidade e dos acionistas.

A disciplina do direito de retirada na LSA é cogente e, portanto, não pode ter sua aplicação restringida ou ampliada, consoante o disposto no §2º do Art. 109 da LSA. Os fatos que autorizam o exercício do direito de retirada e previstos na LSA podem ser classificados em três grupos (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 2017).

O primeiro grupo de fato consiste na modificação dos direitos de participação dos acionistas, como a criação de ações preferenciais, aumento desproporcional de classe de ações preferenciais, alteração de direitos das ações preferencias, dentre outros (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 2017).

O segundo grupo de fato consiste em modificações essenciais no contrato da companhia, tais como a redução do dividendo obrigatório, transformação, mudança do objeto social, fusão ou incorporação em outra sociedade, cisão, dentre outros (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 2017).

A terceira classificação reside na aquisição do controle de sociedade empresária que constitua investimento relevante ou com pagamento de prêmio superior a 50% do valor das ações (art. 256). O fim dessa hipótese é assegurar aos acionistas que não participam da administração da companhia o conhecimento das condições do negócio de compra, seus motivos e suas implicações para a companhia, obrigando o controlador a explicar e a justificar a operação (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 2017).

O outro tipo de direito de saída ocorre mediante transferência, que é o direito de vender ações. Trata-se de premissa básica do mercado de ações e consiste na forma das sociedades anônimas que permite a transferência de direitos de controle, possibilitando a substituição do acionista representado atual por um novo, que pode ser mais diligente ao controlar a empresa, sendo, portanto, um dispositivo altamente eficaz para disciplinar a administração. Além disso, o direito de transferência permite que os acionistas dispersos forneçam uma avaliação contínua do desempenho da administração e de outros aspectos da companhia na forma do preço das ações (KRAAKMAN et al. 2018, p. 88).

4.1.2 Estratégias de governança

A redução dos conflitos e problemas de agência através da facilitação do monitoramento dos agentes pelos representados também encontra amparo na governança corporativa.

De acordo com Martins (2017, p. 378), a governança está associada a procedimentos metodológicos de transparência e comunicação entre os órgãos diretivos da companhia e aqueles que a integram, numa “perfeita dinâmica daquilo que se passa dentro e fora da empresa”.

Para Tomazzete (2017), a governança corporativa é um conjunto de práticas diretamente ligadas ao tratamento do acionista minoritário e aos meios de fiscalização da sociedade, sobretudo à atuação do Conselho de Administração.

De maneira semelhante, Lamy Filho e Bulhões Pedreira (2017) entendem que a governança corporativa se propõe a aperfeiçoar a administração das companhias a partir do reconhecimento de que o exercício do poder de controle sem mecanismos institucionais eficazes de fiscalização e orientação pelos acionistas sujeita-se a abusos.

Esses doutrinadores ressaltam que desde o último quartel do século XX haviam preocupações com a concentração de poderes na figura de executivos e que a partir do aumento da divulgação de abusos e fraudes em demonstrações financeiras, nos anos 2000, o movimento de governança corporativa para limitar a discricionariedade dos executivos ganhou força (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 2017).

Desse modo, o sistema de governança corporativa se origina e se apoia principalmente na preservação dos interesses dos acionistas como classe, resguardando os interesses destes em face dos administradores. Contudo, também pode e deve ser aproveitado para lidar com os conflitos e problemas de agência que ameacem os interesses dos grupos de acionistas minoritários (KRAAKMAN et al. 2018, p. 163).

Impende salientar, ainda, que o movimento de governança está indiretamente associado à separação entre propriedade e controle dos meios de produção, que possibilitou o exercício do controle minoritário ou gerencial, ou, em outras palavras, a administração da companhia por acionistas minoritários ou terceiros estranhos ao quadro social, os executivos/administradores (CRUZ, 2018).

Tal separação se mostrou propícia ao surgimento de divergências entre os proprietários das empresas (acionistas) e os administradores, fenômeno que foi chamado de “conflito de agência”. A dissociação entre a propriedade e a administração ainda permitiu que administradores tomassem decisões pensando em benefícios próprios, tais como aumento de salário e de bônus, situação denominada “problemas de agência” (KRAAKMAN et al. 2018, p. 79).

Assim, a reação aos conflitos e problemas de agência resultou na busca por mecanismos eficientes de controle da gestão, o que se convencionou chamar de boas práticas de governança corporativa (CRUZ, 2018).

É nessa toada que o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015) define a governança corporativa como um sistema que converte princípios básicos em recomendações objetivas, permitindo a direção, o monitoramento e o incentivo das empresas e de seus órgãos, de modo a proporcionar o relacionamento entre as diferentes partes interessadas, e, por conseguinte, preservar e otimizar o valor econômico das organizações.

Assim, conforme Pimenta (2017), a estratégia de governança visa à geração de fortes e eficientes mecanismos para interferir diretamente na conduta do agente ao longo do processo decisório. Nesta modalidade, a conduta esperada pelo agente não é delineada por modelos abstratos legalmente estabelecidos, mas por ferramentas de governança destinadas a permitir que os representados atuem concretamente na construção da conduta do agente.

Para atingir suas finalidades, esse movimento de estabelecer padrões de gestão objetivos é norteado por princípios, abaixo destacados:

- (i) transparência (não se deve apenas cumprir o dever de informações previsto em lei, mas disponibilizar às partes interessadas toda e qualquer informações do seu interesse,
- (ii) equidade no tratamento entre os acionistas (criação de regras mais protetivas para os minoritários e mais eficientes na prevenção do abuso por parte dos controladores),
- (iii) prestação de contas confiável (*accountability*; a prestação de contas deve seguir critérios de contabilidade seguros, eficiente e internacionalmente aceitos), e (iv) responsabilidade corporativa (os administradores/controladores devem zelar pela sustentabilidade das empresas que administram/controlam, visando à longevidade delas e incorporando em suas gestões preocupações de ordem social e ambiental, por exemplo) (CRUZ, 2018, p. 383).

O princípio da transparência serve para garantir a participação na sociedade daqueles que já integram a companhia, visando a possíveis acionistas. A transparência deve observar a qualidade das informações que revela, de modo a possibilitar a adequada compreensão do seu conteúdo, pois, do contrário, ter-se-ia uma prestação inócua. (LOPES, 2015). A transparência deve contemplar tanto os aspectos tangíveis da companhia, como o desempenho econômico-financeiro, quanto os intangíveis e os demais fatores que traçam a ação gerencial (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015).

