

# VOTO PLURAL: VANTAGENS E DESVANTAGENS DO INSTRUMENTO SEGUNDO A DOCTRINA E AGENTES DE MERCADO E SUA CONFIGURAÇÃO NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO PELA LEI 14.195 DE 2021

Ana Luisa Lopes Gomes<sup>1</sup>

Eduardo Oliveira Agostinho<sup>2</sup>

Resumo: Esta pesquisa tem como principal objetivo analisar os aspectos gerais da inserção, no ordenamento jurídico brasileiro, da possibilidade de emissão de ações ordinárias com direito de voto plural pelas Sociedades por Ações, por meio da Lei n. 14.195, de 26 de agosto de 2021. Buscou-se também, verificar as vantagens e desvantagens apontadas pelos agentes de mercado da utilização deste instrumento para promoção da concentração do poder de controle, tanto para a companhia como para os seus investidores. Por fim, foi realizada uma comparação entre as ações ordinárias com voto plural e as ações preferenciais, estas últimas há muito permitidas no ordenamento jurídico brasileiro, para fins de verificar se as ações com voto plural oferecem maiores riscos de abuso do poder de controle que as ações preferenciais. A metodologia utilizada para a pesquisa foi, principalmente, a revisão e a análise bibliográfica. Como materiais complementares, foram verificadas palestras, podcasts, colunas jornalísticas a respeito do tema e pesquisa promovida pela Comissão de Valores Mobiliários. Ao final da pesquisa foi possível

---

<sup>1</sup> Graduada na Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, Paraná, Brasil.

<sup>2</sup> Doutor em Direito Econômico e Socioambiental pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, Paraná, Brasil.

concluir que algumas limitações impostas pela Lei n. 14.195 de 2021 à utilização do voto plural são importantes tanto para preservar o objetivo principal da utilização do instrumento, bem como para a proteção dos investidores. Por outro lado, em alguns pontos o legislador assumiu a posição das partes, definindo como cogentes questões que deveriam decorrer da livre negociação entre os agentes, por exemplo, um prazo máximo de vigência do voto plural e o número máximo de votos atribuído a cada ação. Por fim, concluiu-se também que o risco de abuso do poder de controle, apontado por muitos como um aspecto negativo do voto plural, já existe nas companhias que emitem ações preferenciais, de modo que não haveria sentido em manter a proibição do voto plural. Apesar de não ter o condão de tornar o mercado brasileiro tão atrativo quanto outros mercados, por exemplo, o mercado estadunidense, a autorização de emissão de ações com voto plural fornece mais uma opção à empreendedores e investidores, permitindo-os delinear a relação entre si existente da forma como melhor lhes aprouver, garantindo, desse modo, a liberdade de negociação entre as partes.

Palavras-Chave: Voto Plural. Sociedades Anônimas. Desenvolvimento.

## 1. INTRODUÇÃO



abertura do capital no mercado de valores mobiliários é o objetivo de grande parte dos empreendedores, na medida em que este passo demonstra a maturidade e o sucesso do empreendimento, além de viabilizar a capitalização da sociedade empresária sem que seja necessário recorrer aos meios tradicionais, como os empréstimos bancários. É o nível mais elevado, no que diz respeito a aspectos societários, que um empreendimento pode alcançar.

Por outro lado, como é do próprio objetivo dessa operação, a emissão pública de ações importa na entrada de diversos sócios investidores no quadro societário da companhia, o que tem por consequência a preocupação do empreendedor acerca da manutenção do seu poder de controle.

Sendo assim, a fim de estimular o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, promover a emissão pública de ações de cada vez mais companhias, bem como incentivar o investimento popular nesses empreendimentos por meio da compra de ações, é importante que o ordenamento jurídico brasileiro disponibilize aos empreendedores instrumentos aptos a garantir a manutenção da sua soberania na assembleia geral.

A manutenção do poder de controle pelo acionista, além de atender aos seus próprios interesses, viabilizando a implementação de sua visão sobre o negócio e as suas estratégias de longo prazo, também pode ser de profundo interesse dos potenciais investidores, na medida em que, a depender do grau de conhecimento do empreendedor a respeito da área da atividade, bem como da sua reputação e respeitabilidade perante o mercado, o próprio empreendedor pode ser considerado um “ativo” da sociedade – como seria o caso de Mark Zuckerberg a frente do Facebook, por exemplo.

O voto plural, ao permitir que o titular da ação tenha direito a mais de um voto na assembleia geral, viabiliza a supremacia do acionista na tomada de decisões acerca do futuro da companhia, sem que tenha havido o investimento econômico equivalente. Isso porque, os titulares dessas ações, gozam de mais votos tendo contribuído com menos recursos para a formação do capital social.

Caso a companhia emita ações com voto plural na proporção de 10x1, por exemplo, sendo as ações no valor de R\$1,00 (um real) cada, o titular dessas ações, contribuindo com R\$2,00 (dois reais) para o capital social, terá 20 (vinte) votos nas

deliberações assembleares. Os demais acionistas, titulares de ações “comuns”, para disporem da mesma quantidade de votos, terão de contribuir com R\$20,00 (vinte reais) para o capital social.

Esta estrutura, já utilizada por companhias em diversos países, também foi adotada por companhias brasileiras, a exemplo de Pag Seguro, XP Investimentos, Arco Platform, entre outras, que optaram por abrir o seu capital em bolsas estrangeiras em detrimento da bolsa nacional.

Atento à esta tendência, o legislador brasileiro editou a Lei n. 14.195 de 2021, a qual promoveu alterações na Lei das Sociedades por Ações a fim de possibilitar a emissão de ações ordinárias com voto plural por companhias listadas na Bolsa de Valores brasileiras.

Nesse sentido, o objetivo geral desta pesquisa é examinar as disposições da Lei n. 14.195 de 2021 a fim de verificar as condições estabelecidas para a utilização deste instrumento, bem como o seu funcionamento dentro das companhias que o adotarem. Ainda, buscou-se verificar também a opinião de juristas e do mercado a respeito do assunto.

