

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO

JULIA CECATO

VOTO PLURAL:

**A introdução ao tema recém-chegado à legislação brasileira e os potenciais
riscos que apresenta às companhias**

SÃO PAULO - SP

2022

JULIA CECATO

VOTO PLURAL:

**A introdução ao tema recém-chegado à legislação brasileira e os potenciais
riscos que apresenta às companhias**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-
SP), como parte das exigências para a obtenção do
título de bacharel em Direito.

Orientadora: Prof.^a Ma. Alessandra Rivalainez
Tridente

SÃO PAULO - SP

2022

AGRADECIMENTOS

Agradeço, inicialmente, a minha família, meus pais, avós, minhas tias, os quais sempre me apoiaram na minha jornada acadêmica, sempre torceram pelo meu sucesso e se mantiveram firmes para que neles eu pudesse me apoiar quando necessário, seguindo de cabeça erguida pelos desafios e tombos desta grande etapa da minha vida.

Agradeço especialmente ao meu pai, Marcelo, por todo o amor e carinho dedicado a mim durante todos esses anos e ao longo da minha breve existência. Ele foi o responsável por me ensinar o valor da persistência, da determinação, da coragem, do foco, bem como da importância de manter-se no caminho para os seus propósitos, por mais árduo que possa parecer. Se não der certo, ainda não acabou, se acabou, torna-se aprendizado. Ele foi, e sempre será, meu maior apoiador, meu maior fã, e a pessoa que mais acredita no meu potencial, até mais do que eu mesma.

Agradeço às minhas amigas da turma MC, que se tornaram minhas irmãs de coração ao longo desses cinco, agora aparentemente não tão longos anos. Inexiste faculdade sem ter com quem compartilhá-la, e foi com elas que eu tive o prazer de dividir momentos incríveis, assim como outros nos quais pensávamos em desistir, mas nos mantivemos unidas, suportando tudo e todos, até o fim dessa jornada.

Agradeço também às minhas amigas do basquete feminino da PUC-SP. Elas são as responsáveis por tornarem a universidade especial, muito mais do que uma universidade, um segundo lar, um ponto de aconchego, de união, de desafios, de superação e de muita festa e alegria.

Em especial, gostaria de agradecer minhas melhores amigas Areta Abreu, Mariana Herzka e Mariana Custódio, que foram os meus 3 mais fortes pilares pelos meus 5 anos de graduação, pelo apoio incondicional nos momentos difíceis, motivação sempre que necessária e comemoração nos dias de felicidade. Elas foram as responsáveis por me fazerem acreditar que a faculdade é um ambiente que vai muito além do conhecimento, das aulas e seminários, é um lugar para se fazer amizades levadas para a vida, de aprender a se relacionar com pessoas diferentes, de formar laços fortes e duradouros e de entender que a vida é feita de muito mais do que apenas o conhecimento passado em sala de aula. A vida é feita também dos que estão ao seu redor e, como bem disse Christopher McCandless, “a felicidade só é real quando compartilhada”.

Por fim, agradeço à gloriosa Pontifícia Universidade Católica de São Paulo por todas as memórias, ao seu corpo docente pela dedicação e apoio a mim fornecidos e pelo conhecimento passado, que é o bem mais precioso que se pode ter. Obrigada por promoverem meu amor, esperança, dedicação e respeito pelo Direito.

RESUMO

O presente trabalho abarca a temática do voto plural, estrutura utilizada na governança de companhias inserida na legislação brasileira no ano de 2021, por meio da apresentação do histórico desse mecanismo, seguido da definição de seu conceito, estabelecendo a sua aplicabilidade e finalizando com os pontos de atenção a serem destacados nessa estrutura, objetivando indicar os eventuais prejuízos em seu uso.

Palavras-chave: Controle; Direito de Voto; Acionistas Minoritários

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	1
2. HISTÓRICO DO VOTO PLURAL	4
2.1. O VOTO PLURAL NO BRASIL AO LONGO DOS ANOS	4
2.2. O RETORNO DO VOTO PLURAL À LEGISLAÇÃO BRASILEIRA NO ANO DE 2021	6
2.3. O HISTÓRICO DA ESTRUTURA DE <i>DUAL-CLASS SHARES</i> (VOTO PLURAL) NOS ESTADOS UNIDOS E SUAS VEDAÇÕES E PERMISSÕES AO LONGO DO TEMPO	9
3. DEFINIÇÃO E APLICABILIDADE DO VOTO PLURAL	14
3.1. A DEFINIÇÃO DE VOTO PLURAL	14
3.1.1. <i>O DIREITO DE VOTO E A POSSIBILIDADE DE ADOÇÃO DO VOTO PLURAL</i>	15
3.2. A APLICABILIDADE DO VOTO PLURAL	17
4. BEBCHUK, KASTIEL, E A INSUSTENTABILIDADE DA ESTRUTURA DE DUAL-CLASS SHARES	20
4.1. ENTRINCHEIRAMENTO GERENCIAL E A BAIXA PARTICIPAÇÃO NO CAPITAL SOCIAL DA COMPANHIA	21
4.2. O EMBATE ENTRE OS BENEFÍCIOS PRIVADOS DO CONTROLADOR E OS INTERESSES DA COMPANHIA	24
4.3. A DIMINUIÇÃO DAS HABILIDADES DO CONTROLADOR AO LONGO DO TEMPO	26
5. CONCLUSÃO	32
BIBLIOGRAFIA	34

1. INTRODUÇÃO

O trabalho ora desenvolvido tratará da análise da apresentação do mecanismo no voto plural, o qual fora, no ano de 2021, inserido na Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas), com a criação do novo artigo 110-A e demais alterações pertinentes, em decorrência da aprovação da Lei 14.195/21. O presente trabalho visa apresentar o histórico recente do voto plural no Brasil e nos Estados Unidos, trazendo algumas das visões sobre o referido mecanismo em diferentes contextos. Além disso, dá-se destaque principalmente à perspectiva dos acionistas minoritários, em decorrência da aplicabilidade do voto plural nas estruturas societárias como meio de garantia do poder de controle dentro das companhias.

Outrossim, o presente trabalho abordará também os tópicos quanto à definição do voto plural, debaterá quanto a questão do direito de voto do acionista, bem como trará situações reais, a fim de garantir uma compreensão de aplicabilidade do mecanismo nas companhias.

Por fim, o trabalho apresentará os pontos tidos na doutrina atual sobre o assunto, sob uma perspectiva dos riscos e potenciais malefícios do uso de uma estrutura societária pautada na utilização de voto plural, principalmente considerando o contexto de uma Oferta Pública Inicial (IPO). Nesse momento, serão apresentados os posicionamentos e argumentos desenvolvidos pelos estudiosos Lucian A. Bebchuk e Kobi Kastiel, bem como exibidos exemplos reais com aplicação dos conceitos.

A inserção do voto plural no sistema legal brasileiro consiste em uma grande inovação no escopo do Direito Empresarial, alterando um cenário consolidado desde sua vedação em 1932¹, no qual a premissa estabelecida voltava-se à máxima “1 ação, 1 voto”, a um mecanismo permissionário à multiplicidade de votos em apenas uma ação e permitindo, como será possível observar, uma adequação da legislação comercial brasileira ao contexto no qual segue inserida, contando com “estruturas jurídicas aptas a facilitar a recuperação econômica do mercado e a assegurar contínuo desenvolvimento à livre iniciativa”².

¹ Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1932.

² Calças, Manoel de Q. P.; Junqueira, Ruth; Clemesha, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. vol. 92. ano 24. p. 159-185. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <<http://revistadoistribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rlq&marg=DTR-2021-8724>>. Acesso em: 10.05.2022.

O voto plural chega ao Brasil com um histórico já estabelecido e debatido em outras nações, com enfoque neste estudo dado ao contexto dos Estados Unidos, como mencionado anteriormente, sendo abordada a dinâmica de negócios, investimentos e governança. Considerando os debates ainda hoje aquecidos sobre o tema, é imperioso colocar que o legislador, ao trazer o mecanismo para o diploma legal brasileiro, elaborou o artigo 110-A de modo a garantir determinados limites à referida ferramenta, limites estes debatidos na doutrina e que serão ora apresentados, elaborando-o e convencionando-o com suas peculiaridades, como um meio de adaptação inicial à legislação brasileira³.

Diante de todo o contexto de análise explicitado acima, o trabalho trará à tona o debate quanto às estruturas de companhias, nas quais seus acionistas façam uso do voto plural, bem como observar suas finalidades, potenciais malefícios e suas razões, a quem interessa e qual a motivação de tal interesse. Destaca-se que o presente trabalho aludirá, principalmente no que tange aos exemplos práticos, a situação dos acionistas minoritários na utilização do voto plural. Dessa forma, demonstrar-se-á as condições dispostas a estes acionistas a partir do momento em que passa a ser possível a utilização do voto plural.

O trabalho a ser desenvolvido, dessa forma, volta-se a, além de tratar do contexto histórico, da aplicabilidade e do funcionamento do voto plural, considerando uma nova perspectiva de estrutura de controle nas companhias, verificar se a ferramenta do voto plural pode ser, de fato, benéfica ou não às companhias, considerando a potencialidade dos malefícios e os dados apresentados quando da ocorrência de situações críticas. O debate quanto ao voto plural encontra-se distante de um fim, de modo que, a cada nova legislação que o aborde, nasce mais uma oportunidade de avaliar a estrutura, a aplicabilidade e as adequações, considerando a nação que passa a utilizá-la.

³ MÜSSNICH, Francisco A. M. Societário Academy, Aula 7 - Medidas Defensivas & Voto Plural, Rio de Janeiro. Disponível em <https://ead.societarioacademy.com.br/course/index/2/2#>. Acesso em: 04 jul. 2022.

2. HISTÓRICO DO VOTO PLURAL

Visto como uma grande novidade, inédita na legislação do país, visando beneficiar o mercado nacional e flexibilizar a sistemática de governança empresarial brasileira, o voto plural já possui um histórico traçado nas normas comerciais do Direito Brasileiro e ao redor do mundo. Até o ano de 2021 e o advento da Lei 14.195, o voto plural permanecia expressamente vedado pela Lei das Sociedades por Ações, no entanto, tal vedação expressa inexistia no finado Código Comercial (Lei nº 556, de 25 de junho de 1850), isto é, a antes de sua vedação expressa pela legislação brasileira, era permitido às sociedades a criação de ações com voto ordinárias com voto plural.