Já o princípio da equidade parte da concepção de que todos os interessados devem ser tratados equitativamente, atentando-se aos seus respectivos direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas. Tem um viés semelhante às concepções do princípio democrático, na medida em que objetiva efetivar a igualdade de tratamento dentro das companhias (LOPES, 2015).

A respeito do terceiro princípio (*accountability*), tem-se como imperioso o fornecimento compreensível e tempestivo de contas, abrangendo acionistas e demais agentes e, ainda, observando os preceitos uniformes internacionais de contabilidade (ROSSETI, ANDRADE, 2016).

A responsabilidade corporativa, por sua vez, tem por pressuposto a manutenção da viabilidade econômico-financeira das organizações, através da redução dos resultados negativos de suas operações perante entes externos e incremento daqueles segmentos tidos como positivos. O modelo de negócio deve se atentar não só ao capital financeiro, mas ao capital intelectual, humano, social, ambiental, dentre outros (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015).

Dentre as medidas práticas de boa gestão dos negócios e de constante monitoramento, que refletem os princípios acima definidos, destacam-se:

- (i) a opção pela arbitragem para a resolução de conflitos de interesses entre acionistas;
- (ii) a existência de conselho de administração com no mínimo 5 (cinco) membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos;
- (iii) a prestação de contas obediente a preceitos uniformes internacionais (*accountability*);
- (iv) a instituição de códigos de ética;
- (v) o capital ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- (vi) em caso de alienação de controle, direito dos minoritários de vender suas ações pelo mesmo preço das ações do controlador (*tag along* de 100%);
- (vii) em caso de saída do novo mercado, dever de fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico delas;
- (viii) compromisso da companhia de manter no mínimo 25% das ações em circulação (*free float*). (CRUZ, 2018, p. 383).

Desse modo, nota-se que a governança corporativa é um conjunto de mecanismos de incentivos e de monitoramento com o fim de assegurar que o comportamento dos interessados em uma companhia, sobretudo o dos executivos, seja ético e de acordo com os interesses dos acionistas. Trata-se de um sistema de direcionamento e monitoramento das sociedades, envolvendo os acionistas, conselho de administração, diretoria, conselho fiscal e auditoria independente (TEIXEIRA, 2019).

Cumprido destacar, ademais, que o grau de eficiência das estratégias de governança está vinculado ao nível de coordenação de interesses daqueles que são representados, tendo em vista que estes são os que disporão dos instrumentos destinados a orientar concretamente a conduta dos agentes. Assim, havendo grande disparidade de interesses entre os representados, ou de significativo grau de assimetria informacional entre eles, esta estratégia acarretará altos custos de coordenação (PIMENTA, 2017).

Pode-se dizer, então, que a eficácia das estratégias de governança está diretamente associada ao grau de coordenação entre representados e agentes, ou seja, ao nível de coesão dos

representados. Quanto mais altos os custos de coordenação, maior será a dificuldade de os representados monitorarem e adequarem a conduta do agente (KRAAKMAN et al. 2018, p. 83).

4.1.2.1 *Trusteeship e recompensa*

A redução de conflitos entre acionistas controladores e não controladores encontra guarida na estratégia de alinhamento de incentivos, esta que pode ser categorizada em dois subconjuntos: estratégia de *trusteeship* e estratégia de recompensa. Cabe ressaltar que os mencionados meios, por vezes, situam-se na fronteira entre as estratégias regulatória e as estratégias de governança (KRAAKMAN et al. 2018, p. 89).

A estratégia de *trusteeship* se presta a antecipar situações que possibilitem a um agente a obtenção de ganho pessoal em detrimento do seu representado. Tal premissa presume que, uma vez eliminados incentivos monetários para que o agente se comporte de modo oportunista, este privilegiará os incentivos de consciência, orgulho e reputação e, por consequência, com maior alinhamento com o interesse do representado (KRAAKMAN et al. 2018, p. 90).

Dentre os exemplos de estratégia *trusteeship*, pode-se citar o “conselheiro independente”, do qual se espera que seja guiado mais fortemente pela consciência e reputação na medida em que não lucrará pessoalmente com as ações que beneficiam desproporcionalmente os administradores ou acionistas controladores da empresa, atuando, portanto, como mecanismo de monitoramento da administração (KRAAKMAN et al. 2018, p. 90).

Nos Estados Unidos e no Reino Unido os conselheiros independentes atuam com mais frequência no monitoramento dos diretores, enquanto em países com estruturas acionárias concentradas, como o Brasil, os conselheiros são vistos com mais frequência como defensores dos acionistas minoritários ou dos grupos não acionistas (KRAAKMAN et al. 2018, p. 140).

Nessa linha, a avaliação de demonstrações financeiras e da fiscalização de certas operações societárias por auditores, movidos sobretudo pelo zelo de suas reputações, também se mostra um exemplo de estratégia *trusteeship*.

Outra estratégia de incentivo é a estratégia de recompensa, a qual busca, através da gratificação dos agentes, um estímulo às atuações destes em compasso aos interesses de seus representados. Esses métodos de recompensa podem ser classificados em duas categorias.

A primeira categoria de estratégia de incentivo é a mais comumente utilizada e pode ser denominada como regra da partilha, cujo cerne reside na motivação de lealdade mediante vinculação dos retornos monetários do agente diretamente aos retornos auferidos pelo seu respectivo representado. Pode-se citar como exemplo, a norma de tratamento igualitário e a consequente exigência de distribuição de dividendos estritamente *pro rata*.

Assim, enquanto os retornos societários se traduzirem em pagamentos de dividendos, os acionistas controladores são incentivados a maximizar os retornos dos acionistas não controladores da companhia.

O segundo grupo de estratégia de incentivo, utilizado com menos frequência pelo direito societário é o regime de remuneração por desempenho. Nesse mecanismo de recompensa o agente não compartilha dos retornos de seu representado, mas é pago para promover seus interesses com êxito (KRAAKMAN et al. 2018, p. 92).

Destarte, feita a abordagem sobre as estratégias de redução de conflito pertinentes ao escopo deste trabalho, passa-se ao estudo das disposições que regem o voto plural no Brasil.

4.2 PRINCIPAIS ASPECTOS DO VOTO PLURAL NO BRASIL

A Lei nº 14.195/21 foi sancionada no final de agosto de 2021 e consigo trouxe consideráveis alterações na Lei das Sociedades Anônimas, dentre elas a adoção das ações com voto plural.