Para a melhor exposição dos resultados, o trabalho será dividido na forma a seguir aduzida. No primeiro tópico, será objeto de estudo o poder de controle nas Sociedades por Ações que, diferentemente do que ocorre nas Sociedades Limitadas, nem sempre está associado à titularidade de ações da companhia. Para melhor compreensão do tema, sempre é pertinente se valer das evidências trazidas pelo estudo de Adolf Augustus Berle Jr. e Gardiner Means, que concluíram pela existência de formas distintas de manifestação do poder de controle: i) o controle quase totalitário, ii) o controle majoritário, iii) o controle minoritário e iv) o controle da administração. Ao final deste tópico buscar-se-á demonstrar como a emissão de ações com voto plural pode ser utilizada pelo empreendedor para a manutenção do seu poder de controle, hipótese caracterizada como controle minoritário.

No segundo tópico, serão analisados os aspectos gerais da utilização do voto plural no ordenamento jurídico brasileiro, mais especificamente nos moldes delimitados pela Lei n. 14.195 de 2021. Assim, analisar-se-á, por exemplo, a limitação do instrumento apenas àquelas companhias que ainda não negociam os seus valores mobiliários na bolsa de valores, a limitação do número de votos passíveis de atribuição a cada ação ordinária, os limites à transferibilidade dessas ações, bem como o prazo de vigência do voto plural, estabelecido na lei.

Quanto à estas e outras disposições legais, serão apresentados os argumentos favoráveis e os argumentos contrários a tais salvaguardas, bem como maiores explicações acerca da motivação da previsão.

No terceiro tópico, por sua vez, serão expostas as vantagens e desvantagens do voto plural, com base no entendimento de juristas estudiosos do tema, bem como na opinião de agentes de mercado, verificada no estudo realizado pela ACE Governance – Governança e Mercado de Capitais, a pedido da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), no ano de 2019.

No que diz respeito às desvantagens, foram identificadas i) o risco de abuso de poder do titular das ações com voto plural, ii) a inexistência de mecanismos efetivos de proteção dos investidores minoritários no ordenamento jurídico brasileiro, e iii) a inexistência de benefícios econômicos para aqueles que não gozam do voto qualificado. Quanto às vantagens, por sua vez, foi possível identificar as seguintes: i) incentivo aos empreendedores para a captação de recursos no mercado de valores mobiliários, ii) impedimento de tomadas de controle hostis, e iii) diversificação dos instrumentos disponibilizados pelo ordenamento jurídico brasileiro.

Por fim, no quarto e último tópico, será realizada uma comparação entre as ações preferenciais e as ações com voto plural, a fim de verificar se a emissão destas últimas importa em consequências tão dispares quando comparada à emissão de

ações preferenciais, já autorizada há anos no mercado brasileiro.

## 2. O PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

A Lei das Sociedades por Ações, em seu art. 116, conceitua, indiretamente, o poder de controle, na medida em que prevê requisitos para que o acionista seja considerado controlador de uma companhia: i) ser 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 ii) usar efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.<sup>3</sup>

À primeira vista, poder-se-ia pensar que o poder de controle é exercido pelo titular do maior número de ações que formam o capital social, o que, em tese, lhe garantiria o maior número de votos e, conseqüentemente, a supremacia na assembleia geral.

Ocorre que, o poder de controle caracteriza-se de diversas formas, podendo, inclusive, resultar da dissociação entre propriedade acionária e poder político dentro de uma companhia. Assim, os fundadores podem lançar mão de mecanismos diversos a fim de manter o controle sobre as decisões do empreendimento, apesar da emissão pública de ações com fins de captação de recursos no mercado de capitais.

Conforme exposto anteriormente, a presente pesquisa tem por objeto de estudo um dos referidos instrumentos disponíveis aos empreendedores para a manutenção do controle, especificamente, o voto plural. Ainda assim, antes de adentrar à análise detida do instrumento, faz-se necessário o entendimento

---

<sup>3</sup> BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. *Lei das Sociedades por Ações*. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 02 de setembro de 2021.

das formas de caracterização do poder de controle, o que facilitará a compreensão do funcionamento do voto plural.

Adolf Augustus Berle Jr. e Gardiner Means<sup>4</sup> realizaram estudo por meio do qual se constatou que o poder de controle em uma companhia pode se manifestar de variadas formas, quase todas abrangidas pelo conceito previsto no art. 116 da Lei das Sociedades por Ações: i) o controle quase totalitário, ii) o controle majoritário, iii) o controle minoritário e iv) o controle da administração.

A primeira hipótese ocorre quando a pessoa física ou jurídica, ou o grupo de pessoas que controla a companhia é o titular de todas as ações do seu capital social. Um exemplo desta hipótese são as subsidiárias integrais, sociedades cujas ações que formam o capital social são integralmente de propriedade de uma única pessoa jurídica. Nesse caso, propriedade e controle estão intrinsecamente interligados.

O controle majoritário, por sua vez, consubstancia-se na hipótese em que o acionista ou grupo de acionistas controlador é o titular de mais da metade das ações com direito a voto da companhia, podendo-se identificar uma minoria votante no quadro acionário<sup>5</sup>. Esta é a modalidade de controle mais observada no mercado de capitais brasileiro caracterizado por ser extremamente concentrado.

No que diz respeito especificamente ao controle minoritário, Sérgio Campinho afirma que este restaria caracterizado nas hipóteses em que o controle é exercido por acionistas proprietários de menos da metade do capital social votante<sup>6</sup>. Isso pode decorrer do alto grau de dispersão das ações da companhia

---

<sup>4</sup> JUNIOR BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation and Private Property*. Nova Iorque: Editora Revista, 1967, p. 67 *apud* COMPARTATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014, p.43.

<sup>5</sup> COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana [et al.]. *Lei das sociedades anônimas comentada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 540.

<sup>6</sup> CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial: sociedade anônima*. 5 ed., São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 242.

ou da utilização de instrumentos legais, como as ações preferenciais (ações sem direito de voto ou com direito de voto restrito).

Para os autores que propuseram a classificação das espécies de controle, o controle obtido mediante dispositivos legais seria uma modalidade apartada de controle, não se confundido com o controle minoritário.

Por outro lado, para Fábio Konder Comparato e Salomão Filho, ao prever, em seu art. 15, §2º, a possibilidade de 50% do capital social da companhia ser formado por ações preferenciais, a Lei das Sociedades por Ações consagrou a possibilidade de existência do controle minoritário<sup>7</sup>. Nessa hipótese, o acionista ou grupo de acionistas detentor de mais da metade das ações com direito de voto, e menos da metade das ações do capital social total, tem o poder de ditar o futuro da companhia.