2.1. O VOTO PLURAL NO BRASIL AO LONGO DOS ANOS

O banimento expresso do voto plural da legislação brasileira ocorreu no ano de 1932, por meio do Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1932⁴, o qual dispunha quanto ao “modo de constituição do capital das sociedades anônimas, permitindo que ele se constitua, em parte, por ações preferenciais de uma ou mais classes”⁵. Na redação do diploma, mais especificamente em seu artigo 1º, §4º, tem-se sucinta e expressamente “é vedado o voto plural”⁶. A partir de então, proíbe-se no Direito Brasileiro a utilização do instrumento do voto plural, sendo estipulado apenas o mecanismo já conhecido pelos juristas das ações preferenciais, ainda hoje mantido na Lei das Sociedades por Ações e amplamente utilizado.

Importa destacar aqui as motivações do legislador de 1932 para fundamentar a retirada do mecanismo do diploma legal. Sendo assim, apresentam-se 4 (quatro) razões, (i) a concentração de poder por pessoas responsáveis por pequenas contribuições ao capital, (ii) uma tendência a decisões tidas como “aventureiras”, (iii) a expropriação dos acionistas não controladores do valor do prêmio de controle, e (iv) a ocorrência de abusos por parte do acionista controlador. Diante de tais premissas, tem-se como relevante a fala do Ministro à época, Francisco Luís da Silva Campos,

⁴ MÜSSNICH, Francisco A. M. Societário Academy, Aula 7 - Medidas Defensivas & Voto Plural, Rio de Janeiro. Disponível em <https://ead.societarioacademy.com.br/course/index/2/2#>. Acesso em: 04 jul. 2022.

⁵ Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1932.

⁶ Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1932.

em sua exposição de motivos apresentada ao Chefe do Governo Provisório, Getúlio Vargas⁷:

“A solução do voto plural ou privilegiado não só deixou de ser adoptada como foi expressamente fulminada pelo projecto que veda a sua adopção nos estatutos das sociedades anonymas (...) Entre nós anto mais se revelaria nociva a criação de ações com voto privilegiado.”

Diante do demonstrado acima, pode-se compreender o ideal de nocividade trazido nas premissas fundamentadoras da vedação, tendo as ações com voto plural um “potencial danoso” de acordo com a visão da época. Ressalta-se que, até os dias atuais, tais razões podem ainda ser utilizadas como fundamentação para vedação ao voto plural, ainda largamente debatido por juristas ao redor do mundo, em diferentes nações (como será visto ao longo deste trabalho).

Interessa pontuar nesse histórico também sobre o Decreto nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, o qual manteve a vedação ao voto plural no parágrafo único de seu artigo 80, no entanto, incluindo uma redação ao *caput* estabelecendo que “a cada ação comum ou ordinária corresponde um voto nas deliberações da assembléia-geral [sic], podendo os estatutos, entretanto, estabelecer limitações ao número de votos de cada acionista”⁸. No que tange a tal Decreto, destaca-se os ensinamentos trazidos por Calças, Junqueira e Clemesha, nas lições de Waldemar Ferreira e Ruy Carneiro Guimarães:

“(...) retornemos à lição de Waldemar Ferreira, catedrático de Direito Comercial das tradicionais Arcadas, que, sob o viés do Decreto 2627, de 1940, ao ressaltar a limitação ao número de votos de cada acionista, como princípio geral, afirmou que o texto legal **facultou ao estatuto limitar o número de votos de cada acionista**, identicamente ao que já havia disposto a legislação alemã de 1937.

Diz o mestre:

‘Os estatutos podem **limitar o número de votos do grande acionista**; mas não podem privar acionista algum do direito de voto: com apenas uma ação,

⁷ MÜSSNICH, Francisco A. M. Societário Academy, Aula 7 - Medidas Defensivas & Voto Plural, Rio de Janeiro. Disponível em <https://ead.societarioacademy.com.br/course/index/2/2#>. Acesso em: 04 jul. 2022.

⁸ Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2627.htm. Acesso em: 10.05.2022.

terá, necessariamente, um voto. Salvaguardou-se o direito da minoria, acrescentando o art. 80, em seu parágrafo único, ser vedado o voto plural.⁹ Em idêntico sentido é a lição de Ruy Carneiro Guimarães: ‘Também proibiu o decreto-lei a criação de ações de voto plural, isto é, de ações que concedem aos seus titulares maior número de votos que aos donos de outras, em igual quantidade, da mesma categoria’¹⁰.” (CALÇAS, JUNQUEIRA, CLEMESHA, 2021, p. 4, grifo nosso)

Nesse sentido, observa-se que a legislação brasileira, sob um viés interpretativo, permitiu em determinado momento, a limitação de votos do acionista majoritário, porém vedou o voto plural. A referida vedação foi tida como meio de garantir uma proteção dos acionistas minoritários, visão esta que hoje pode ser transmutada a uma forma quase que inversa, como será demonstrado mais à frente, sendo o acionista minoritário um beneficiário do voto plural.

2.2. O RETORNO DO VOTO PLURAL À LEGISLAÇÃO BRASILEIRA NO ANO DE 2021

O retorno da possibilidade de uma estrutura societária com voto plural à legislação brasileira em 2021 pode ser justificada de maneiras diversas, no entanto, tendo em vista o cenário pandêmico, tem-se em vista um motivador maior, abaixo tratado. Nesse sentido, cumpre observar, como intenciona-se, a referida motivação maior que pode ter levado o legislador a optar pela volta do voto plural à legislação brasileira após decorrido tanto tempo de sua vedação.

Inicialmente, destaca-se o cenário brasileiro vivido no ano de 2019 e em janeiro de 2020:

“Em 23 de janeiro de 2020 o Ibovespa batia recorde nominal de 119.528 pontos, após um ano de baixa histórica das taxas de juros no país e de implementação de programas de desinvestimento pelos entes da

⁹ FERREIRA, Waldemar. Tratado de Direito Comercial. São Paulo: Ed. Saraiva, 1961. v. IV. p. 308. In. Calças, Manoel de Q. P.; Junqueira, Ruth; Clemesha, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. vol. 92. ano 24. p. 159-185. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <<http://revistadotribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2021-8724>>. Acesso em: 10 mai. 2022.

¹⁰ GUIMARÃES, Ruy Carneiro. Sociedades por Ações. São Paulo: Forense, 1960. v. I. In. Calças, Manoel de Q. P.; Junqueira, Ruth; Clemesha, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. vol. 92. ano 24. p. 159-185. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <<http://revistadotribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2021-8724>>. Acesso em: 10 mai. 2022.

administração indireta da União. Com a queda da rentabilidade de investimentos de renda fixa, fundos de investimento, planos de previdência e investidores pessoas físicas dos segmentos de private banking e do varejo de alta renda se voltavam ao mercado de ações.

O ano de 2019 conheceu recorde de emissão de valores mobiliários, a B3 já estudava formas de facilitar a “dupla negociação” de ações emitidas no exterior, e indicava a redução de tarifas para o investidor pessoa física. Nesse mesmo ano de 2019 o mercado brasileiro observava um sensível aumento da participação de investidores brasileiros no volume das ofertas públicas de ações: pela primeira vez o capital estrangeiro representou menos de 50% da captação doméstica,¹¹ ao mesmo tempo em que a captação não regredia, ou seja, os investidores brasileiros revelavam crescente fôlego. As previsões indicavam um 2020 promissor para IPOs e Follow Ons.

Menos de dois meses após seu recorde nominal, o Ibovespa sofreu uma queda vertiginosa de 39% em decorrência da pandemia global da Covid-19, e em março de 2020 acumulava o pior resultado em mais de vinte anos¹². (CALÇAS, JUNQUEIRA, CLEMESHA, 2021, p. 5)

Observa-se, portanto, um movimento aquecido do mercado brasileiro no período pré-pandemia de COVID-19, o qual fora praticamente fulminado com a chegada do vírus. Dessa forma, o cenário traçado para as companhias nos anos “de recuperação”, sendo estes 2021 e 2022, surgia com companhias em crise, com uma necessidade iminente de novos investimentos e aportes de capital¹³. Nesse ponto surge uma das possíveis motivações para a alteração da Lei das Sociedades por Ações, a função social.

¹¹ WILTGEN, Julia. Captação em ofertas públicas já em 2019 já supera volume de todo o ano passado. Disponível em: [\[assets.seudinheiro.com/2019/anbima/captacao-em-ofertas-publicas-ja-supera-volume-de-todo-o-ano-passado/\]](https://assets.seudinheiro.com/2019/anbima/captacao-em-ofertas-publicas-ja-supera-volume-de-todo-o-ano-passado/). In: Calças, Manoel de Q. P.; Junqueira, Ruth; Clemesha, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. vol. 92. ano 24. p. 159-185. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <http://revistadostribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2021-8724>. Acesso em: 10 mai. 2022.

¹² LARGUI, Nathália et al. Quando o Ibovespa vai se recuperar do tombo de 39% com o coronavírus? Artigo publicado no Valor Investe, em 13.03.2020. In: Calças, Manoel de Q. P.; Junqueira, Ruth; Clemesha, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. vol. 92. ano 24. p. 159-185. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <http://revistadostribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2021-8724>. Acesso em: 10 mai. 2022.

¹³ Calças, Manoel de Q. P.; Junqueira, Ruth; Clemesha, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. vol. 92. ano 24. p. 159-185. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <http://revistadostribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2021-8724>. Acesso em: 10 mai. 2022.

Em um cenário de crise, a função social ganha altos níveis de importância em diversas esferas, destacando-se aqui a sua relevância no âmbito da dogmática jurídica, isto é, nas normas por si só, devendo este ramo adequar-se à realidade vivida¹⁴. Nesse sentido, não apenas importa a dogmática jurídica na sua função de mantenedora do Estado Democrático de Direito, mas assumindo uma função positiva, visando melhorias e adequação do sistema normativo aos cenários vividos:

“No presente momento, em que salta aos olhos a função social por vezes esquecida de tantos setores da sociedade – como profissionais da saúde, do corpo diplomático, da segurança pública, entre tantos outros –, a dogmática jurídica é convidada a refletir sobre a sua função social.