A perda de abertura de capitais de empresas brasileiras, como Arce, Stone, Afya e XP, para mercados exteriores onde o voto plural está disponível foi utilizado como pretexto para viabilizar esse instituto no ordenamento jurídico pátrio, muito embora a decisão de abrir capital fora do Brasil esteja mais ligada a questões relacionadas ao *valuation* das companhias em moeda estrangeira e/ou ao acesso a mercados com maior liquidez (BOULOS, CORRADINI, 2021).

Assim, após a aprovação da Emenda nº 17 à Medida Provisória nº 1.040/21, comumente chamada como “MP da Modernização do Ambiente de Negócios”, posteriormente convertida na Lei nº 14.195/21, o ordenamento brasileiro passou a permitir que empresas se utilizem de ações ordinárias com poder de voto superior às demais, e, dessa forma, possibilitou aos acionistas exercerem o controle da companhia detendo uma pequena parcela do capital social.

Inobstante a flexibilização, no Brasil da regra em que uma ação ordinária correspondia a um voto (*one share one vote*) apenas em 2021, a permissão à emissão de ações com voto plural já vem sendo utilizado em países com mercado de capitais desenvolvidos, como Estados Unidos, Singapura e Hong Kong (MAGALHÃES, 2022).

A bem da verdade, ações com voto plural não são instrumentos recentes do direito societário. Na França, essas ações foram autorizadas após a Primeira Guerra Mundial, como uma tentativa de evitar que as companhias francesas fossem controladas por estrangeiros, o que denota uma origem atrelada a motivos políticos-nacionalistas (CARVALHOSA, 2020). A utilização desse instrumento de forma autoritária, distanciando-se da concepção inicial de patriotismo, levou a legislação francesa a proibir a emissão desse tipo de ação em 1933. Com a reforma do *Code de Commerce*, em 2014, o ordenamento francês voltou a autorizar a emissão desse tipo de ação (COMPARATO, SALOMÃO FILHO, 2014, p. 244)

Nos Estados Unidos, as estruturas societárias que possuem mais de uma classe de ações com voto diferenciado são referenciadas como companhias “*Dual Class Shares*” (DCS), ainda que uma companhia não se limite a duas classes de ações. Na contemporaneidade, o mercado americano passa por um aumento no uso das ações com voto plural nos arranjos societários, sobretudo no setor de tecnologia, cuja adoção é justificada pela necessidade de manter o controle das companhias nas mãos de seus fundadores, para fins de execução do plano de negócio, sem a interferência de curto prazo do mercado (ACE GOVERNANCE).

No Brasil, o voto plural era vedado antes mesmo do Decreto-Lei nº 2.627/1940, sendo sua proibição reafirmada em leis posteriores e mantida no §2º do Art. 110 da LSA. Segundo Carvalhosa (2020, p. 705), as vedações tiveram como fundamento “a manutenção do equilíbrio e da proporcionalidade entre poder de controle e capital investido, bem como evitar abusos por parte de acionistas controladores”.

A reintrodução dessas ações voltou a ganhar força a partir das demandas por financiamentos que não ocasionassem a perda do controle dos seus fundadores. Ao mesmo tempo em que houve facilitação e aumento de financiamento privado em substituição ao *public equity* por meio de agentes financiadores e fundos de *private equity*, a proliferação dos fundos de investimentos levou à dominação destes nas deliberações sociais como alternativa ao capital injetado, servindo de contraponto à autonomia dos fundadores. Soma-se a esse contexto os avanços tecnológicos e os efeitos da globalização, que facilitaram o acesso das companhias aos ambientes regulatórios e institucionais que lhe sejam mais favoráveis (CARVALHOSA, 2020).

No cenário brasileiro, a intenção do legislador em incentivar a listagem de companhias através da garantia do poder de controle dos fundadores mediante emissão de ações com voto plural é passível de verificação a partir da exposição de motivos do Projeto de Lei nº 10.736/2018, via pela qual se pretendia a introdução do referido instituto antes do advento da Lei nº 14.195/21. As razões são transcritas parcialmente abaixo:

De fato, a atribuição de voto plural a uma classe de ações configura estratégia com elevado potencial de incentivar a listagem em bolsa de companhias familiares e *start-ups*. Isso porque, essas são companhias cujo capital reputacional está, em regra, intimamente ligado a um fundador ou empreendedor. Atribuir-lhes voto plural é assegurar que acionistas-chave preservarão seu poder de controle, no cenário pós-abertura de capital, o que gera confiança - tanto para os demais acionistas quanto para potenciais investidores - na continuidade do padrão gerencial da companhia (BRASIL, 2018).

Nesse contexto de incentivo à listagem de companhias brasileiras mediante garantia do controle dos fundadores, as modificações introduzidas na LSA pela Lei nº 14.195/21 tornaram possível a emissão de ações ordinárias com direito até 10 votos, conforme se extrai do caput do novo Art. 110-A da LSA:

Art. 110-A. 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 (BRASIL, 2021).

Na prática, referido dispositivo permite que um acionista detenha o controle majoritário da companhia com menos de 10% das ações ordinárias, ou menos de 5% para os casos em que existam ações preferenciais sem direito de voto até o limite de 50% imposto pela LSA (MAGALHÃES, 2022).

Importa destacar que, a adoção do voto plural foi permitida tanto às companhias fechadas quanto às abertas, estas desde que não tenham renegociado as suas ações ou valores mobiliários em mercados de valores mobiliários antes da criação dessa classe de ação, ou seja, somente aquelas companhias abertas que instituíram o voto plural em seus estatutos anteriormente à abertura de capital e que ainda não tenham emitido valores mobiliários estão autorizadas a adotar o supracitado instituto, conforme se depreende da leitura do inciso I e inciso II do Art. 110-A da LSA.

Da leitura dos incisos I e II do § 1º e do § 3º do artigo acima mencionado, extrai-se também que o quórum mínimo de votos favoráveis à implementação do voto plural deverá ser a metade das ações com direito a voto e metade das ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, se emitidas, reunidas em assembleia especialmente convocada, podendo o estatuto social estipular, em qualquer caso, quórum mais elevado.

Para além das supracitadas disposições, a Lei nº14.195/21 trouxe limitações sensíveis ao exercício do voto plural. Assim, para melhor abordar as novidades introduzidas na LSA e, posteriormente, para compará-las às estratégias de mitigação de conflito, opta-se por subdividir a análise das demais disposições trazidas no novo Art. 110-A em três itens, de forma que, no primeiro se destacará as *sunsets clauses*; no segundo, tratar-se-á das possibilidades do uso do direito de retirada e, por fim, serão abordadas as limitações do exercício do voto plural.