O controle da administração, por fim, é totalmente dissociado da titularidade de ações do capital social da companhia. Resta caracterizado em companhias em que o capital social é extremamente disperso, isto é, quando a companhia possui diversos acionistas, cada um deles titular de uma quantidade extremamente pequena de ações.

Nessa hipótese, o controle passa a ser exercido pelos administradores, os quais utilizando-se de procurações outorgadas pelos acionistas, exercem o direito de voto em nome destes e, assim, conseguem tomar as decisões necessárias – por esse motivo esta modalidade é denominada controle indireto.

O controle da administração reforça ainda mais a ideia da companhia como uma instituição, como uma sociedade de capital, e não como uma sociedade de pessoas. Isso porque, o único elo que liga os acionistas nesta hipótese é o interesse na rentabilidade decorrente da valorização de suas ações ou no recebimento de dividendos, não existindo qualquer elemento de

---

<sup>7</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014, p. 57.



personalidade entre os sócios.

Fábio Konder Comparato e Salomão Filho, ao mencionarem dados constantes no *White Paper on Corporate Governance in Latin America*, emitido pela Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), afirmam que o mercado brasileiro é caracteristicamente um mercado de extrema concentração acionária, de modo que seria impossível imaginar a ocorrência de controle administrativo no país<sup>8</sup>.

Independentemente da modalidade do poder de controle, o seu exercício gera vantagens e desvantagens ao acionista. Por um lado, o acionista pode determinar o destino da sociedade, definir estratégias, escolher os seus administradores. Por outro lado, fica submetido à uma série de regras contrárias ao abuso do poder de controle, existentes para garantir que o acionista controlador exercerá o seu poder respeitando os interesses da própria companhia e dos demais envolvidos, como acionistas minoritários, debenturistas, trabalhadores, entre outros<sup>9</sup>.

Apesar dos referidos deveres e responsabilidades, a manutenção do poder de controle é de interesse de muitos empreendedores, podendo até mesmo ser citada como um desestímulo à abertura do capital da sociedade, na medida em que muitos acionistas deixam de adotar este movimento por receio de diluição de sua participação acionária e, conseqüentemente, a perda do poder de controle.

De todo modo, conforme ora demonstrado, esse poder de controle, seja qual for a modalidade observada, caracteriza-se pelo efetivo exercício do direito de voto do acionista, não estando necessariamente vinculado a propriedade acionária ou mesmo ao percentual das ações com direito de voto de sua titularidade.

Neste sentido, conforme será mais detalhadamente

---

<sup>8</sup> *Ibid.*, p. 63.

<sup>9</sup> MAMEDE, Gladston. *Direito societário: sociedades simples e empresárias*. 12 ed., São Paulo: Atlas, 2020, p. 417.

demonstrado adiante, o voto plural pode ser utilizado pelos empreendedores para a manutenção do poder de controle ainda que com participação diminuta no capital social da companhia, na medida em que implica, principalmente, na atribuição de direitos de voto superiores aos atribuídos às outras ações.

Assim, o empreendedor, detentor de bem menos que a metade do capital social de uma companhia, pode gozar, por exemplo, do direito de proferir 10 (dez) votos por ação de sua titularidade e, desse modo, preencher o requisito previsto no art. 116 da Lei das Sociedades por Ações, qual seja, ter para si assegurados 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, caracterizando, desse modo, o controle minoritário.

### 3. ASPECTOS GERAIS DO VOTO PLURAL E DA LEI N. 14.195/2021

Em 26 de agosto de 2021, a Medida Provisória 1040/2020 foi convertida na Lei n. 14.195/2021.<sup>10</sup> Entre outros assuntos, a inovação legislativa teve por efeito a inclusão, na Lei n. 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações), da possibilidade de emissão de mais de uma classe de ações ordinárias, tendo por elemento de distinção entre elas, a atribuição ou não de voto plural, bem como a proporção de votos atribuída a cada espécie (art. 16-A da Lei n. 6.404/1976).

A Lei n. 14.195/2021, ao prever o voto plural, estabeleceu uma série de limites à sua utilização pelas companhias, o que agradou uma parcela do mercado contrária a previsão do instrumento, e desagradou aqueles favoráveis a sua utilização de forma ilimitada.

---

<sup>10</sup> BRASIL. Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021. Disponível: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2021/lei/L14195.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/L14195.htm). Acesso em: 02 de setembro de 2021.

A respeito desta questão, ao ser provocada por André Grunspun Pitta, que teceu comentários negativos acerca das limitações impostas na Lei, afirmando que em muitas dessas previsões o legislador assumiu o lugar das partes, tolhendo-lhes o direito de negociar; Flávia Mouta, Diretora de Emissores da B3 afirmou que se a Lei não previsse tais limitações – chamadas por ela de “salvaguardas” -, provavelmente não seria aprovada, uma vez que não havia espaço para uma inovação tão abrangente pela via legislativa<sup>11</sup>.

Primeiramente, o art. 110-A da Lei n. 14.195/2021 autoriza a atribuição de, no máximo, 10 (dez) votos por ação ordinária, de modo que os acionistas são livres para atribuir a quantidade de votos que bem entenderem à cada espécie, podendo até mesmo criar mais de uma espécie de ação ordinária com proporções de votos distintas, desde que respeitem o limite legal.

Esta previsão foi alvo de críticas, uma vez que, na visão de alguns juristas, o número de votos atribuído a cada ação deveria ser objeto de negociação entre fundadores e investidores, variando de acordo com as peculiaridades de cada companhia e não uma quantidade padrão definida pelo legislador<sup>12</sup>. Coincidentemente, as companhias brasileiras, tal como Pag Seguro, XP Investimentos, Arco Platform, entre outras, que optaram por abrir o seu capital social em bolsas estrangeiras, em detrimento da bolsa brasileira, adotaram esta proporção de 10 votos para cada ação ordinária.

Quanto ao momento de emissão de ações com voto plural, a Lei determina que somente podem fazê-lo as companhias fechadas ou as companhias abertas que ainda não negociem os

---

<sup>11</sup> FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. Webinar: *Capital Market Talks – Voto plural*. (92m40s). Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=Tt7JZkwi-A4>. Acesso em: 20 de setembro de 2021.