Se de um lado essa função social está necessariamente ligada à conservação do Estado Democrático de Direito e à preservação de suas instituições; de outro, **é essencial que a doutrina assuma também um papel propositivo, a colaborar com o aperfeiçoamento legislativo do direito positivo.**

Ante a atual crise da Covid-19, milhares de empresas nacionais enfrentam o desafio de se recapitalizarem. **Daí o interesse social e econômico no aperfeiçoamento da legislação vigente em matéria societária, notadamente no que concerne à disciplina da abertura de capital.** Tempos de instabilidade econômica não são ideais à abertura de capital das sociedades comerciais, mas é necessário que o país conte com estruturas jurídicas aptas a facilitar a recuperação econômica do mercado e a assegurar contínuo desenvolvimento à livre iniciativa.” (CALÇAS, JUNQUEIRA, CLEMESHA, 2021, p. 5, grifo nosso)

A alteração de um cenário promissor, de aquecimento do mercado, com previsões de IPOs e *Follow Ons* em massa, para um cenário de crise e necessidade de recapitalização, muitas vezes arriscada e urgente, de diversas companhias, traz à tona a importância da atuação positiva. A fim de retornar a um mercado com previsões como as de um 2020 sem pandemia, a legislação deveria caminhar em direção ao desenvolvimento das estruturas jurídicas, permitindo um novo modelo de atuação das companhias.

¹⁴ Calças, Manoel de Q. P.; Junqueira, Ruth; Clemesha, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. vol. 92. ano 24. p. 159-185. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <<http://revistadostribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rlq&marg=DTR-2021-8724>>. Acesso em: 10 mai. 2022.

2.3. O HISTÓRICO DA ESTRUTURA DE *DUAL-CLASS SHARES* (VOTO PLURAL) NOS ESTADOS UNIDOS E SUAS VEDAÇÕES E PERMISSÕES AO LONGO DO TEMPO

Considerando o, ora já apresentado, breve contexto brasileiro quanto ao voto plural, importa trazer também um outro breve histórico referente ao instrumento, em decorrência da sua ampla utilização na nação em questão, sendo este o histórico estadunidense. As sociedades que possuem em sua estrutura de governança ações com voto plural têm papel importante na economia estadunidense, visto que, por exemplo, essas empresas estão significativamente representadas nos principais índices de ações e possuíam uma capitalização de mercado agregada superior a três trilhões de dólares em julho de 2016 (BEBCHUK, KASTIEL, 2017, tradução nossa)¹⁵.

Nos Estados Unidos, o primeiro caso convencionado como *dual-class shares* (DCS)¹⁶ se deu na emissão de ações ordinárias sem direito a voto, em 1898, pela *International Silver Company*, de modo que em 1902, tais ações passaram a ter um direito de voto reduzido, ao invés de não possuírem direito algum. Diante da criação de ações ordinárias, isto é, de uma mesma classe, diferenciando apenas o poder de voto, criou-se a distinção entre *cash flow rights* e *voting rights*¹⁷. Dessa forma, diferenciam-se os direitos de natureza econômica atribuídos aos acionistas, que, no caso de DCS permanecem os mesmos, equivalente a sua participação no capital social da companhia, e os direitos de voto, os quais não se mantêm na proporção de 1 ação, 1 voto.

Diante do surgimento das DCS, houve uma movimentação das bolsas de valores dos EUA, no entanto, nem todas no mesmo sentido. A partir de 1926, a *New York Stock Exchange* (NYSE) proibiu a emissão de DCS, proibição esta que durou até

¹⁵ “These companies are significantly represented in the leading stock indices and have an aggregate market capitalization exceeding \$3 trillion as of July 2016.”

¹⁶ termo em inglês utilizado para caracterizar a emissão de ações de mesma classe, porém com poderes distintos, no caso em questão, ações ordinárias com maior ou menor poder de voto na companhia

¹⁷ MÜSSNICH, Francisco A. M. Societário Academy, Aula 7 - Medidas Defensivas & Voto Plural, Rio de Janeiro. Disponível em <https://ead.societarioacademy.com.br/course/index/2/2#>. Acesso em: 04 jul. 2022.

1985, quase sessenta anos, mantendo a regra de 1 ação, 1 voto.¹⁸¹⁹ A volta da liberação pela NYSE da listagem de companhias com estrutura de DCS se deu em decorrência da ameaça de saída feita pela General Motors, a qual tinha a intenção de aderir ao modelo de DCS, no entanto, não poderia realizar tal alteração estando listada na NYSE. Dessa forma, mediante a ameaça de troca da NYSE pela NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*), a qual, como se pode concluir, permitia a listagem de companhias com estrutura de DCS.²⁰ Destaca-se que, enquanto isso, em 1976, a American Stock Exchange (AMEX) também passou a permitir a listagem de companhias que possuíam DCS em sua estrutura.

Ainda nesse contexto e diante da liberação, em 1985, da listagem de companhias com DCS pela NYSE, em 1988, a *Securities Exchange Commission* (SEC) adotou a norma 19c-4 à seção 19(c) do *Securities Exchange Act* de 1934, a qual buscava proibir a listagem de companhia aderentes ao instrumento de DCS nas bolsas de valores do país, de modo que a maioria das modalidades de DCS seria vetada²¹. A adoção da norma, no entanto, foi subsequentemente revogada por decisão da *Court of Appeals* (Tribunal de Justiça) do Distrito de Columbia²². Sobre esse contexto, Bebchuk e Kastiel:

“Embora o Tribunal de Apelações do distrito de Columbia tenha invalidado esta regra alegando que a SEC não tinha autoridade para adotá-la, a SEC persuadiu as principais bolsas de valores a proibir recapitalização com voto plural sob seus padrões de listagem. Como tal, embora as empresas dos EUA ainda enfrentem restrições na introdução de uma estrutura de voto plural quando já listadas, têm sido amplamente livres para abrir seu capital com uma estrutura de voto plural por cerca de três décadas.”²³ (BEBCHUK, KASTIEL, 2017, P. 597)

¹⁸ MÜSSNICH, Francisco A. M. Societário Academy, Aula 7 - Medidas Defensivas & Voto Plural, Rio de Janeiro. Disponível em <https://ead.societarioacademy.com.br/course/index/2/2#>. Acesso em: 04 jul. 2022.

¹⁹ BEBCHUK, Lucian A., KASTIEL, Kobi. *The untenable case for perpetual dual-class stock*. *Virginia Law Review*, Volume 103, p. 591. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2954630. Acesso em: 04 jul. 2022.

²⁰ BEBCHUK, Lucian A., KASTIEL, Kobi. *The untenable case for perpetual dual-class stock*. *Virginia Law Review*, Volume 103, p. 596. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2954630. Acesso em: 04 jul. 2022.

²¹ Bainbridge, Stephen Mark, *The Short Life and Resurrection of Sec Rule 19c-4*. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=315375> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.315375>. Acesso em 04.06.2022.

²² MÜSSNICH, Francisco A. M. Societário Academy, Aula 7 - Medidas Defensivas & Voto Plural, Rio de Janeiro. Disponível em <https://ead.societarioacademy.com.br/course/index/2/2#>. Acesso em: 04 jul. 2022.

²³ *Although the district of Columbia Court of Appeals invalidated this Rule on grounds that the SEC lacked authority to adopt it, the SEC persuaded the main stock exchanges to prohibit dual-class recapitalizations under their listing standarts. As such, while U.S. companies still face constraints on*

A fim de consolidar um cenário prático, cabe mencionar com maiores detalhes dois casos que podem ser citados a título de exemplo no que tange à utilização de DCS são as empresas *Ford Motor Company* e a *Meta, Inc.* (antiga *Facebook, Inc.*, incorporada em setembro de 2021).

No caso Ford, a estrutura de DCS passou a ser utilizada apenas na terceira tentativa de negócio de Henry Ford. As duas primeiras sociedades de Ford, a *Detroit Automobile Company* e a *Henry Ford Company*, terminaram, ambas, em decorrência de desentendimentos entre o empresário e os investidores. No primeiro caso, o desentendimento entre eles levou os investidores a deixarem a companhia, enquanto no segundo, levou à substituição de Ford. Destaca-se neste ponto que os desentendimentos ora mencionados foram ocasionados em razão de discordâncias no modo de gestão do negócio entre Ford e os investidores. Dessa forma, ao criar a *Ford Motor Company*, o empresário adotou o modelo de DCS, mantendo-se no controle da companhia, apesar de possuir uma participação minoritária no capital social, de modo a possibilitar os investimentos e a implementação de suas ideias e meio de produção, o qual tornou-se um dos mais conhecidos da história²⁴.

Quanto ao histórico da *Meta, Inc.*, desde o ano de 2012, ainda sob a denominação de Facebook, Inc., a companhia adotou a estrutura de DCS, existindo a classe de ações com apenas 1 (um) voto por ação e a classe de ações com 10 (dez) votos por ação. Considerando este cenário, em 2018, o fundador Mark Zuckerberg²⁵ detinha o equivalente a 51% (cinquenta e um por cento) dos direitos de voto da companhia, apesar de ser detentor de ações representativas de apenas 14% (quatorze por cento) do capital social da Facebook, Inc. Destaca-se o fato de que esse percentual do capital social era composto apenas pela classe de ações com 10 (dez) votos por ação. Na visão de Zuckerberg, a estrutura da companhia com base em DCS permite uma projeção de crescimento pautada em visões a longo prazo, como se pode depreender de sua fala:

introducing a dual-class structure midstream, they have been largely free to go public with a dual-class structure for about three-decades.

²⁴ MÜSSNICH, Francisco A. M. Societário Academy, Aula 7 - Medidas Defensivas & Voto Plural, Rio de Janeiro. Disponível em <https://ead.societarioacademy.com.br/course/index/2/2#>. Acesso em: 04 jul. 2022.