4.2.1 Das *sunsets clauses*

Dentre as várias formas de caducidade do voto plural que foram testadas nos países que já adotam essa modalidade de ação, a mais popular tem sido aquela centrada no tempo. Em síntese, uma “*sunset clause*” baseada no tempo é uma disposição que converte automaticamente as ações com voto plural em ações de voto único após a passagem de um período de tempo predeterminado, a menos que os atuais acionistas com voto único da empresa resolvam cancelar a sua manutenção (MOORE, 2020).

Nessa conjuntura, a respeito do prazo de duração das ações com voto plural, o § 7º do Art. 110-A possibilita uma vigência inicial de até 7 anos, prorrogáveis por qualquer prazo, quando aprovado por no mínimo a metade dos acionistas titulares de ações sem direito a voto plural e com direito a voto, excluídos os titulares de ações da classe cujo voto plural se pretende prorrogar.

Para Magalhães (2022), esse dispositivo cria uma forma de julgamento do controlador pelo tribunal de acionistas, uma vez que os acionistas sem direito a voto plural serão responsáveis por decidir pela prorrogação do exercício da administração do controlador ou pela volta do regramento “uma ação, um voto”.

Inobstante a existência de marco temporal limitador do voto plural, o inciso III do § 6º do artigo acima mencionado também permite que o estatuto social estabeleça *sunset clause* atrelada a evento ou a termo. A propósito:

§ 6º É facultado aos acionistas estipular no estatuto social o fim da vigência do voto plural condicionado a um evento ou a termo, observado o disposto nos §§ 7º e 8º deste artigo.

Nesse diapasão, pode-se dizer, a título de exemplificação, que o estatuto poderia estabelecer *sunset clause* baseada na propriedade, de modo que as ações com voto plural sejam automaticamente convertidas em ações ordinárias quando a participação de seu detentor for

reduzida, ficando abaixo de determinado nível. A *sunset clause* baseada em evento também poderia ser projetada determinando limites de resultado e desempenho da companhia, de tal forma que as ações com voto plural sejam convertidas automaticamente em ações com voto único se a empresa atingir um resultado negativo pré-fixado (MOORE, 2020).

Outra forma de *sunset clause* introduzida pelo inciso I do § 8º do novo Art. 110-A da LSA foi aquela baseada na transferência, na qual as ações com voto plural serão automaticamente convertidas em ações ordinárias sem voto plural na hipótese de os titulares originais daquelas ações as transferirem a terceiros, com as seguintes exceções: o alienante permanecer indiretamente como único titular de tais ações e no controle dos direitos políticos por elas conferidos; o terceiro for titular da mesma classe de ações com voto plural a ele alienadas; a transferência ocorrer no regime de titularidade fiduciária para fins de constituição do depósito centralizado. A conversão automática também ocorrerá no caso em que contrato ou acordo de acionistas, entre titulares de ações com voto plural e acionistas que não sejam titulares de ações com voto plural, dispôr sobre exercício conjunto do direito de voto, conforme leitura do inciso II do § 8º do artigo citado anteriormente.

Para Verçosa (2021), essas hipóteses de conversão denotam o caráter personalista das ações com voto plural, uma vez que elas se vinculam aos acionistas que foram favorecidos com esse direito, persistindo, inclusive, na transferência em favor daquele ou de outro de titular dotado de igual direito.

Em síntese, pode-se dizer que as hipóteses de caducidade do voto plural, estabelecida pelo novo Art. 110-A da LSA, consistem no decurso do tempo e na transferência de titularidade dessas ações, havendo, ainda, a possibilidade de o estatuto fixar evento ou termo para tanto.

4.2.2 Das hipóteses de retirada

A sistemática das ações com voto plural no ordenamento jurídico pátrio assegura o direito de retirada aos acionistas que não aprovarem a criação dessas ações, por meio do reembolso do valor de suas ações, desde que o estatuto social já não preveja ou autorize a criação de ações ordinárias com atribuição de voto plural, conforme § 2º do Art. 110-A, abaixo transcrito:

§ 2º Nas deliberações de que trata o § 1º deste artigo, será assegurado aos acionistas dissidentes o direito de se retirarem da companhia mediante reembolso do valor de suas ações nos termos do art. 45 desta Lei, salvo se a criação da classe de ações ordinárias com atribuição de voto plural já estiver prevista ou autorizada pelo estatuto (BRASIL, 2021).

Além disso, o inciso III do § 6º do dispositivo supracitado também garante que, na circunstância da prorrogação do prazo de vigência do voto plural, os acionistas dissidentes possam se retirar da companhia, mediante reembolso do valor de suas ações, nos termos do Art. 45 da LSA.

4.2.3 Das limitações impostas ao voto plural.

O advento do voto plural no ordenamento pátrio veio acompanhando de limitadores do seu exercício, sendo que as possíveis razões de suas previsões, por serem pertinentes ao tema central deste trabalho serão abordadas no próximo tópico, limitando-se, por hora, a mera exposição das disposições legais.

Com efeito, o § 9º do novo Art.110-A da LSA estabelece que, nos casos em que a lei expressamente indicar quóruns com base em percentual de ações ou do capital social, sem mencionar o número de votos conferidos pelas ações, a pluralidade de votos deverá ser desconsiderada nas deliberações.

Os incisos I e II do § 12 do referido artigo, por sua vez, estabelecem que o voto plural não será aplicável em votações de assembleia de acionistas que deliberarem sobre remuneração de administradores e celebração de transações com partes relacionadas.

Por fim, vale destacar a vedação às operações de incorporação, de incorporação de ações e fusão entre companhia aberta que não adote voto plural e companhia que adote o voto plural (Art. 110-A, § 11, inciso I), bem como a proibição à operação de cisão de companhia aberta que não adote voto plural para constituição de nova companhia com adoção de voto plural (Art. 110-A, § 11, inciso II).

4.3 CONSIDERAÇÕES SOBRE O VOTO PLURAL FRENTE ÀS ESTRATÉGIAS DE MITIGAÇÃO DE CONFLITOS

Dentre as principais críticas à permissão às ações de voto plural no Brasil, as mais contundentes são aquelas que vislumbram essas ações como instrumento de promoção da concentração do poder de controle em um mercado que ainda não consolidou mecanismos de proteção de acionistas não controladores ou minoritários (CARVALHOSA, 2020).