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

seus valores mobiliários em bolsa ou balcão (art. 110-A).

No mesmo sentido, o art. 110-A, parágrafo quinto, estabelece que após o início da negociação das ações ou dos valores mobiliários conversíveis em ações em mercados organizados de valores mobiliários, é vedada a alteração das características das ações ordinárias cuja classe goza de voto plural, salvo para reduzir os seus direitos ou vantagens.

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

Referida previsão, antes mesmo da aprovação da Lei que instituiu o voto plural já era entendida como mecanismo necessário de proteção aos demais acionistas a ser previsto em eventual legislação que tratasse sobre o tema. Denominada como cláusula geral de proibição da diluição do poder de voto dos acionistas politicamente desfavorecidos, esta previsão tem por objetivo evitar fraudes e manobras societárias desleais, além de prestigiar a transparência e a confiança entre os acionistas<sup>13</sup>. Por outro lado, Manoel de Queiroz Pereira Calças, Ruth Junqueira e Pedro Eduardo Clemesha salientam que esta previsão pode apresentar entraves para a realização de operações de reestruturação

---

<sup>13</sup> CALÇAS, Manoel de Queiroz Pereira; JUNQUEIRA, Ruth; CLEMESHA, Pedro Eduardo. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. vol. 92, ano 24, São Paulo: Editora RT, abr./jun., 2021, p. 169. Disponível em: <https://www.revistadotribunais.com.br/maf/app/resultList/document?&src=r1&srguid=i0ad6adc50000017be155666fb11f00d3&docguid=Ida5a4cd0bab511eb82eddeb39705b73f&hitguid=Ida5a4cd0bab511eb82eddeb39705b73f&spos=1&epos=1&td=1&context=62&crumb-action=append&crumb-label=Documento&isDocFG=false&isFromMultiSumm=&startChunk=1&endChunk=1>. Acesso em: 13 de setembro de 2021.

societária favoráveis à companhia, por exemplo, na hipótese de elaboração de plano de recuperação judicial, em que a emissão de ações com voto plural poderia ser utilizada como meio de capitalizar a companhia, e ajudá-la a superar a crise. Sendo assim, os referidos autores defendem que a regra deve ser flexibilizada pelo Poder Judiciário, em casos excepcionais, sempre no melhor interesse da companhia<sup>14</sup>.

Quanto ao quórum de aprovação do voto plural, a lei exige a metade, no mínimo, do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto e, metade, no mínimo, das ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, reunidas em Assembleia Geral (art. 110-A, §1º).

Ao estabelecer referido quórum, o legislador demonstra a relevância do tema para as companhias e os impactos desta previsão, de modo que torna a deliberação acerca do voto plural exceção à restrição ao direito de voto dos titulares de ações preferenciais, possibilitando que se manifestem a respeito do assunto.

Quanto ao prazo de vigência do voto plural, o estatuto da sociedade pode condicioná-lo a um evento (condição) ou termo, sendo que independentemente de tal previsão, o prazo de vigência não poderá ser superior a 7 (sete) anos. Nesse sentido, caso o estatuto estabeleça uma condição ou termo, a vigência do voto plural se esgotará com a sua implementação ou quando atingido o prazo de sete anos, o que ocorrer primeiro.

A previsão de um prazo de vigência para o voto plural é denominada nos países em que a utilização deste instrumento é autorizada, como os Estados Unidos, de *sunset clause*. Esta questão também já era objeto de discussão entre B3 e AMEC - Associação dos Investidores no Mercado de Capitais- quando a inclusão do instrumento no ordenamento jurídico brasileiro era apenas uma hipótese. A primeira, apesar de favorável à estipulação de um termo para o voto plural, afirmava que a decisão

---

<sup>14</sup> *Ibid.*, p. 169.

acerca do período deveria ficar a cargo dos minoritários, que não gozassem de voto plural. A segunda, por sua vez, defendia um prazo máximo de 7 (sete) anos, prorrogável apenas uma vez<sup>15</sup>. Como é possível observar, a posição da AMEC foi adotada pelo legislador.

A fixação de um prazo de vigência para o voto plural, incentiva a plena implementação do plano de negócio pelo fundador dentro do limite temporal<sup>16</sup>, na medida em que este tenderá a tirar o máximo de proveito possível de seu poder de voto “qualificado”. Além disso, a definição de um prazo é importante na medida em que nem sempre a admiração e o reconhecimento do mercado pelo fundador da companhia permanecerão perenes, tendendo a diminuir de importância com o passar do tempo<sup>17</sup>, de modo que o voto plural com duração ilimitada não seria interessante para a companhia.

Apesar disso, a previsão de um prazo único a ser seguido por todas as companhias, independentemente do tipo de empreendimento e da área de atuação, pode ser vista como um desestímulo à utilização do instituto, na medida em que não leva em consideração as especificidades de cada companhia, como a maturidade do negócio no momento da abertura de capital, o tempo necessário para o atingimento das metas definidas pelos fundadores e pelos investidores, a área de atuação da companhia, entre outros aspectos.

Fábio Coelho, Presidente da Associação de Investidores

---

<sup>15</sup> AGUIAR, Rejane. Voto Plural: como contornar seus riscos? Mercado brasileiro discute salvaguardas para tornar o instituto possível no Brasil. Reportagem. *Capital Aberto*. Fev. de 2021. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/reportagens/voto-plural-como-contornar-seus-riscos/#:~:text=Mercado%20brasileiro%20discute%20salvaguardas%20para%20tornar%20o%20instituto%20poss%C3%ADvel%20no%20Brasil&text=O%20fato%20de%20pelo%20menos,uma%20vez%20suscitou%20discuss%C3%B5es>. Acesso em: 02 de setembro de 2021.

<sup>16</sup> CALÇAS, Manoel de Queiroz Pereira; JUNQUEIRA, Ruth; CLEMESHA, Pedro Eduardo. *Op. Cit.*, p. 171.

<sup>17</sup> *Ibid.*, p. 171.

no Mercado de Capitais (Amec), afirma que a fixação do prazo em 7 anos teve como premissa o fato de que devido à dinamicidade da área em que atuam, as empresas de tecnologia conseguem se desenvolver e deixar de depender diretamente da expertise do seu fundador nesse período, sendo estas companhias o alvo principal da previsão do voto plural no ordenamento jurídico brasileiro<sup>18</sup>.