²⁵ Mark Elliot Zuckerberg

“Não estamos à mercê dos acionistas de curto prazo. Podemos realmente projetar esses produtos e decisões com o que será do melhor interesse da comunidade ao longo do tempo”²⁶²⁷

Importa destacar aqui, ademais, o impacto da adesão de grandes companhias à estrutura de DCS no contexto em que as companhias estão inseridas, como mencionado por Bebchuk e Kastiel:

“Houve uma tendência ascendente na adoção do voto plural desde que a Google abriu seu capital com uma estrutura de voto plural em 2004 e foi seguida por empresas de tecnologia bem conhecidas, como Facebook, Groupon, LinkedIn, Snap, Trip Advisor e Zynga. De fato, de acordo com o provedor de dados Dealogic, 'mais de 13,5 por cento das 133 empresas listadas nas bolsas dos Estados Unidos em 2015 estabeleceram uma estrutura de voto plural (...) em comparação com (...) apenas 1 por cento em 2005'." (BEBCHUK, KASTIEL, 2017, p.595)²⁸

O crescimento no número de companhias aderentes à estrutura de DCS não foi o único efeito gerado pela abertura de capital da Google contando com ações de voto plural. Tal movimentação implicou, inclusive, na volta aos debates quanto aos benefícios ou não de se permitir tal estrutura às companhias, trazendo à tona opiniões contra e a favor sobre o assunto, como afirmam Bebchuk e Kastiel:

“A decisão dos reguladores e das bolsas de valores dos EUA de permitir o uso de estruturas de voto plural por empresas na fase de IPO não encerrou a batalha sobre a conveniência da prática. Uma onda de IPOs com estrutura de voto plural, intensificando-se depois que o Google empregou a estrutura quando abriu seu capital em 2004, reacendeu o discurso público e acadêmico sobre o assunto.” (BEBCHUK, KASTIEL, 2017, p. 597, tradução nossa)²⁹

²⁶ *We are not at the whims of short-term shareholders. We can really design these products and decisions with what is going to be in the best interest of the community over time.*

²⁷ MÜSSNICH, Francisco A. M. Societário Academy, Aula 7 - Medidas Defensivas & Voto Plural, Rio de Janeiro. Disponível em <https://ead.societarioacademy.com.br/course/index/2/2#>. Acesso em: 04 jul. 2022.

²⁸ *There has been an upward trend in the adoption of DCS since Google went public with a DCS structure in 2004 and was followed by well-know tech companies, such as Facebook, Groupon, LinkedIn, Snap, Trip Advisor, and Zynga. Indeed, according to data-provider Dealogic, “more than 13.5 percent of the 133 companies listing shares on the United States exchanges in 2015 have set up a dual-class structure (...) compared with (...) just 1 percent in 2005.”*

²⁹ *The decision of U.S. regulators and stock axchanges to permit the use of dual-class structures by IPO companhies did not end the battle over the desirability of the practice. A wave of dual-class IPOs, intensifying after Google employed the structure when it went public in 2004, rekindled the public and academic discourse about it.*

Além dos pontos observados acima, uma pesquisa do *Institutional Shareholder Services*, realizada em 2007, avaliou que dentre 464 (quatrocentas e sessenta e quatro) companhias, em dezesseis países europeus, 24% (vinte e quatro por cento) contava com uma estrutura de DCS.³⁰

³⁰ BEBCHUK, Lucian A., KASTIEL, Kobi. *The untenable case for perpetual dual-class stock*. *Virginia Law Review*, Volume 103, p. 595. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2954630. Acesso em: 04 jul. 2022.

3. DEFINIÇÃO E APLICABILIDADE DO VOTO PLURAL

Observado o breve histórico acima apresentado e adentrando ao cenário da legislação brasileira no ano de 2021, o voto plural, por meio da Lei 14.195, passa a ser parte do escopo da Lei das Sociedades por Ações, tornando-se tópico de debates e análises quanto a sua funcionalidade e aplicabilidade no cenário brasileiro. Diante desse novo cenário e dos debates a serem trazidos, já apresentados quando versado sobre o histórico do voto plural, cabe, portanto, discorrer quanto à definição de tal instrumento, o qual será ora descrito como uma técnica.

3.1. A DEFINIÇÃO DE VOTO PLURAL

Visto como uma técnica, o voto plural seria aplicado visando a manutenção do domínio e do poder dentro da estrutura de uma sociedade anônima, por aquele que a criou, de modo a estabelecer uma reserva de poder de mando, a fim controlar a vontade social, isto é, as vontades da pessoa jurídica em questão, advinda da deliberação social, como definido abaixo:

“Ao se falar em voto plural, impõe-se lembrar que tal instrumento pode ser definido como uma técnica utilizada pelos instituidores da companhia para assegurar uma posição de domínio e poder na sociedade anônima. Configura reserva de poder de mando para controlar a vontade social emergente da deliberação social.” (CALÇAS, JUNQUEIRA, CLEMESHA, 2021, p. 2)

O voto plural, assim, toma a forma, resumidamente, de um mecanismo para manutenção do controle dentro das sociedades anônimas, permitindo que acionistas com um menor número de ações permaneçam na posição de decisores nas deliberações sociais. Aplicando-se o conceito ora designado ao voto plural a uma visão tangível da situação, tem-se que³¹:

³¹ Calças, Manoel de Q. P.; Junqueira, Ruth; Clemesha, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. vol. 92. ano 24. p. 159-185. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <<http://revistadoatribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2021-8724>>. Acesso em: 10.05.2022.

“Voto plural, dual-class shares (DCS) ou ainda dual-class capital structures designam o mesmo fenômeno à luz de três perspectivas distintas. Trata-se do fenômeno da possibilidade de atribuição de voto plural a determinada classe de ações. A emissão por uma companhia de duas (ou mais) classes de ações ordinárias com direito de voto diferenciado traduz uma estrutura acionária não unitária, mas dual (dual-class shares), que, à luz do capital social, pode-se denominar estrutura de capital dual (dual-class capital structure), e que, à luz dos direitos políticos do acionista, expressa o voto plural.” (CALÇAS, JUNQUEIRA, CLEMESHA, 2021, p. 6)

Tem-se, assim, a noção de aplicabilidade do voto plural, a que e a quem serve, qual sua função e qual o provável interesse para uso do instrumento. Como indicado no breve histórico brasileiro, no entanto, o voto plural fora expressamente vedado em 1932, tendo como um dos argumentos o privilégio do poder de controle atrelado ao pequeno percentual de ações, alegado pelo ministro Francisco Campos, em trecho já mencionado no presente trabalho. Dessa forma, importa trazer a destaque, também brevemente, à questão do direito de voto.

3.1.1. O DIREITO DE VOTO E A POSSIBILIDADE DE ADOÇÃO DO VOTO PLURAL

Quanto ao direito de voto, a conceituação de tal direito cumpre um papel importante na definição de possibilidades de estrutura que afetem referido direito. Sendo assim, tem-se que o direito de voto em uma esfera não essencial, nas palavras de Calças, Junqueira e Clemesha:

“(...) à luz da hodierna Lei das Companhias (Lei 6.404/1976 (LGL\1976\12)), (...) são considerados direitos individuais essenciais dos acionistas aqueles que, nem a assembleia geral, nem o estatuto social poderão privar os acionistas do seu exercício, sendo considerados impostergáveis e irrenunciáveis os especificados no art. 109. São, segundo a boa e pacífica doutrina, os direitos que não podem ser alterados pela vontade da maioria dos acionistas e que, mesmo com o expresse consentimento dos acionistas, não podem ser abolidos ou restringidos.

No art. 109 da lei que regulamenta as companhias brasileiras, são considerados essenciais os direitos (i) de participar dos lucros sociais; (ii) de participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; (iii) de fiscalizar, na forma prevista na lei, a gestão dos negócios sociais; (iv) de preferência para subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; e (v) de retirar-se da sociedade nos casos previstos na lei.

Cumpra neste ligeiro esboço destacar que, no rol dos direitos essenciais do acionista, nossa legislação não aponta o direito de voto como sendo um deles, omissão que, em função desta circunstância, presta-se a debates acadêmicos e pretorianos. De conhecimento geral que o voto é uma declaração unilateral de vontade, não receptícia, que tem por objetivo constituir uma decisão colegiada ou coletiva. Tal manifestação de vontade ocorre em assembleia geral ordinária ou extraordinária, ou ainda em assembleia especial (como as de debenturistas, preferencialistas etc.) e configura o direito político mais importante conferido ao acionista.” (CALÇAS, JUNQUEIRA, CLEMESHA, 2021, p. 2)

Adotando-se aqui o posicionamento acima apresentado, cumpre observar que não está o direito de voto na esfera de direito essencial do acionista, sendo, assim, tratado como uma manifestação de vontade, apta a corroborar para as decisões a serem tomadas na esfera administrativa das companhias, no âmbito de suas assembleias. O voto, portanto, toma a forma de um direito instrumental, o qual deve ser utilizado pelo acionista a benefício da companhia, podendo, assim, ser limitado e adequado à realidade, nos dizeres de Waldírio Bulgarelli:

“De maneira complexa, é bastante discutido na doutrina (chamado de *droit fonction*, pelos franceses, e *Mitgliedschaft*, na Alemanha), considerando-se que ele serve tanto para a tutela do interesse individual do acionista como meio instrumental para a formação da vontade da pessoa jurídica. Entende-se, portanto, modernamente, que o direito de voto deve ser exercido pelo acionista, em favor do interesse social, e não em favor dos seus interesses pessoais, gerando as figuras do abuso do direito de voto e o conflito de interesses. Trata-se, também, de um direito suscetível de limitações e até de derrogações, como no caso de ações preferenciais, que poderão não ter o direito de voto, e das ações ao portador, que efetivamente não dispõem do direito de voto” (BULGARELLI, 2001, p. 237)³²

O direito de voto, portanto, não se adequa ao rol dos denominados direitos essenciais da Lei das Sociedades por Ações, trazido pelo artigo 109 da referida Lei, sendo passível de limitação. Dessa forma, passa o direito de voto a ser considerado, em decorrência de sua grande relevância à companhia e ao acionista, como

³² BULGARELLI, Waldírio. Manual das Sociedades Anônimas. São Paulo: Atlas, 2001. p. 237. In: Calças, Manoel de Q. P.; Junqueira, Ruth; Clemesha, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. vol. 92. ano 24. p. 159-185. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <<http://revistadoistribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2021-8724>>. Acesso em: 10 mai. 2022.

fundamental, inderrogável e irrenunciável, mantendo-se, no entanto, como não essencial:

“Perfilhamos o entendimento de grandes Comercialistas como os professores Waldemar Ferreira, Rubens Requião, Modesto Carvalhosa e Fábio Ulhoa Coelho, entre outros, no sentido de que o direito de voto é um de natureza instrumental, irrenunciável, inderrogável pela maioria, fundamental, político, subjetivo institucional, mas não pode ser reputado essencial (não essencial), tanto que pode ser suspenso, restringido ou excluído. Pela importância da autoria não se pode deixar de apontar a posição do Professor Nelson Eizirik, que sustenta ser o direito de voto um direito essencial do acionista.” (CALÇAS, JUNQUEIRA, CLEMESHA, 2021, p. 3)

Considerando o posicionamento ora adotado, no sentido de não ser o direito de voto essencial ao acionista, compreende-se que este não seria um empecilho à adoção do voto plural no território brasileiro. Dessa forma, possibilita-se a limitação de votos dos acionistas em relação a sua participação no capital social da companhia, fator que também pode ser observado quando da adoção das ações preferenciais, sistema no qual não são destinados ao acionista direitos de voto, sendo ele beneficiado em outros aspectos.