Em pesquisa realizada pela ACE Governance (2019), encomendada pela B3, sobre a utilização de ações com direitos de votos diferenciados, constatou-se que os riscos de abuso de poder e a inexistência de mecanismos efetivos de proteção dos investidores minoritários no ordenamento jurídico brasileiro são umas das principais desvantagens da adoção desses instrumentos.

Sobre o tema, Carvalhosa (2020) defende que o mercado brasileiro é incipiente em matéria de proteção do investidor e eficácia sancionatória, razão pela qual a adoção do voto plural seria medida prejudicial ao seu efetivo desenvolvimento. Conforme expõe o autor, o voto plural encontra aceitação e receptividade do mercado norte-americano justamente por conta dos instrumentos lá disponibilizados, que asseguram a efetiva fiscalização por parte dos agentes reguladores e da aplicação de medidas sancionadoras severas e eficazes aos infratores, podendo-se considerar, ainda, a tutela do mercado em caso de abuso.

No âmbito da Teoria da Agência, pode-se dizer que a adoção ao voto plural proporciona altos custos de agência para incentivar o titular dessas ações a tomar decisões com vista ao interesse da companhia e não para obter benefícios particulares. Por conta disso, os eventuais benefícios da adoção do voto plural no sistema brasileiro estariam condicionados ao grau de efetividade das regras que limitam o poder e a atuação em conflito de interesses (PRADO, NANI, 2022).

Assim, constata-se que as preocupações com o advento do voto plural no Brasil residem nos riscos de abusos de poder que podem decorrer da dissociação entre poder político e propriedade acionária, tendo em vista que, por meio da emissão dessas ações, um acionista poderia controlar uma companhia sem deter o capital social correspondente ao domínio que exerceria.

Impende salientar, todavia, que a descompatibilização entre contribuição econômica e poder político, bem como eventuais abusos oriundos dessa separação, não são novidades trazidas pelo voto plural, tendo em vista a presença no sistema jurídico brasileiro de outros mecanismos de alavancagem de controle que proporcionam descompatibilização semelhante.

A emissão de ações preferenciais sem direito a voto, acordos de acionistas, e estruturas piramidais em grupo de sociedades são exemplos de arranjos estruturados que permitem a dissociação entre poder político e poder econômico dentro de uma companhia (BEZERRA, 2014).

O próprio estudo encomendado pela B3 apontou que no Brasil a alavancagem de controle se dá, em sua grande maioria, mediante emissão de ações preferenciais, notando-se,

ainda, o uso de estruturas piramidais, as quais permitem que o controle seja “exercido com a propriedade de uma pequena parcela do total das ações e, conseqüentemente, trazendo um potencial desalinhamento de interesses entre os acionistas detentores de ações preferenciais e os controladores” (ACE GOVERNANCE, 2019, p. 73).

Dessa forma, o princípio “uma ação, um voto”, amplamente defendido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, em seu Código de Melhores Práticas, como forma de alcançar uma proporcionalidade entre direito econômico e direito político decorrente do voto e, conseqüentemente, um alinhamento mais eficaz de interesses entre sócios (ESTEVES, TOMAZETTE, 2021), já não era uma máxima no ordenamento societário brasileiro.

Vale destacar, ainda, a existência de estudos que indicam que a adoção ao princípio “uma ação, um voto” não representa uma garantia da total proteção dos acionistas, tampouco uma melhor performance econômica de uma companhia, conforme explicita Khachaturyan no excerto reproduzido abaixo:

Against this background, the conclusion this paper draws from the literature on law, economics and finance is that 1S1V is neither a sufficient nor a necessary condition for shareholder democracy in general or shareholder empowerment in the EU in particular. Despite the fact that the 1S1V rule is more politically attractive, it is suboptimal in terms of its economic efficiency. Even if the EU hypothetically manages to disperse ownership in the Union – which, in the light of the EU Takeover Directive, is an insurmountable task – at best 1S1V is clearly not a valueenhancing mechanism in itself and at worst is associated with deadweight social losses. Most striking, however, is the fact that even in traditional 1S1V jurisdictions like the US, the advance of capital markets and corporate derivative securities effectively allow for the decomposition of the 1S1V system. Paradoxically, any such decomposition can distort incentives and lead to the destruction of shareholder value. Consequently, while trying to promote shareholder wealth, EC policy-makers might instead promote its destruction through the 1S1V rule (2006, p. 16).

Desse modo, a proibição do voto plural não se sustenta quando já existentes outros mecanismos de alavancagem de controle, ainda que não se possa negar as preocupações quanto à ineficiência de mecanismos efetivos de proteção dos investidores minoritários no contexto brasileiro.

Não obstante, é preciso realçar que a legislação que institui o voto plural na LSA, com o objetivo de mitigar os efeitos negativos proporcionados pelo voto plural no que se refere ao poder de controle, previu salvaguardas à utilização desses instrumentos (CLOUD, SOUZA, 2021), as quais vão ao encontro das estratégias jurídicas de mitigação de conflitos, descritas anteriormente neste trabalho.

Nesse sentido, pode-se destacar que, ao proibir a adoção de voto plural por companhias que já tenham realizado oferta pública inicial ou que tenham negociado valores mobiliários

antes da criação dessa classe de ação, os incisos I e II do Art. 110-A da LSA trazem importante mecanismo de garantia da hígidez dos termos de afiliação e, por consequência, de proteção dos acionistas minoritários, que ficarão resguardados da “mudança de regras no decorrer do jogo” (MAGALHÃES, 2022). É digno de nota que essas vedações são passíveis de críticas, sobretudo por dar margem a uma interpretação de penalização e tratamento desigual às companhias que já negociam valores mobiliários, o que poderia ter sido evitado a partir do estabelecimento de quóruns mais qualificados para instituição do voto plural em companhias abertas já listadas (p. 2022).

Além da preocupação com os termos de afiliação, o Art. 110-A da LSA também se mostra atento à mitigação de conflitos mediante estabelecimento de estratégias de saídas, tendo em vista que garante aos acionistas que não aprovarem a criação das ações com voto plural o direito de retirada por meio do reembolso do valor de suas ações.

Outra salvaguarda que visa à proteção dos dissidentes reside na *sunset clause* baseada no tempo, estabelecida pelo § 7º do Art. 110-A, que limita a vigência inicial das ações com voto plural em 7 anos, e, na hipótese de ser aprovada a sua prorrogação, assegura novamente o direito de retirada dos discordantes.