Ainda quanto ao limite temporal, a Lei prevê a possibilidade de sua prorrogação por qualquer prazo, desde que observado o quórum exigido para aprovação, e desde que sejam excluídos da votação os titulares de ações da classe cujo voto plural se pretende prorrogar.

Por óbvio, o fato de os titulares das ações com voto plural não participarem da votação acerca da prorrogação do seu prazo de vigência tem por fundamento o fato de que provavelmente estes votariam no sentido de manter o poder de controle para si, prorrogando o prazo de vigência do voto plural em benefício próprio, ainda que tal decisão não correspondesse ao melhor interesse da companhia.

Ocorre que, o mesmo pode acontecer no cenário em que apenas os demais acionistas votam. Na medida em que com a não renovação do prazo de vigência do voto plural estas ações são automaticamente convertidas em ações com direito a apenas um voto nas deliberações assembleares, os acionistas não controladores podem ser beneficiados por esta conversão, principalmente na hipótese de existência de determinado acionista majoritário, que apenas não tinha o poder de tomar as decisões em razão do estabelecimento do voto plural aos fundadores. Nessa hipótese, com a não renovação do prazo de vigência do voto plural, referido acionista se tornaria o acionista controlador da companhia.

---

<sup>18</sup> FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. Webinar: *Capital Market Talks – Voto plural*. (92m40s). Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=Tt7JZkwi-A4>. Acesso em: 20 de setembro de 2021.

Sendo assim, não é possível afirmar que a decisão pela renovação ou não do prazo de vigência será necessariamente adotada com base no melhor interesse da companhia pelo simples fato de os acionistas titulares destas ações não votarem nesta deliberação.

Apesar disso, seria de fato impossível para o legislador prever a real intenção das partes no momento da votação, de modo que a atribuição desse poder para os acionistas não controladores é a melhor opção na medida em que, ao menos teoricamente, estes tenderiam a manter os fundadores no controle caso a sua atuação estivesse se mostrando positiva para a companhia e, caso contrário, deliberariam pela conversão das suas ações em ações ordinárias com apenas um voto, retirando o seu poder de tomada de decisões.

Seja na instituição do voto plural, seja na decisão pela prorrogação do seu prazo de vigência, a Lei n. 14.195/2021 exige que seja assegurado aos acionistas dissidentes o direito de se retirarem da companhia, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 45 da Lei das Sociedades por Ações (art. 110-A, §§2º e 7º, inciso III).

A transferibilidade das ações com voto plural também restou bastante limitada pela Lei. O art. 110-A, parágrafo oitavo, estabeleceu que as ações com voto plural serão automaticamente convertidas em ações ordinárias sem voto plural, ou seja, com apenas um voto, caso transferidas, a qualquer título, a terceiros. Desse modo, em caso de falecimento, doação ou alienação das ações à terceiros, o benefício do voto plural não será mantido.

Isto ocorre porque o voto plural está atrelado à pessoa do fundador, às suas características pessoais tais como conhecimento acerca do negócio desenvolvido pela companhia, estratégias e plano de negócios definidos para o futuro da companhia, a sua reputação perante o mercado, entre outras. Caso por qualquer motivo as suas ações sejam transferidas a terceiros, tais características deixarão de existir, de modo que o seu potencial de



gerar benefícios para a companhia também se perde, de modo que não há razões para que tais ações continuem beneficiando os seus titulares com o voto plural.

A Lei prevê algumas exceções para a regra da conversão das ações quando transferidas a terceiros. A primeira exceção é se o alienante permanecer indiretamente como único titular de tais ações e no controle dos direitos políticos por elas conferidos. Maiores explicações são desnecessárias no que diz respeito a esta hipótese na medida em que, se o alienante continuar no controle dos direitos políticos conferidos pelas ações, a transferência terá poucos efeitos práticos, de modo que as suas características, anteriormente mencionadas ainda terão o potencial de beneficiar a companhia. A segunda exceção é se o terceiro for titular da mesma classe de ações com voto plural a ele alienadas, de modo que a transferência de ações para a sua titularidade não importará na atribuição de poderes a quem não era o destinatário inicial do voto plural de acordo com a vontade da Assembleia Geral. A terceira exceção é quando a transferência ocorrer no regime de titularidade fiduciária para fins de constituição do depósito centralizado. Outra hipótese de conversão das ações com voto plural em ações ordinárias com apenas um voto é quando um contrato ou acordo de acionistas, entre titulares de ações com voto plural e acionistas que não sejam titulares de ações com voto plural, dispor sobre o exercício conjunto do direito de voto. Nessa hipótese, o voto será exercido na proporção “uma ação, um voto”, não sendo contabilizado o voto plural atribuído as ações.

Por fim, a Lei também estabeleceu que o voto plural não será considerado quando a deliberação da Assembleia Geral de Acionistas versar sobre: i) a remuneração dos administradores; e ii) a celebração de transações com partes relacionadas que atendam a critérios de relevância a serem definidos pela Comissão de Valores Mobiliários.

Além destas limitações, o Presidente da Associação de

Investidores no Mercado de Capitais (Amec), Fábio Coelho, entendia necessária a restrição da utilização do voto plural na deliberação cujo objeto fosse a aprovação das contas<sup>19</sup>, o que não foi previsto pelo legislador.

#### 4. VANTAGENS E DESVANTAGENS DA PREVISÃO DO VOTO PLURAL

Analisados os aspectos gerais do voto plural, estabelecidos pela Lei, cumpre agora verificar as vantagens e desvantagens de sua utilização, apontadas por juristas e por agentes do mercado acionário.

No que diz respeito à opinião destes últimos, considere-se, no presente trabalho, o estudo realizado pela ACE Governance – Governança e Mercado de Capitais, à pedido da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), no ano de 2019, acerca da utilização de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados, no mercado internacional e a repercussão da sua eventual utilização no mercado brasileiro<sup>20</sup>.

Por ocasião do estudo, foram entrevistados diversos agentes de mercado, os quais apontaram os motivos pelos quais consideraram conveniente, ou não, a possibilidade de emissão de mais de uma classe de ações ordinárias no mercado acionário brasileiro.