3.2. A APLICABILIDADE DO VOTO PLURAL

Considerando a definição ora apresentada, bem como entendendo o lugar do direito de voto no nosso ordenamento jurídico, cabe indicar com mais detalhes a aplicabilidade e funcionamento do voto plural. Utilizando-se da estrutura de DCS nas companhias, foi possível identificar como característica dominante a manutenção do controle, isto é, a possibilidade de manter-se o controle nas mãos do acionista, ou do grupo de acionistas, minoritário. Partindo dessa premissa e adotando um contexto no qual a companhia visa abrir seu capital, permitindo a entrada de investimento e listando ações ordinárias de classes distintas, com voto plural, a adoção da estrutura de DCS permite aos fundadores da companhia se manterem no controle:

“Neste quadro acionário, independentemente de os acionistas ingressantes serem titulares de ações com direito de voto unitário ou, mesmo, sem qualquer direito de voto, o elemento distintivo das DCS é a ‘iniquidade política no poder de voto’, sem que de tal situação de flagrante desigualdade jurídica decorra uma necessária vantagem aos acionistas politicamente desfavorecidos. (...) A principal vantagem do modelo DCS é a possibilidade

de preservação do controle da companhia pelos fundadores, que, quando da abertura do capital, permanecerão titulares de ações politicamente superiores àquelas ofertadas ao público investidor.” (CALÇAS, JUNQUEIRA, CLEMESHA, 2021, p. 7)

Observa-se, portanto, ser o voto plural a forma adotada para a manutenção do controle, tendo o minoritário a oportunidade de manter-se com seu poder de gerência, ainda que recebidos grandes aportes de capital pela companhia. Há também a situação do minoritário ingressante, porém que possui o conhecimento e as ferramentas necessárias à gerência da companhia, permitindo a programação de um novo meio de atuação da companhia, com uma visão de longo prazo:

“[...]os acionistas ingressantes desejam influenciar politicamente a gestão da companhia, ainda que na condição de minoritários, ou com a perspectiva de potencializar sua participação política a longo prazo.” (CALÇAS, JUNQUEIRA, CLEMESHA, 2021, p. 7)

Neste cenário, não se fala no controle do minoritário fundador, mas no poder de um minoritário ingressante, objetivando alterar a gerência da companhia, de modo a influenciar e gerir uma nova forma de negócio. Nesse ponto não entraria apenas a noção do capital, do investimento, mas a ideia de um interesse além, permitindo uma capitalização, apesar de menor, com uma nova perspectiva de atuação da companhia.

Uma aplicação prática observada no mercado é o uso de estruturas de DCS em companhias do ramo de tecnologia. Buscando a manutenção do controle do fundador, essas companhias tendem a adotar ações ordinárias de classes distintas para aplicação do voto plural, como mencionam Calças, Junqueira e Clemesha:

“Hodiernamente, diversos fatores tornam interessantes a certos segmentos do mercado – notadamente empresas de tecnologia, startups, fintechs – a opção por uma estrutura societárias de dual-class shares. (...) A manutenção do controle é especialmente importante em startups e empresas do ramo de tecnologia na medida em que possibilita, simultaneamente à alta capitalização da empresa via IPO, a implementação de um projeto de gestão de médio ou longo prazo. No modelo de negócio das startups, a pessoa do fundador assume uma importância cada vez mais relevante na condução dos negócios da companhia, e isso se dá largamente em função da alta especialização técnica do fundador, e também em virtude de seu perfil de gestão e relacionamento com investidores.” (CALÇAS, JUNQUEIRA, CLEMESHA, 2021, p. 7)

Isto posto, clara é a utilização do voto plural como forma de assegurar a “visão idiossincrática” de negócio, isto é, manter o negócio da companhia fluindo sob a visão do minoritário, seja este o fundador, seja este o ingressante.³³ Como exemplo, pode-se utilizar novamente a companhia de Zuckerberg, nas palavras de Calças, Junqueira e Clemesha:

“Tomemos, por exemplo, a gestão quase autocrática de Mark Zuckerberg na gestão do Facebook: em 2012, a empresa adquiriu o Instagram por um bilhão de dólares, e, em 2014, o WhatsApp, por 19 bilhões de dólares. Ambas as operações foram bastante questionadas pelos acionistas, mas o fato é que as empresas adquiridas pelo Facebook pela vontade de Zuckerberg atualmente valem em torno de 150 bilhões de dólares, respectivamente, e não ameaçam o plano de negócios do Facebook” (CALÇAS, JUNQUEIRA, CLEMESHA, 2021, p. 7)

Entende-se, por consequência, que a aplicação de uma estrutura de DCS é, primordialmente, utilizada para a manutenção do controle. No cenário atual, dando destaque às companhias em que tal controle é destinado ao minoritário, considerando, principalmente, o minoritário fundador. Isto posto, cabe tratar no presente trabalho quanto às principais argumentações contra e a favor do voto plural, demonstrando sua correlação com o estabelecido na Lei das Sociedades por Ações, especificamente, em seu artigo 110-A.

³³ GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Corporate Control and Idiosyncratic Vision. 125 Yale Law Journal. 560 (2016). p. 590. In: Calças, Manoel de Q. P.; Junqueira, Ruth; Clemesha, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. vol. 92. ano 24. p. 159-185. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <<http://revistadostribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2021-8724>>. Acesso em: 10 mai. 2022

4. BEBCHUK, KASTIEL, E A INSUSTENTABILIDADE DA ESTRUTURA DE DUAL-CLASS SHARES

Haja vista todo o exposto até este ponto no presente trabalho, cumpre expor e analisar os pontos trazidos pela doutrina favoráveis e desfavoráveis à utilização de uma estrutura de DCS nas companhias, principalmente no que tange ao cenário de abertura de capital. Os posicionamentos relativos ao tema são controversos e os debates acontecem já há anos, como se pode observar no breve histórico apresentado previamente sobre o voto plural nos EUA.

Apesar de perdurar pelas décadas, os posicionamentos quanto à utilização do voto plural, a necessidade ou não de sua limitação e demais questões suscitadas parecem estar distantes de um fim. Como bem coloca o jurista Ernesto Leme sobre o tópico³⁴:

“A razão está com os que concluem como J. M. Marx, que ‘acontece com o voto plural o que se dá em muitas instituições humanas: contém o bem e o mal, vantagens e inconvenientes, a propósito dos quais poder-se-ia discutir ao infinito’” (LEME, 1933, p. 32)

Neste cenário, dá-se destaque aos posicionamentos de Lucian A. Bebchuk e Kobi Kastiel, os quais iniciaram importantes discussões quanto à estrutura de DCS nas companhias, em decorrência de seu artigo *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*³⁵, trazendo um posicionamento contrário à aplicação do voto plural, principalmente a sua utilização ilimitada nas companhias. Dessa forma, Bebchuk e Kastiel utilizaram-se não apenas da aplicação teórica, mas de estudos empíricos sobre a utilização do voto plural nas companhias, apresentando pontos de destaque e preocupação, principalmente com relação ao uso indiscriminado da estrutura de DCS.

³⁴ Calças, Manoel de Q. P.; Junqueira, Ruth; Clemesha, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. vol. 92. ano 24. p. 159-185. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <<http://revistadostribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2021-8724>>. Acesso em: 10 mai. 2022

³⁵ BEBCHUK, Lucian A., KASTIEL, Kobi. *The untenable case for perpetual dual-class stock*. Virginia Law Review, Volume 103, p. 595. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2954630. Acesso em: 04 jul. 2022

Dessa forma, o presente capítulo apresenta as argumentações trazidas por Bebchuk e Kastiel ao longo de seus artigos, com relação à aplicação do voto plural, apresentando tais questões por meio de um viés teórico, bem como com a aplicação de exemplos práticos, utilizados com o fim de esclarecer, quantitativamente, os prejuízos de se adotar uma estrutura de DCS.

Dentre os pontos abarcados pelos autores, os quais são comumente utilizados por demais defensores do fim da estrutura de DCS³⁶, pode-se destacar três deles, sendo (i) o entrincheiramento gerencial e a baixa participação no capital social, (ii) o embate entre os benefícios privados do controlador e os interesses da companhia, e (iii) a diminuição das habilidades do controlador ao longo do tempo. Sendo assim, tratar-se-á de cada um desses pontos, explicitando as razões de serem considerados malefícios trazidos pela utilização do voto plural nas companhias.

4.1. ENTRINCHEIRAMENTO GERENCIAL E A BAIXA PARTICIPAÇÃO NO CAPITAL SOCIAL DA COMPANHIA

O conceito de entrincheiramento gerencial consiste, resumidamente, no impedimento da remoção de acionistas controladores-administradores com desempenho insatisfatório.³⁷ Dessa forma, os controladores-administradores estariam protegidos da força disciplinar do mercado, a qual seria capaz de, diante de uma má administração, implicar na substituição do controlador-administrador, favoravelmente aos demais acionistas investidores:

“O entrincheiramento isola os controladores da força disciplinar do mercado quanto ao controle corporativo que, de outra forma, poderia limitar a capacidade de um controlador com desempenho insatisfatório de continuar liderando a empresa.”³⁸ (BEBCHUK, KASTIEL, 2017, p. 602, tradução nossa)

Somado ao entrincheiramento gerencial, tem-se o fator da baixa participação desses controladores-administradores no capital social. Exatamente em razão da

³⁶ MÜSSNICH, Francisco A. M. Societário Academy, Aula 7 - Medidas Defensivas & Voto Plural, Rio de Janeiro. Disponível em <https://ead.societarioacademy.com.br/course/index/2/2#>. Acesso em: 04 jul. 2022.