Ao conferir referido direito, tanto na hipótese de dissidência na introdução do voto plural na companhia, quanto na sua prorrogação, a legislação traz um freio às transformações que se deem mediante alto nível de irresignação, tendo em vista o ônus consistente no pagamento do reembolso do valor das ações.

Desse modo, a legislação positivou um importante mecanismo de mitigação de conflito, que opera como um freio contra a facilidade das transformações e tutela os interesses individuais contra a maioria, permitindo que acionistas dissidentes escapem de agentes que julgarem oportunistas.

De maneira semelhante, a *sunset clause* pautada na transferência das ações com voto plural se mostra um importante mecanismo de proteção da legítima expectativa dos acionistas que concordarem com a emissão dessas ações em razão da figura daquele que as adquiriu e que, por consequência, tornou-se o controlador. Nessa linha, explicita Marc T. Moore no excerto reproduzido abaixo:

The rationale behind a transfer-based sunset is that it protects the legitimate expectations of a DCS company’s (single-vote-holding) minority shareholders, who may well have assented to their subordinate governance status in the firm based on their faith and/or trust in its incumbent (multi-vote-holding) controller (2020, p. 142).

O novo Art. 110-A da LSA também se mostrou atento a possíveis abusos na fixação de remunerações dos administradores, tendo em vista que vedou o uso do voto plural nas deliberações sobre remuneração, coibindo o controlador de utilizar da pluralidade de voto como forma de expropriar riquezas dos minoritários mediante remuneração dos executivos que a ele estão atrelados.

Impede salientar, ademais, que, ao condicionar a criação de ações com voto plural à aprovação de metade, no mínimo, das ações com direito a voto e também da maioria absoluta das ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, o Art. 110-A da LSA atende recomendações do Código de Melhores Práticas, elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, ainda que ele se mostre mais favorável ao princípio “uma ação, um voto”, conforme excerto abaixo:

- a) Cada ação ou quota deve dar direito a um voto.
- b) A decisão pela adoção de estruturas que se afastem desse marco, ou seja, em que o direito de voto não é proporcional à participação dos sócios no capital, deve:
 - i. ser tomada pelo conjunto dos sócios (incluindo aqueles titulares de ações ou quotas sem direito a voto), avaliando se esse eventual desalinhamento de interesses poderá prejudicar o desempenho da organização ou seu acesso a capital (IBGC, 2015);

Desse modo, nota-se que a introdução do voto plural no ordenamento societário brasileiro veio acompanhada de estratégias jurídicas de mitigação de conflito, sobretudo por fornecer meios de saídas àqueles que se julgarem prejudicados pela adoção desse instrumento. Tem-se que um dos cerne da regulação do mercado de capitais, o estabelecimento de estratégias de entrada e saída, conforme explicita Kraakman et al. (2018, p. 454), foi atendido pelo arcabouço regulatório que introduziu o voto plural no Brasil.

Nessa conjuntura, a proteção dos acionistas não controladores e dos investidores não deve ser concebida apenas a partir daquilo que é positivado no ordenamento jurídico brasileiro, mas também a partir da atuação de agentes públicos e privados na fiscalização do fiel cumprimento dos dispositivos reguladores e na aplicação das medidas sancionadoras no caso de transgressão.

Conforme explicita Kraakman et al. (2018, p. 481), a implementação de um mercado de capitais eficaz e que confere proteção aos investidores depende do controle de guardiões (*gatekeepers*) e do fortalecimento dos agentes efetivadores (*enforcers*) públicos e privados.

Pode-se dizer, então, que a mitigação de conflitos advindos do voto plural, assim como de qualquer outro mecanismo de alavancagem de controle, repousa na capacidade de o regulador, representante do Poder Judiciário, e da arbitragem em controlar potenciais situações de conflito de interesses (PRADO, NANI, 2021) e de garantir o fiel cumprimento dos preceitos

básicos de governança, quais sejam a transparência, a integridade, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa.

Assim, os entes de efetivação devem atuar para que os acionistas e os investidores potenciais sejam informados de forma íntegra sobre a verdadeira situação da companhia. Deve-se atentar à higidez da prestação de contas, ante a sua importância na fiscalização do controlador e dos seus administradores, evitando-se abusos e assegurando um melhor desempenho. Pela integridade, deve haver um respeito aos interesses dos minoritários e um efetivo cumprimento do ordenamento jurídico, de modo que, pela responsabilidade corporativa, devem ser adotadas práticas que permitam o respeito às preocupações ambientais e sociais (TOMAZETTE, ESTEVES, 2021).

Na via da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), as diferentes interpretações quanto aos conceitos de conflitos de interesses geram incertezas e inviabilizam a definição de *standards* de conduta, sendo, portanto, necessária a busca por jurisprudências firmes que sinalizem as condutas reprováveis em relação ao abuso do poder de controle e conflito de interesse (PRADO, NANI, 2021). Em termos de pessoas, o Brasil investe pelo menos três vezes menos do que países onde há intensa atuação dos agentes efetivadores públicos, como os Estados Unidos e o Reino Unido. Em termos de orçamentos de efetivação pública comparado ao PIB, os orçamentos dos Estados Unidos e do Reino Unido são de três a quatro vezes maiores do que o do Brasil (KRAAKMAN et al. 2018, p. 482).

No âmbito litigioso, o moroso andamento dos processos no Judiciário e a falta de especialização, bem como a “ausência de conjunto robusto de decisões que promovam segurança jurídica colocam em dúvida se a jurisdição estatal seria a esfera para se apostar no respeito aos limites do poder de controle”. Os altos custos associados aos procedimentos arbitrais e a confidencialidade de suas decisões, sem que se possa ter previsão de resultados e efeitos, também se mostra um entrave à segurança dos acionistas não controladores (PRADO, NANI, 2021).

Com efeito, nota-se que o advento do voto plural no mercado brasileiro veio acompanhado de importantes medidas de mitigação de conflitos, as quais, todavia, não garantem total proteção de acionistas não controladores, sendo necessária atuação de agentes públicos e privados para coibir práticas abusivas.

5 CONCLUSÃO

Este trabalho teve por escopo analisar a incidência de instrumentos mitigadores de conflitos nos dispositivos que introduziram o voto plural no ordenamento brasileiro, de forma a analisar as principais críticas que essas ações podem suscitar.

No primeiro capítulo, tratou-se de abordar a evolução histórica, econômica e política das sociedades anônimas em âmbito global e nacional. Assim, pode-se constatar que a marcha do desenvolvimento histórico de tais sociedades resultou numa estrutura organizacional que possibilita a concentração de poder e promove a figura do controlador.