Além dos motivos apontados pelos entrevistados, serão listadas abaixo as vantagens e desvantagens identificadas no

---

<sup>19</sup> QUESADA, Beatriz. Voto plural longe do consenso. Polêmico e arriscado, sistema de duas classes de ações tem chances de emplacar no Brasil. Reportagem. *Capital Aberto*. Fev. de 2020. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/reportagens/voto-plural-longo-do-consenso/>. Acesso em: 22 de agosto de 2021.

<sup>20</sup> 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)*. B3, São Paulo, 4 dez. 2019. Disponível em: [http://www.b3.com.br/data/files/45/02/1F/3D/16ECF6107DF7ACF6AC094EA8/EXTRATO\\_DA\\_ANALISE\\_VOTO\\_PLURAL.pdf](http://www.b3.com.br/data/files/45/02/1F/3D/16ECF6107DF7ACF6AC094EA8/EXTRATO_DA_ANALISE_VOTO_PLURAL.pdf). Acesso em: 28 de agosto de 2021.

decorrer da presente pesquisa.

Primeiramente, no que diz respeito às desvantagens, foram identificadas *i)* o risco de abuso de poder do titular das ações com voto plural, *ii)* a inexistência de mecanismos efetivos de proteção dos investidores minoritários no ordenamento jurídico brasileiro, e *iii)* a inexistência de benefícios econômicos para aqueles que não gozam do voto qualificado.

Quanto ao risco de abuso de poder do titular das ações com voto plural, é necessário salientar que a possibilidade de emissão de ações com voto plural implica na descompatibilização entre poder político e poder econômico em uma companhia. Isso porque, por meio da emissão dessas ações, um acionista pode ser o titular de ações com direitos de votos suficientes para tomar as decisões, determinando o futuro da companhia, em um grau de representatividade maior nas deliberações do que a sua correspondente contribuição para a formação do capital social.

Ocorre que, em regra, a contribuição econômica do acionista para a companhia, por meio da subscrição e integralização de ações do seu capital social, consubstancia-se no risco financeiro por ele assumido, ou seja, o montante de capital que este está disposto a perder em caso de insucesso do empreendimento.

Sendo assim, em uma companhia em que todas as ações são emitidas pelo mesmo valor, os titulares do maior número de ações, ou seja, aqueles que mais contribuíram para a formação do seu capital social, estão mais expostos ao risco em caso de insucesso do empreendimento e, por esse motivo, possuem maior incentivo para exercer o seu direito de voto em atenção ao melhor interesse da companhia, uma vez que, eles serão beneficiados pelos ganhos então decorrentes. No mesmo sentido, caso tomem decisões em prejuízo da companhia, terão de suportar as perdas correspondentes<sup>21</sup>.

---

<sup>21</sup> CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. Desproporção entre contribuição econômica e poder de voto nas companhias. *Revista de Estudos Jurídicos do Superior Tribunal de Justiça (Rejuri STJ)*. Vol. 1, n. 1, jul./dez., 2020, p. 77.

Logo, quando adotada a estrutura de mais de uma classe de ações ordinárias para uma companhia, com direitos de votos distintos entre si, a relação entre contribuição econômica e poder político deixa de existir, o que pode afetar diretamente a tomada de decisões pelo controlador.

Quando quem toma as decisões acerca do futuro do negócio contribuiu economicamente, em menor proporção que os demais sócios, para a formação do seu capital social, está, em verdade, negociando com base em risco financeiro alheio, na medida em que, o capital exposto ao risco não é de sua propriedade, mas sim de terceiros.

Nesse caso, o controlador estará propenso a assumir maiores riscos e a tomar decisões a fim de maximizar os seus interesses pessoais em detrimento dos interesses da companhia, afinal, a sua participação nos resultados econômicos da companhia corresponderão à sua participação no capital social, ou seja, neste caso o controlador sofrerá menores perdas em seu patrimônio na hipótese de decisões desacertadas.

Sobre este assunto, Andréia Cristina Bezerra Casquet cita estudo realizado por Claessens, no qual o autor traçou as principais consequências da adoção do modelo concentrado de capital. De acordo com os resultados por ele obtidos, uma das principais consequências da expressividade dos investimentos titularizados pelos controladores na companhia, seria o incentivo para angariar informações e monitorar os gestores, mas também maior interesse na maximização do valor da empresa<sup>22</sup>.

Isso não ocorre, por exemplo, quando o poder de controle do acionista decorre de sua titularidade de ações com votos plurais, hipótese em que há desproporcionalidade entre a sua participação nos lucros e nas perdas – que é atribuída de acordo com a participação de cada acionista na formação do capital social -, e os seus poderes decisórios.

Exemplo dos riscos de abuso do poder pelos

---

<sup>22</sup> *Ibid.*, p. 78.

controladores, em companhias que adotam o voto plural, é o que ocorreu recentemente nas assembleias de companhias como Amazon, Facebook e Alphabet, nas quais os pedidos de acionistas minoritários para a criação de relatórios antitruste e adoção de medidas mais eficientes para barrar *fake news* foram descartadas devido ao voto “qualificado” dos detentores de ações ordinárias com voto plural<sup>23</sup>.

A segunda desvantagem, consubstancia-se na inexistência de mecanismos efetivos de proteção dos investidores minoritários no ordenamento jurídico brasileiro.

Em pesquisa realizada por Viviane Muller Prado, por exemplo, cujo objeto era o sistema de *enforcement* do regime jurídico brasileiro no que diz respeito às normas de proteção aos investidores, com foco especificamente na reparação dos prejuízos decorrentes de falhas informacionais, foi encontrado apenas um único caso em que investidores receberam indenizações pelos prejuízos sofridos<sup>24</sup>.

Assim, devido à insegurança jurídica apresentada aos investidores, a possibilidade de emissão de ações com voto plural pode ser percebida com justificadas reservas por estes, tendo o efeito inverso, de modo a tornar o mercado brasileiro menos atrativo quando comparado, por exemplo, ao mercado estadunidense.

Também pode ser apontada como uma desvantagem do ponto de vista dos investidores, a inexistência de benefícios econômicos para aqueles que não gozam de voto qualificado.

Os titulares de ações preferenciais, apesar de poderem ser destituídos ou gozarem de direito de voto restrito, são

---

<sup>23</sup> LEPINSKI, Paula. Voto plural vira escudo para bigtechs. Reportagem. *Capital aberto*. Jun. de 2021. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/reportagens/voto-plural-vira-escudo-para-bigtechs/>. Acesso em: 25 de setembro de 2021.