³⁷ MÜSSNICH, Francisco A. M. Societário Academy, Aula 7 - Medidas Defensivas & Voto Plural, Rio de Janeiro. Disponível em <https://ead.societarioacademy.com.br/course/index/2/2#>. Acesso em: 04 jul. 2022.

³⁸ *Entrenchment insulates controllers from the disciplinary force of the market for corporate control that otherwise might limit the ability of a poorly performing controller to continue leading the company*

utilização do voto plural, tais acionistas detêm um número de ações representativas de um baixo percentual do capital social, de modo que os eventuais prejuízos ocasionados à companhia não impactariam significativamente os controladores-administradores como impactam os demais acionistas com maior percentual no capital social:

“Ao mesmo tempo, controladores com menor participação no capital social suportam apenas uma pequena fração dos efeitos negativos de suas ações sobre o valor da empresa, enquanto capturam todos os benefícios privados.”³⁹ (BEBCHUK, KASTIEL, 2017, p. 602, tradução nossa)

Resumidamente, a divergência entre o poder de controle e a participação acionária do controlador-administrador resultaria em uma condição de “livre atuação” por parte de tais acionistas. Sendo assim, não importaria a esse acionista a tomada de decisão capaz de gerar prejuízos à companhia, considerando que seu benefício privado possa ser maior que o prejuízo sofrido em decorrência de seu pequeno percentual de participação. Ademais, a eventual discordância quanto às tomadas de decisão do controlador-administrador por parte dos demais acionistas com maior percentual do capital social não seria eficiente, visto a inexistência de uma real ameaça de substituição deste controlador-administrador. Nas palavras de Bebchuk e Kastiel:

“(...) estruturas de DCS com controladores minoritários geram riscos de governança significativos porque apresentam uma ausência de incentivos. Esses controladores possuem uma pequena fração do capital social da companhia e, portanto, suportam apenas uma pequena (e às vezes extremamente pequena) parcela das perdas que suas ações podem infligir ao valor da companhia. No entanto, eles exercem controle efetivo sobre a tomada de decisões e podem capturar todos os benefícios privados desse controle. Isso significa que eles podem tolerar o baixo desempenho da empresa onde seus incentivos privados compensam qualquer custo para suas pequenas participações. Ao mesmo tempo, eles estão totalmente isolados das forças disciplinares do mercado e não existe ameaça de remoção para ajudar a garantir que eles não agirão contra os interesses de outros investidores públicos. Essa combinação de entrincheiramento e pouco incentivo pode levar a uma ampla gama de escolhas distorcidas”⁴⁰ (BEBCHUK, KASTIEL, 2018, p. 12, tradução nossa)

³⁹ *At the same time, controllers with low equity holdings bear only a small fraction of the negative effects of their actions on the company value while capturing the full private benefits.*

⁴⁰ *(...) dual-class structures with small-minority controllers generate significant governance risks because they feature a unique absence of incentive alignment. These controllers own a small fraction of the company's equity capital and thus bear only a small (and sometimes extremely small) share of*

Importa ressaltar aqui o destaque dado ao final do trecho acima transcrito, referente à combinação do entrincheiramento gerencial com o baixo percentual de participação do controlador-administrador. É em decorrência desta combinação que o controlador-administrador possui tanta liberdade para atuar da maneira mais benéfica a si próprio, uma junção entre a inexistência de uma ameaça e um mínimo risco envolvido. Em situações em que apenas um desses fatores é existente, os interesses privados passam a alinhar-se com os da companhia:

“A combinação de entrincheiramento e pequenas participações acionárias produz sérios problemas. Para uma empresa de capital difundido com baixa participação acionária, mas sem entrincheiramento, o mercado de controle corporativo impõe certos limites à capacidade dos administradores de apresentar um mau desempenho ou agir de maneira contrária aos interesses dos demais investidores. Por outro lado, quando a força disciplinar do mercado não puder substituir um controlador e, assim, disciplinar o acionista majoritário, a sua grande participação acionária na companhia controlada fornece incentivos financeiros poderosos para maximizar o valor da companhia. O acionista majoritário arca com a maior parte dos custos de suas ações e capta a maior parte de seus benefícios. Sem a força de disciplina do mercado e fortes incentivos financeiros, um controlador com participação acionária minoritária pode favorecer escolhas que aumentem seus benefícios privados, mesmo que essas escolhas divirjam substancialmente daquelas dos demais acionistas, e não existe ameaça de remoção para impedi-lo de prosseguir esses interesses.”⁴¹ (BEBCHUK, KASTIEL, 2017, p. 603, tradução nossa)

Dessa forma, tem-se que a combinação entre o poder de controle, sem qualquer ameaça de substituição, atribuído ao controlador-administrador, somado ao

the losses that their actions may inflict on the company's value. Yet they exercise effective control over decisionmaking and can capture the full private benefits of that control. This means that they may tolerate underperformance by the company where their private incentives offset any cost to their small shareholdings. At the same time, they are fully insulated from market disciplinary forces, and no threat of removal exists to help ensure they will not act against the interests of other public investors. This combination of entrenchment and weak ownership incentives could well lead to a wide range of distorted choices.

⁴¹ *The combination of entrenchment and limited equity holdings produces serious problems. For a widely held company with low equity holdings but no entrenchment, the market for corporate control imposes certain limits on managers' ability to underperform or act in ways contrary to the interests of public investors. Conversely, while the market for corporate control could not replace and thus discipline a majority owner of a controlled company, her large equity stake in the controlled company provides powerful financial incentives to maximize the company's value. She bears most of the costs of her actions and captures most of their benefits. Without both market discipline and strong financial incentives, a controller with a minority equity stake may favor choices that increase the private benefits of control even if those choices substantially diverge from those of other public shareholders, and no threat of removal exists to prevent her from pursuing those interests.*

baixo percentual de sua participação no capital social da companhia, torna-se uma combinação perigosa à continuidade de uma administração em prol da companhia.

4.2. O EMBATE ENTRE OS BENEFÍCIOS PRIVADOS DO CONTROLADOR E OS INTERESSES DA COMPANHIA

Observando as questões abordadas acima, relativas ao entrincheiramento e a participação minoritária do controlador, importa destacar quanto ao embate entre os benefícios privados do controlador e os interesses da companhia. Nesse ponto, demonstra-se a relação entre o baixo percentual de participação no capital social do acionista controlador e a preferência por seus interesses privados, em detrimento da companhia.

No cenário apresentado, fica clara a situação em que, quanto maior a distorção entre o percentual e o poder decisório, maiores os custos esperados à companhia⁴². Nesse sentido, toma-se como exemplo o cálculo apresentado por Bebchuk e Kastiel:

“Para ilustrar como a distorção dos incentivos do controlador depende da sua fração no capital social, considere os exemplos a seguir. Imagine uma companhia com uma estrutura de DCS com um controlador que detém 25% do capital social da empresa. Suponha ainda que o valor da empresa seja V , e que o controlador poderá atuar em nome da companhia resultando em uma perda financeira de ΔV para a companhia, mas no ganho de um benefício privado de US\$ 100.000.000,00 para o controlador. Neste cenário, o controlador preferiria evitar determinada ação somente se ΔV exceder US\$ 400.000.000,00 e, conseqüentemente, se a participação do controlador nessa perda, que é de 25% de ΔV , excedesse a US\$ 100.000.000,00.”⁴³ (BEBCHUK, KASTIEL, 2018, p. 13, tradução nossa)

⁴² BEBCHUK, Lucian A., KASTIEL, Kobi. *The Perils of Small-Minority Controllers*. Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper nº 985, 2018. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3128375. Acesso em: 04 jul. 2022.

⁴³ *To illustrate how the distortion in a controller's incentives depends on the controller's fraction of equity capital, consider the following examples. Imagine a dual-class company with a controller who holds 25% of the company's equity capital. Further suppose that the value of the company is V , and that the controller may bring about a corporate action that would result in a financial loss of ΔV to the public company but a gain in private benefits of \$100 million to the controller. In this scenario, the controller would prefer to avoid the value-reducing action only if the decrease in ΔV exceeds \$400 million and, accordingly, if the controller's pro rata share of that financial loss, which is 25% of ΔV , exceeds \$100 million.*

No exemplo apresentado, observa-se que o ganho privado do controlador-administrador, para tornar-se desinteressante, deveria importar em uma perda de grandes proporções à companhia, mais do que quatro vezes maior do que o valor do ganho privado. Aplicando tais valores ao ponto tratado no item 4.1.1 acima, é clara a implicação quanto à participação minoritária do controlador, seus benefícios particulares e a impossibilidade de substituição da administração. O controlador-administrador se encontra em uma posição extremamente vantajosa, podendo inclusive escolher quais as ações que irá tomar com base exclusiva no seu benefício privado, sem preocupar-se com qualquer montante de prejuízo à companhia.

Destaca-se um ponto não mencionado no exemplo, com relação aos demais acionistas da companhia. Imagine ser a referida companhia detida apenas por dois acionistas, sendo o minoritário controlador detentor de ações representativas de 25% (vinte e cinco por cento) do capital social, e o acionista majoritário detentor de ações representativas de 75% (setenta e cinco por cento) do capital social. Nesse cenário, utilizando-se do mesmo valor de US\$ 100.000.000,00 (cem milhões de dólares) e imaginando que o prejuízo fora de exatamente US\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de dólares) e este fosse aceito pelo controlador administrador, o acionista com 75% (setenta e cinco por cento) da companhia sofreria um prejuízo de US\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de dólares).

A discrepância nos valores exemplificados acentua-se conforme a diminuição da participação do controlador. Em uma situação na qual o controlador possui apenas 5% (cinco por cento) do capital social da companhia, mantendo-se o valor do benefício privado em US\$ 100.000.000,00 (cem milhões de dólares), o ΔV , isto é, o valor do prejuízo sofrido pela companhia, para deixar de ser o benefício privado vantajoso ao controlador, precisaria ser igual a 2 (dois) bilhões de dólares. Dessa forma, o controlador-administrador apenas não teria o benefício privado compensado caso seu ato ocasionasse um prejuízo superior a 2 (dois) bilhões de dólares.