Abordou-se, ainda, o conceito de sociedade anônima, a partir das congruências doutrinárias de seus aspectos principais, como o capital social dividido em ações, a responsabilidade limitada ao valor das ações e a existência de ações com distintos direitos. Procedeu-se também com o estudo da estrutura organizacional básica das companhias. Por esses motivos, percebeu-se que o sistema de tomada de decisões não está centrado na figura dos administradores, mas na dos acionistas que, através da assembleia geral, orientada pelo princípio majoritário, deliberam sobre todos os aspectos que concernem ao objeto da companhia.

Já no segundo capítulo, viu-se que o controle da sociedade anônima pode se configurar de variadas formas, podendo o domínio corresponder a uma contribuição econômica ou ser oriundo de arranjos estruturados que permitem a descompatibilização entre poder político e poder econômico. Além disso, após a análise da Teoria da Agência, pode-se concluir que a estrutura hierarquizada dos órgãos sociais e os diferentes interesses no âmbito das companhias proporcionam um cenário ideal para o surgimento de conflitos.

No terceiro capítulo, abordaram-se algumas estratégias de redução dos conflitos e de seus custos, subdividindo-as em estratégias regulatórias e estratégias de governança. Ainda no referido capítulo, detalhou-se os principais dispositivos que introduziram o voto plural no ordenamento brasileiro.

Conclui-se, a partir de então, que o voto plural é mais um instrumento de alavancagem de controle que, todavia, veio acompanhado de dispositivos mitigadores de conflito, de modo que possíveis conflitos a ser causados pelo uso dessas ações não deixariam de existir com a proibição desse instrumento, pois são conflitos inerentes aos demais mecanismos de alavancagem de controle.

Assim, ao optarem por permanecer associados a detentores de ações com voto plural, os acionistas minoritários e investidores estarão fazendo o uso da sua liberdade de contrato, sujeitando-se aos mesmos riscos existentes em companhias que estão expostas a outros sistemas de alavancagem.

Além disso, compreende-se que o uso do voto plural se mostra menos complexo e mais transparente, tendo em vista que evidencia a figura do controlador que exerce o domínio da companhia, de modo a facilitar a fiscalização e verificação de eventuais abusos.

Entende-se, ainda, que o uso do voto plural possibilita que os acionistas estejam todos reunidos e vinculados por um estatuto, e, conseqüentemente, possuam as condições de acionistas e legitimidade em juízo.

Ademais, conclui-se que, ao contrário do que acontece com estruturas piramidais, em que decisões são tomadas nas assembleias de uma *holding* controladora, a adoção do voto plural permite que os rumos da companhia sejam deliberados em assembleia, na qual os acionistas não controladores poderão participar.

Ao final, resta claro que o debate não se deve ater à pertinência ou não dessas ações, mas na necessidade de um sistema de *enforcement* de fato eficaz, capaz de inibir eventuais atuações do acionista com controle concentrado, seja qual for a sua origem.

REFERÊNCIAS

ACE GOVERNANCE. **Extrato da análise internacional e repercussão no mercado brasileiro da expansão da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados (DCS)**. São Paulo: ACE Governance, 2019, p. 85. Disponível em:

https://www.b3.com.br/data/files/45/02/1F/3D/16ECF6107DF7ACF6AC094EA8/EXTRATO_DA_ANALISE_VOTO_PLURAL.pdf. Acesso em: 03 mar. 2022.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de minoria em direito societário: abuso das posições subjetivas minoritárias**. 2010. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. Disponível em: https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-02082011-142051/publico/Tese_simplificada.pdf. Acesso em: 09 jan. 2022.

AZEVEDO, Luís André Negrelli de Moura. **Concentração e dispersão do poder político nas organizações coletivas finalísticas**. Regime jurídico da companhia aberta integrante do novo mercado da bolsa de valores: o papel decisivo desempenhado pelos instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica de acionistas no âmbito da companhia. 2015. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. Disponível em: https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-17122015-104939/publico/Tese_LANMA_Final.pdf.tde-17122015-104939. Acesso em: 10 de fev. 2022.

BARBOSA, Henrique Cunha. **A exclusão do acionista controlador na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. 154 p.

BEZERRA, Andréia Cristina. **Alienação de controle: limitação do poder do controlador como mecanismo de proteção dos acionistas minoritários de companhias fechadas**. 2014. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-12122014-104138/pt-br.php>. Acesso em: 04 mar. 2022.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, 17 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 17 dez. 2021.

BRASIL. Lei Nº 11.638, de 28 de Dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. **Diário Oficial da União**, Brasília, 28 de dezembro de 2007. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm. Acesso em: 24. jan. 2022.

BRASIL. Projeto de Lei nº 10736/2018. Acrescenta o art. 110-A à Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, de modo a autorizar a atribuição de voto plural a uma única classe de ações, e dá outras providências. **Câmara dos Deputados**, Brasília, 2018. Disponível em:

<https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2183068>. Acesso em 02 fev. 2022.

COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de direito comercial, volume 2: direito de empresa**. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2008, p. 645.

CRUZ, André Santa. **Direito empresarial**. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018. 978 p.

FRAZÃO, Ana. **Para que serve o Direito Societário?: a importância do equacionamento da relação entre poder e responsabilidade e dos conflitos de agência**. 2019. Disponível em: http://professoraanafrazao.com.br/files/publicacoes/2019-12-05-Para_que_serve_o_Direito_Societario_A_importancia_do_equacionamento_da_relacao_entre_poder_e_responsabilidade_e_dos_conflitos_de_agencia_Parte_II.pdf. Acesso em: 18 jan. 2022.

GONÇALVES, Victor Eduardo Rios; PERROTTA, Maria Gabriela Venturoti. **Direito empresarial: direito de empresa e sociedades empresárias**. 10. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. 108 p.

JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. **Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade**. Revista de Administração de Empresas. 2008, v. 48, n. 2, pp. 87-125. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rae/a/vr3bbm6tBJStSmQZk4Y8y4m/?lang=pt#>. Acesso em: 20 fev. 2022.

KRAAKMAN, Reinier *et al.* **A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional**; tradução Mariana Pargendler. São Paulo: Editora Singular, 2018. 518p.

KHACHATURYAN, Arman. **The one-share-one-vote controversy in the EU**. ECMI Paper, Brussels. 2006, n. 1, p. 1-2. Disponível em: https://fese.eu/app/uploads/2019/02/DLV_Winner_2006.pdf. Acesso em: 24 fev. 2020.