<sup>24</sup> PRADO, Viviane Muller. *Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores*, 2016, p. 4. Disponível em <https://www.mfcapfgv.com.br/post/n%C3%A3o-custa-nada-mentir-ressarcimento-de-investidores>. Acesso em: 23 de setembro de 2021.

beneficiados com vantagens patrimoniais. No caso das ações com voto plural, por outro lado, os acionistas titulares de ações com direito a apenas um voto não gozam de nenhuma vantagem patrimonial face aos acionistas com direitos de voto plural. Ou seja, os acionistas não recebem nenhuma vantagem direta em troca da descompatibilização entre o poder político e o poder econômico.

Quanto às vantagens, por sua vez, foi possível identificar as seguintes: i) incentivo aos empreendedores para a captação de recursos no mercado de valores mobiliários, ii) impedimento de tomadas de controle hostis, e iii) diversificação dos instrumentos disponibilizados pelo ordenamento jurídico brasileiro.

Uma vez que a atribuição de voto plural possibilita a manutenção do poder de controle pelos fundadores do empreendimento, este instrumento pode servir de incentivo à abertura de capital para captação de recursos no mercado de valores mobiliários.

Muitas vezes o receio dos empreendedores é que, por meio da abertura do capital da companhia, a sua participação acionária acabe diluída, de modo que estes percam o controle da tomada de decisões sobre sua própria companhia. Por meio da previsão de voto plural é possível evitar este problema.

A manutenção do poder de controle nas mãos dos fundadores confere estabilidade ao empreendimento, na medida em que equilibra a tensão existente entre curto e longo prazo. Em regra, os acionistas minoritários – investidores –, tendem a tomar decisões que produzam resultados imediatos, priorizando os seus interesses de curto prazo. Os fundadores, por outro lado, consideram o empreendimento como o projeto da sua vida, de modo que tendem a tomar decisões estratégicas, voltadas para resultados de longo prazo<sup>25</sup>. Para Fernando Torres, tal

---

<sup>25</sup> AGUIAR, Rejane. Voto Plural: como contornar seus riscos? Mercado brasileiro discute salvaguardas para tornar o instituto possível no Brasil. Reportagem. *Capital Aberto*. Fev. de 2021. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/reportagens/voto-plural-como-contornar-seus->

argumento não se sustenta. Isso porque, de acordo com ele, caso o fundador da companhia fosse de fundamental importância para o empreendimento, os próprios minoritários assim reconheceriam, de modo que não considerariam tirá-lo da posição de controle<sup>26</sup>.

Nesse mesmo sentido, a adoção de voto plural quando da abertura do capital social pela companhia também contribui para impedir tomadas de controle hostis após a emissão pública de ações. Isso porque, em razão deste instrumento, ainda que um investidor adquira a maioria das ações ordinárias do capital social da companhia, este não terá a maioria de votos nas deliberações sociais, de modo que não restará caracterizado o controle majoritário explicado no primeiro tópico deste trabalho.

Quanto à diversificação dos instrumentos disponibilizados no mercado brasileiro, é importante salientar que uma vez que o ordenamento jurídico brasileiro já fornece outros mecanismos que possibilitam a concentração de controle, a previsão de voto plural ampliaria as possibilidades e, conseqüentemente, tornaria o mercado brasileiro mais atrativo para as companhias que desejam abrir o seu capital.

Além disso, é necessário salientar que o mercado de capitais não é como as relações originadas no âmbito do Direito do Consumidor, tendo uma parte hipossuficiente cuja proteção fica a cargo do ordenamento jurídico. A decisão de investimento é livremente tomada pelo investidor que não é obrigado a adquirir ou manter ações de uma companhia que adote o voto plural em sua estrutura.

---

riscos/#:~:text=Mercado%20brasileiro%20discute%20salvuardas%20para%20tor-nar%20o%20instituto%20poss%C3%ADvel%20no%20Bra-sil&text=O%20fato%20de%20pelo%20menos,uma%20vez%20suscitou%20dis-cuss%C3%B5es. Acesso em: 02 de setembro de 2021.

<sup>26</sup> TORRES, Fernando. Faço voto de que o supervoto funcione; mas tema o escorpião. Se alguém quer reter o poder de controle é porque está disposto a exercê-lo. Reportagem. *Valor Econômico*. Set. de 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/blogs/fernando-torres/post/2021/09/faco-votos-de-que-o-supervoto-funcione-mas-tema-o-escorpioo.ghtml>. Acesso em: 11 de setembro de 2021.

Ainda, há o fato de que atualmente não há fronteiras para o mercado de valores mobiliários de modo que, um cidadão brasileiro, pode facilmente adquirir ações de empresas listadas em bolsas estrangeiras que utilizem o voto plural<sup>27</sup>, o que não é incomum, na medida em que 11 das 20 maiores bolsas do mundo permitem esta estrutura<sup>28</sup>.

## 5. AÇÕES PREFERENCIAIS X AÇÕES COM VOTO PLURAL

Outro mecanismo de separação entre propriedade acionária e poder de controle são as ações preferenciais, há muito utilizadas pelas companhias brasileiras e em larga escala.

Esta espécie de ação foi criada com o objetivo de assegurar aos investidores a exclusiva percepção de vantagens patrimoniais<sup>29</sup>. Tal necessidade decorre da noção, encabeçada por Bulhões Pedreira, de que existem dois tipos de acionistas: o acionista empresário e o acionista investidor, sendo que para esse último, o interesse em investir o seu capital em companhias está na possibilidade de receber dividendos ou revender as suas ações com lucro<sup>30</sup>.

De acordo com o autor, os acionistas investidores não se interessam por participar da administração da companhia, e nem por delinear estratégias de planos de expansão. Eles querem, em

---

<sup>27</sup> TORRES, Fernando. Faço voto de que o supervoto funcione; mas tema o escorpião. Se alguém quer reter o poder de controle é porque está disposto a exercê-lo. Reportagem. *Valor Econômico*. Set. de 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/blogs/fernando-torres/post/2021/09/faco-votos-de-que-o-supervoto-funcione-mas-tema-o-escorpiao.ghtml>. Acesso em: 11 de setembro de 2021.