Nesse caso, o prejuízo ocasionado ao acionista majoritário, considerando aqui novamente uma situação na qual existem apenas dois acionistas da companhia, seria de US\$ 1.900.000.000,00 (um bilhão, novecentos milhões de dólares). Sendo assim, um acionista com 95% (noventa e cinco por cento), sem qualquer poder de controle da companhia, sem a possibilidade de substituir o controlador-administrador e com

todo o interesse econômico na companhia, absorveria praticamente todo o prejuízo ocasionado pelo controlador-administrador.⁴⁴

Diante dos cálculos, unindo-se ao entrincheiramento gerencial e à participação minoritária do controlador, resta clara a distinção entre os interesses do controlador-administrador e dos demais acionistas com maior participação no capital social. Quanto maior a desproporcionalidade entre os direitos de voto e os direitos de *cash flow*, maior a discrepância entre os interesses de minoritários e majoritários na companhia⁴⁵. O aumento de direitos de voto com a diminuição do retorno financeiro gera no controlador-administrador o interesse pela busca de benefícios próprios em detrimento da companhia, enquanto a diminuição dos direitos de voto e aumento do retorno financeiro gera nos demais acionistas o interesse pela maior lucratividade possível da companhia, sendo irrelevante qualquer eventual benefício próprio.

4.3. A DIMINUIÇÃO DAS HABILIDADES DO CONTROLADOR AO LONGO DO TEMPO

O ponto a ser destrinchado aqui, diferentemente dos demais tratados acima, distancia-se da máxima “poder de controle *versus* participação acionária”, focando em um aspecto majoritariamente administrativo da companhia, relacionado ao modo como ela é direcionada ao longo dos anos. Neste cenário, tem-se um controlador-administrador, o qual, no momento em que lhe foi concedida a posição de administrador da companhia, possuía ele o conhecimento, aptidão, técnica e demais características necessárias para implementação do negócio e sucesso da companhia, no entanto, tal premissa, ao longo dos anos, deixou de ser verdadeira, sendo necessária a substituição do administrador, a fim de garantir o sucesso da companhia.⁴⁶

⁴⁴ BEBCHUK, Lucian A., KASTIEL, Kobi. *The Perils of Small-Minority Controllers*. Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper nº 985, 2018. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3128375. Acesso em: 04 jul. 2022.

⁴⁵ MÜSSNICH, Francisco A. M. Societário Academy, Aula 7 - Medidas Defensivas & Voto Plural, Rio de Janeiro. Disponível em <https://ead.societarioacademy.com.br/course/index/2/2#>. Acesso em: 04 jul. 2022.

⁴⁶ BEBCHUK, Lucian A., KASTIEL, Kobi. *The untenable case for perpetual dual-class stock*. Virginia Law Review, Volume 103, p. 595. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2954630. Acesso em: 04 jul. 2022

Nesse sentido, é possível que o controlador-administrador tenha limitações naturais ao bom exercício da administração, principalmente no que tange ao desenvolvimento de novas tecnologias e ao desenvolvimento de novos ambientes de trabalho:

“Com o tempo, um fundador que já foi bem-sucedido pode enfrentar limitações naturais em um ambiente tecnológico ou de negócios em rápida evolução. Ele também pode simplesmente perder seu “toque de ouro”. Se o fundador deixar de ser o líder mais adequado (ou mesmo adequado), os custos esperados de sua permanência no controle podem se tornar significativos. Esses custos esperados são especialmente altos no caso de um jovem fundador: quanto mais tempo ela mantém o controle, maior o risco de ele se tornar um líder inadequado.”⁴⁷ (BEBCHUK, KASTIEL, 2017, p. 605, tradução nossa)

Pontuado por Bebchuk e Kastiel no trecho acima, a eventual posterior incapacidade do controlador-administrador em administrar a companhia, pode ocasionar altos prejuízos a ela. O destaque dado a fundadores muito jovens ocorre em decorrência do fato de que estes podem permanecer no controle por mais tempo, de modo a, ainda que não estejam aptos a continuar com a gestão da companhia, permanecem como administradores, sem ceder sua posição.

Além de uma eventual perda de habilidade do controlador-administrador, algumas companhias possuem uma estrutura de DCS a qual permite a transferência de ações de voto plural, permanecendo esta característica, aos herdeiros. Nesse cenário, um herdeiro poderia receber as ações antes detidas pelo controlador-administrador, assumindo o lugar de controlador-administrador, podendo não contar com qualquer tipo de experiência, talento ou aptidão para ocupar tal função:

“(...) as estruturas de DCS podem permitir a transferência de controle a um herdeiro do fundador, o qual pode não ser tão capaz, talentoso, habilidoso ou motivado quanto seu antecessor. Esse problema é conhecido na literatura econômica como o problema do ‘herdeiro idiota’. De fato, há evidências de que as companhias dirigidas por descendentes geralmente têm desempenho inferior a outras empresas familiares que são gerenciadas por

⁴⁷ *Over time, a once-successful founder may face natural limitations in a fast-evolving technological or business environment. She could also simply lose her golden touch. If the founder stops being the most fitting (or even a fitting) leader, the expected costs from her lock on control could become significant. These expected costs are especially high in the case of a young founder: The longer her lock on control, the greater the risk that she would become an ill-fitting leader.*

seus fundadores ou por gerentes externos contratados. Uma estrutura que fornece à família do fundador um controle perpétuo abre mão dos benefícios de uma sucessão ideal de liderança após a partida do fundador.”⁴⁸ (BEBCHUK, KASTIEL, 2017, p. 606)

Nesse contexto, apesar da situação de incompatibilidade entre a gerência da companhia e as habilidades do herdeiro, este assume o cargo em decorrência única e exclusiva da herança, da qualidade das ações por ela transferidas. Tais ações são colocadas à disposição da família, não perdendo, ainda que transferidas por meio de herança, a atribuição do voto plural, mantendo-se a família no controle.

Importa ressaltar que, ao transferir as ações com todos os seus direitos e qualidades inalterados, isto é, mantida a estrutura de DCS, ficam também mantidas as características supramencionadas nos subcapítulos anteriores, o entrincheiramento gerencial *versus* a participação minoritária no capital social e o embate entre os benefícios privados do controlador-administrador e os benefícios da companhia. Dessa forma, a transferência aos herdeiros não se caracteriza como prejudicial apenas pela entrada de um controlador desinteressado ou inapto, mas pela manutenção das mesmas condições passíveis de ocasionarem prejuízos à companhia, acentuando-se os malefícios de tal situação em decorrência das características do herdeiro.

A título de exemplo, tem-se o caso da Viacom Inc., no qual foi aplicada uma estrutura de DCS, sendo mantido o controle da companhia nas mãos do falecido Sumner Redstone, o qual, em 2016, detinha o controle com apenas ações representativas de 8% (oito por cento) do capital social.⁴⁹ A predileção pela administração de Redstone, no entanto, decaiu ao longo dos anos, como explicitam Bebchuk e Kastiel:

“Em 1990, a Viacom Inc., uma importante empresa do ramo midiático, adotou uma estrutura de DCS, consistindo em duas classes de ações com direitos

⁴⁸ (...) *dual-stock structures may enable the transfer of a lock on control to an heir of the founder, who might not be as able, talented, skilled, or driven as her predecessor. This problem is known in the economic literature as the problem of the “idiot heir”. Indeed, there is evidence that companies run by descendants often underperform other family companies that are managed by their founders or by hired external managers. A structure that provides the founder’s family with a perpetual lock on control forgoes the benefits of optimal succession of leadership upon the founder’s departure.*

⁴⁹ BEBCHUK, Lucian A., KASTIEL, Kobi. *The untenable case for perpetual dual-class stock*. *Virginia Law Review*, Volume 103, p. 595. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2954630. Acesso em: 04 jul. 2022

de voto diferenciados. Essa estrutura permitiu que o acionista controlador da Viacom, Sumner Redstone, mantivesse o controle total da empresa, mantendo apenas uma pequena fração de seu capital social. (...) De fato, três anos antes, ele havia comprado a Viacom em uma aquisição hostil, exibindo uma série de manobras de negócios inteligentes e ousadas que posteriormente o ajudaram a transformar a Viacom em um império do entretenimento de US\$ 40 bilhões (...). Os investidores durante a década de 1990 poderiam razoavelmente esperar que se contentassem em ter Redstone em segurança no comando.

Avançando 26 anos para 2016: Redstone, de 93 anos, enfrentou uma ação judicial, movida pelo ex-CEO da Viacom e um diretor de longa data da companhia, alegando que Redstone sofria de ‘profunda doença física e mental’; ‘não é visto publicamente há quase um ano[;] não pode mais ficar de pé, andar, ler, escrever ou falar coerentemente[;] . . . não pode engolir [;] e requer um tubo de alimentação para comer e beber.’ De fato, em depoimento, Redstone não respondeu quando perguntado sobre o sobrenome de sua família original. Alguns observadores expressaram preocupação de que ‘a empresa esteja operando no limbo desde que a controvérsia eclodiu’. No entanto, os investidores públicos, que detêm aproximadamente 90% do capital social da Viacom, permaneceram impotentes e sem influência sobre a empresa ou a batalha pelo seu controle.”⁵⁰ (BEBCHUK, KASTIEL, 2017, p. 588, tradução nossa)

Como se pode observar, com o passar dos anos, Redstone tornou-se inapto a administrar a Viacom Inc., neste caso, não em decorrência de falta de habilidade ou incompatibilidade com a atuação do mercado, mas em razão de sua idade avançada e questões de saúde com ela advindas. Nesse caso, é nítida a relação problemática entre a inaptidão do controlador-administrador, surgida ao longo dos anos, e a impossibilidade de substituição deste controlador-administrador por um administrador profissional, por exemplo. A situação da Viacom Inc., no entanto, não teve uma solução de veras benéfica à companhia, sendo mantido o controle nas mãos de Redstone:

⁵⁰ *In 1990, Viacom Inc., a prominent media company, adopted a dualclass capital structure, consisting of two classes of shares with differential voting rights. This structure enabled Viacom’s controlling shareholder, Sumner Redstone, to maintain full control over the company while holding only a small fraction of its equity capital. (...) Indeed, three years earlier, he had purchased Viacom in a hostile takeover, exhibiting the array of savvy and daring business maneuvers that subsequently helped him transform Viacom into a \$40 billion entertainment empire (...). Investors during the 1990s could have reasonably been expected to be content with having Redstone safely at the helm.*

Fast-forward twenty-six years to 2016: Ninety-three-year-old Redstone faced a lawsuit, brought by Viacom’s former CEO and a long-time company director, alleging that Redstone suffered from “profound physical and mental illness”; “has not been seen publicly for nearly a year[;] can no longer stand, walk, read, write or speak coherently[;] . . . cannot swallow[;] and requires a feeding tube to eat and drink.” Indeed, in a deposition, Redstone did not respond when asked his original family birth name. Some observers expressed concerns that “the company has been operating in limbo since the controversy erupted.” However, public investors, who own approximately 90% of Viacom’s equity capital, remained powerless and without influence over the company or the battle for its control.