KOBUS, Renata Carvalho; SANTOS, Lucas Farias. **Poder de Controle e Medidas Defensivas nas Sociedades Anônimas**. Revista Jurídica Luso-Brasileira, v. 4, p. 1479, 2019. Disponível em: https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2019/4/2019_04_1479_1512.pdf. Acesso em: 20 nov. 2021.

LOPES, Marcelo Rodrigo. **Governança corporativa e redução de assimetrias de informação**. 2015. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-08042016-093952/publico/Governanca_Corporativa_e_Reducacao_de_Assimetrias_Informacao_Marcelo_Rodrigo_Lopes.pdf. Acesso em: 2022-02-22.

LOUD, Beatriz Nunes; SOUZA, Uriel. **O voto plural e o impacto para as startups: os possíveis efeitos decorrentes da implementação do voto plural para as sociedades anônimas.** 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/o-voto-plural-e-o-impacto-para-as-startups-06102021>. Acesso em: 04 mar. 2022.

MAGALHÃES, Daniel. **Voto plural à brasileira: um verdadeiro "antes feito que perfeito".** 2022. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/357720/voto-plural-a-brasileira-um-verdadeiro-antes-feito-que-perfeito>. Acesso em: 04 mar. 2022.

MIRANDA, Pontes de. **Direito das obrigações.** Tomo L: sociedades por ações. Atualizada por Alfredo de Assis Gonçalves Neto. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, p. 337.

MOORE, Marc T. **Designing Dual Class Sunsets: The Case for a Transfer-Centered Approach.** William & Mary Business Law Review, 93 (2020), Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3478572>. Acesso em: 23 fev. 2022.

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

NADALIN, Guilherme Frazão. **A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas: artigo 159, § 6º, LSA e a Business Judgment Rule.** 2015. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-20052016-104823/pt-br.php>. Acesso em: 17 fev. 2022.

OIOLI, Erik Frederico. **A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na lei das sociedades anônimas.** 2013. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. Disponível em: https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-11092014-143912/publico/Tese_Erik_Oioli_versao_integral.pdf. Acesso em: 20 dez. 2021.

OLIVEIRA, Clara Brando de. **Problemas de agência no setor público: o papel dos intermediadores da relação entre poder central e unidades executoras.** Dissertação (Mestrado Profissional em Administração Pública) - FGV - Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2016. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/16577/CLARA%20BRANDO_Disserta%20a7%20a3o_v34%20%28p%20b3s%20banca%29.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 10 fev. 2022.

PATELLA, Laura Amaral. **Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos.** 2015. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-11112015-105422/pt-br.php>. Acesso em: 08 fev. 2022).

PIMENTA, Eduardo Goulart. **Direito Societário.** Porto Alegre: Editora Fi, 2017. 633 p.

REQUIÃO, Rubens Edmundo. **Curso de direito comercial**, 2. v. 29. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 414.

RODRIGUES, Eduardo Frade. **O direito societário e a estruturação do poder econômico**. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade de Brasília, Brasília, 2016. Disponível em: <https://repositorio.unb.br/handle/10482/22507>. Acesso em: 24 fev. 2022.

SILVA, Rodrigo Tellechea. **Sociedades anônimas fechadas: direitos individuais dos acionistas e cláusula compromissória estatutária superveniente**. 2015. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-11122015-090418/publico/Rodrigo_Tellechea_Silva_Versao_Integral.pdf. Acesso em: 20 fev. 2022..

TEIXEIRA, Tarcisio. **Direito empresarial sistematizado: doutrina, jurisprudência e prática**. 8. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. 1110 p.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial: Teoria Geral e Direito Societário**, v. 1. 8. ed. rev. e atual. – São Paulo: Atlas, 2017, p. 860.

TOMAZETTE, Marlon; ESTEVES, Lucas Lacerda. **Os efeitos do Voto Plural na Governança Corporativa**. 2021. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/355954/os-efeitos-do-voto-plural-na-governanca-corporativa>. Acesso em: 12 jan. 2022.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial**. São Paulo: Malheiros, 2008.



Universidade Federal de Santa Catarina
Centro de Ciências Jurídicas
COORDENADORIA DO CURSO DE DIREITO

TERMO DE RESPONSABILIDADE PELO INEDITISMO DO TCC E
ORIENTAÇÃO IDEOLÓGICA

Aluno(a): Leonardo Matos da Luz

RG:

CPF:

Matrícula: 17105962

Título do TCC: A introdução das ações com voto plural frente às estratégias de mitigação de conflito.

Orientador(a): André Lipp Pinto Basto Lupi

Eu, Leonardo Matos da Luz, acima qualificado(a); venho, pelo presente termo, assumir integral responsabilidade pela originalidade e conteúdo ideológico apresentado no TCC de minha autoria, acima referido

Florianópolis, 21 de março de 2022.



Documento assinado digitalmente

Leonardo Matos da Luz

Data: 21/03/2022 20:27:04-0300

CPF: 059.387.939-20

Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

Leonardo Matos da Luz

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
COLEGIADO DO CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

TERMO DE APROVAÇÃO

O presente Trabalho de Conclusão de Curso, intitulado “**A introdução das ações com voto plural frente às estratégias de mitigação de conflito**”, elaborado pelo(a) acadêmico(a) Leonardo Matos da Luz, defendido em **18/03/2022** e aprovado pela Banca Examinadora composta pelos membros abaixo assinados, obteve aprovação com nota 9,7 (nove e sete décimos), cumprindo o requisito legal previsto no art. 10 da Resolução nº 09/2004/CES/CNE, regulamentado pela Universidade Federal de Santa Catarina, através da Resolução nº 01/CCGD/CCJ/2014.

Florianópolis, 18 de Março de 2022



Documento assinado digitalmente

André Lipp Pinto Basto Lupi

Data: 21/03/2022 19:37:13-0300

CPF: 910.392.409-25

Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

André Lipp Pinto Basto Lupi
Professor Orientador



Documento assinado digitalmente

Orlando Celso da Silva Neto

Data: 21/03/2022 16:16:19-0300

CPF: 588.014.309-06

Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

Orlando Celso da Silva Neto
Membro de Banca



Documento assinado digitalmente

LUIZ FERNANDO CALEGARI

Data: 21/03/2022 09:41:46-0300

CPF: 069.030.689-02

Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

Luiz Fernando Calegari
Membro de Banca