“Eventualmente, em agosto de 2016, as partes chegaram a um acordo que encerrou suas complicadas batalhas legais, proporcionando ao ex-CEO da Viacom benefícios privados significativos e deixando o controle nas mãos de Redstone. Notavelmente, apesar da alegação e das evidências que surgiram, o acordo impediu uma decisão judicial sobre se Redstone era legalmente competente. Observe que mesmo uma constatação de competência legal dificilmente tranquilizaria os investidores públicos: a competência legal por si só não qualifica uma pessoa para tomar decisões importantes para uma grande empresa. (...) Assim, mesmo assumindo que a estrutura de governança da Viacom era totalmente aceitável para os investidores públicos há duas décadas, essa estrutura claramente se tornou altamente problemática para eles.”⁵¹ (BEBCHUK, KASTIEL, 2017, p. 588, tradução nossa)

Dessa forma, fica demonstrado que, apesar dos esforços despendidos pelos investidores, inexistiu uma forma de fato eficaz para solucionar a questão da administração da Viacom Inc. O escopo tratado aqui vai muito além da capacidade ou não do controlador-administrador, abarca a sua adequação aos objetivos da companhia, bem como aos objetivos dos investidores, demais acionistas, os quais possuem o maior interesse na lucratividade da companhia, visto sua alta participação no percentual do capital social.

Finalizando o tópico quanto à adequação do controlador-administrador, importa destacar um cenário distinto da indústria do entretenimento, como utilizado no exemplo anterior. Como já mencionado anteriormente no presente trabalho, a estrutura de DCS tem grande visibilidade nas companhias do mercado de tecnologia. Nesse ramo em especial, as mudanças nas dinâmicas de mercado e inovações tecnológicas implicam na necessidade dos controladores-administradores serem capazes de se atualizarem nessa mesma velocidade, o que muitas vezes não será a realidade. Nas palavras de Bebchuk e Kastiel, ao tratarem da situação da *Snap Inc.*, empresa do ramo de tecnologia que realizou seu IPO em 2017:

“O ambiente de tecnologia é altamente dinâmico, com inovações disruptivas e um ritmo rápido de mudança, e fundadores outrora bem-sucedidos podem

⁵¹ *Eventually, in August 2016, the parties reached a settlement agreement that ended their messy legal battles, providing Viacom’s former CEO with significant private benefits and leaving control in the hands of Redstone. Notably, despite the allegation and the evidence that surfaced, the settlement prevented a court ruling on whether Redstone was legally competent. Note that even a finding of legal competency would have hardly reassured public investors: Legal competence does not by itself qualify a person to make key decisions for a major company. (...) Thus, even assuming that Viacom’s governance structure was fully acceptable to public investors two decades ago, this structure has clearly become highly problematic for them.*

perder seu toque de ouro depois de muitos anos liderando suas empresas. Assim, um indivíduo que é um excelente líder em 2017 pode se tornar uma escolha inadequada ou mesmo desastrosa para tomar decisões importantes em 2037, 2047 ou 2057.”⁵² (BEBCHUK, KASTIEL, 2017, p. 589, tradução nossa)

Apesar de consistir em um risco de natureza distinta dos demais riscos apresentados nos tópicos 4.1 e 4.2 deste capítulo, a inaptidão do controlador-administrador com o passar do tempo tem impactos e sofre impactos dos demais riscos. O entrincheiramento gerencial impede que este controlador-administrador seja substituído, enquanto as más decisões por ele tomadas ocasionam prejuízos à companhia, podendo, inclusive, providenciar a ele benefícios privados, como fora observado. A questão sobre a inaptidão vai muito além da mera falta de habilidade ou interesse pela gestão da companhia, atinge interesses privados, demais acionistas prejudicados e um prejuízo ainda maior às companhias, sejam estas grandes companhias consolidadas no mercado ou companhias menores em ascensão.

⁵² *The tech environment is highly dynamic, with disruptive innovations and a quick pace of change, and once-successful founders could well lose their golden touch after many years of leading their companies. Thus, an individual who is an excellent leader in 2017 might become an ill-fitting or even disastrous choice for making key decisions in 2037, 2047, or 2057.*

5. CONCLUSÃO

Diante da visão, dos cenários e dos argumentos apresentados por Bebchuk e Kastiel, ora trazidos neste trabalho, bem como de todo o contexto e histórico aqui tratados relativos à utilização do voto plural nas companhias, conclui-se pela necessidade de atentar-se à redação trazida ao diploma brasileiro.

Apesar da estrutura de DCS ser trazida à legislação pátria com os objetivos de beneficiar o mercado com uma alternativa de dissociação entre os já mencionados cash flow rights e voting rights, permitindo um maior volume de investimentos e de uma maneira mais simples, e propiciar a permanência dos sócios fundadores, visando garantir o conhecimento tácitos destes sobre o negócio⁵³, a utilização do voto plural se mostrou passível de consistir em alternativa verdadeiramente prejudicial às companhias quando feita sem quaisquer limitações. Dessa forma, é imprescindível que sejam analisadas constantemente as circunstâncias em que se encontra a legislação brasileira no que tange à aplicação do voto plural.

Ao trazer o mecanismo à legislação brasileira, temos indícios de uma tentativa de mitigar os prejuízos possíveis delineados por Bebchuk e Kastiel, por exemplo a limitação da razão de voto que pode ser encontrada no art. 110-A, estabelecendo em seu caput a limitação a, no máximo, 10 (dez) votos por ação ordinária, deixando ao estatuto social da companhia a competência para estabelecimento de razões menores, se necessário. Importa destacar que a limitação à razão 10:1 baseia-se no ideal de impedimento de situações nas quais os acionistas detentores de ações com voto plural estabeleçam controle absoluto da companhia, em decorrência do alto número de votos por ações, apesar de não comprovada uma relação entre eficiência e a razão de votos por ação.⁵⁴

Dessa forma, este trabalho é apresentado na intenção de atrair as atenções à utilização do voto plural na legislação brasileira, concluindo pela necessidade de se analisar constantemente a relevância da estrutura de DCS no mercado nacional.

⁵³ MÜSSNICH, Francisco A. M. Voto Plural: quebrando paradigmas. Valor Econômico. Disponível em: <https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2017/12/15/voto-plural-quebrando-paradigmas.ghtml>. Acesso em: 13 jul. 2022.

⁵⁴ Calças, Manoel de Q. P.; Junqueira, Ruth; Clemesha, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. vol. 92. ano 24. p. 159-185. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <<http://revistadoistribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rlq&marg=DTR-2021-8724>>. Acesso em: 10 mai. 2022

Direciona-se também ao impacto que eventuais ocorrências dos prejuízos apontados e constatados por Bebchuk e Kastiel possam gerar no mercado brasileiro, sendo necessário o acompanhamento da legislação, visando a melhora e atualização do mecanismo.

A implementação do voto plural pede a atenção e dedicação dos juristas e legisladores para garantia de proteção das companhias e de atualização constante do mecanismo, permitindo a permanência da estrutura de DCS nas companhias brasileiras, porém evitando os possíveis problemas ocasionados em razão de sua existências. Ademais, a atualização legislativa permite não somente a melhora da legislação comercial brasileira, mas a possibilidade de criação de novos mecanismos, evitando a necessidade de diversas disputas judiciais para efetivação dos direitos dos acionistas.

BIBLIOGRAFIA

BAINBRIDGE, Stephen Mark, *The Short Life and Resurrection of Sec Rule 19c-4*. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=315375> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.315375>. Acesso em 04.06.2022.

BEBCHUK, Lucian A., KASTIEL, Kobi. *The Perils of Small-Minority Controllers. Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper nº 985*, 2018. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3128375. Acesso em: 04 jul. 2022.

BEBCHUK, Lucian A., KASTIEL, Kobi. *The untenable case for perpetual dual-class stock. Virginia Law Review*, Volume 103, p. 595. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2954630. Acesso em: 04 jul. 2022

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

CALÇAS, Manoel de Q. P.; JUNQUEIRA, Ruth; CLEMESHA, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. vol. 92. ano 24. p. 159-185. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <<http://revistadoatribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2021-8724>>. Acesso em: 10 mai. 2022

FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Direito Comercial*. São Paulo: Ed. Saraiva, 1961. v. IV. p. 308.

GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Corporate Control and Idiosyncratic Vision. 125 *Yale Law Journal*, 560 (2016). p. 590.

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

MCKINNON, Christopher C. Dual-Class Capital Structures: A Legal, Theoretical&EmpiricalBuy-SideAnalysis, 5 MICH. BUS. & ENTREPRENEURIAL L. REV. 81 (2016). p. 83.

MÜSSNICH, Francisco A. M. Societário Academy, Aula 7 - Medidas Defensivas & Voto Plural, Rio de Janeiro. Disponível em <https://ead.societarioacademy.com.br/course/index/2/2#>. Acesso em: 04 jul. 2022.

MÜSSNICH, Francisco A. M. Voto Plural: quebrando paradigmas. Valor Econômico. Disponível em: <https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2017/12/15/voto-plural-quebrando-paradigmas.ghtml>. Acesso em:13 jul. 2022.

SHARFMAN, Bernanrd S. A private ordering defense of a company's right to use dual class share structures in IPO. 63 Villanova Law Rev, n. 1, 2018. p. 8.