<sup>28</sup> QUESADA, Beatriz. Voto plural longe do consenso. Polêmico e arriscado, sistema de duas classes de ações tem chances de emplacar no Brasil. Reportagem. *Capital Aberto*. Fev. de 2020. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/reportagens/voto-plural-longo-do-consenso/>. Acesso em: 22 de agosto de 2021.

<sup>29</sup> COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana [et al.]. *Lei das sociedades anônimas comentada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 179.

<sup>30</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, vol.1, 2009, p. 247.



verdade, que o acionista controlador e os administradores solucionem referidos problemas, lhes garantindo, assim, o recebimento de dividendos e a valorização dos seus valores mobiliários, sendo que, caso isso não ocorra, o acionista investidor aliena suas ações, e aplica o seu capital em outras companhias<sup>31</sup>.

Por outro lado, no que diz respeito ao acionista empreendedor, a emissão de ações preferenciais lhe possibilita a captação de recursos junto ao mercado de valores mobiliários, sem a diluição de sua participação e, conseqüentemente, sem o risco de perder o seu poder de controle em função da perda da posição de acionista titular da maioria das de ações com direito de voto.

Nesse sentido, as ações preferenciais são caracterizadas pela supressão ou restrição do direito de voto dos seus titulares que, em contrapartida, gozam de vantagens patrimoniais. Estas vantagens patrimoniais, de acordo com o art. 17 da Lei das Sociedades por Ações, podem consistir em: i) prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; ii) prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele ou iii) na acumulação das preferências e vantagens referidas.

Ainda, no que diz respeito à negociação de ações preferenciais no mercado de valores mobiliários, o art. 17, em seu parágrafo primeiro estabelece que esta só será permitida se às ações preferenciais for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens: i) o direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício; ii) direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou iii) direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

Caso a companhia não garanta ao investidor o efetivo recebimento da vantagem, os acionistas preferencialistas passam,

---

<sup>31</sup> *Ibid.*, p. 248.

obrigatoriamente, a ter direito de voto, conforme estabelece o art. 111, parágrafo primeiro da Lei das Sociedades por Ações.

Independentemente das vantagens econômicas atribuídas por ações desta natureza, de acordo com o art. 18 da Lei das Sociedades por Ações, o estatuto da companhia também pode assegurar vantagens de natureza política aos acionistas preferenciais. É possível o estabelecimento do direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração; ou, ainda, o direito de veto sobre matérias sensíveis da sociedade, nas quais o titular dessa ação pode preferir participar mais ativamente da tomada de decisão, por meio do voto.

Dessa forma, é possível perceber que as ações preferenciais podem ser moldadas pela companhia das mais diversas formas, a fim de atender à necessidade de capitalização da sociedade, se de mais ou menos capital, e ao interesse dos investidores, se mais ou menos interessados em participar da gestão da companhia. A possibilidade de criação de diversas classes de ações preferenciais flexibiliza ainda mais o seu uso e permite a sua adaptação ao caso concreto.

Entretanto, o art. 15, parágrafo segundo da Lei das Sociedades por Ações limita a emissão de ações preferenciais, estabelecendo que o capital social de uma companhia pode ser composto de, no máximo, 50% (cinquenta por cento) de ações preferenciais.

Sendo assim, nas companhias que emitiram ações preferenciais na quantidade máxima permitida, para que um acionista assuma a posição de controlador precisará ser titular de, no máximo, 50% das ações votantes, ou seja, 25% do capital social total da companhia – isso quando o preço de emissão das ações ordinárias for o mesmo que o preço de emissão das ações preferenciais.

Desse modo, é possível dizer que, por meio da emissão de ações preferenciais, é oportunizado ao acionista empreendedor alienar maior quantidade de ações do capital social da

companhia, com o objetivo de mobilizar recursos em larga escala, e ainda assim continuar no controle da sociedade, preservando o direito à última palavra nas questões atinentes ao planejamento estratégico do empreendimento.

A desproporção entre a propriedade acionária e o poder político do acionista é ainda mais acentuada nos casos em que há diferença entre o preço de emissão das ações ordinárias e o preço de emissão das ações preferenciais. Isso porque, se o preço de emissão das ações preferenciais for superior, pode acontecer de o poder de controle da companhia ficar nas mãos de um acionista que contribuiu com parcela diminuta do capital social, ou seja, o titular das ações ordinárias<sup>32</sup>.

Sendo assim, é possível afirmar que o efeito prático das ações preferenciais é bem semelhante ao da emissão de ações ordinárias com voto plural, com a diferença de que, no primeiro caso, os acionistas sem direito de voto auferem, em contrapartida, vantagens econômicas, o que não ocorre no caso do voto plural, em que aqueles acionistas com direito a apenas um voto por ações não são compensados patrimonialmente.

O que se observa é que, no caso das companhias que emitem voto plural, os acionistas, além de terem assegurado o seu direito de voto – ainda que não o poder de controle -, são beneficiados pela valorização das ações da companhia, decorrente da manutenção do fundador no controle, e das estratégias por ele adotadas. O acionista preferencial, por outro lado, apesar das vantagens patrimoniais a ele conferidas, possui poder de voto em situações muito específicas.

## 6. CONCLUSÕES

Os estudos registrados nesta pesquisa tiveram por

---

<sup>32</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Nota sobre a proibição do voto plural. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*. n. 12, novembro, São Paulo: Almedina, 2020, p. 89.

objetivo examinar as disposições da Lei n. 14.195 de 2021 no que diz respeito a possibilidade de emissão de ações ordinárias com voto plural por companhias listadas na Bolsa de Valores brasileira.

Durante a pesquisa, verificou-se que o voto plural se trata de um instrumento jurídico utilizado por empreendedores, para manter o controle da companhia mesmo diante da emissão pública de ações, uma vez que pode conferir à cada ação ordinária de titularidade dos empreendedores, até 10 (dez) votos na assembleia geral.

Especificamente no que diz respeito às previsões da legislação, o que se conclui é que limitações quanto à transferibilidade das ações ou mesmo quanto às matérias acerca das quais o voto plural será considerado para fins de deliberação, são de fundamental importância para fins de garantir segurança quanto à principal finalidade do instrumento, bem como proteger os demais acionistas que não gozam dessa vantagem.

Por outro lado, as limitações no tocante ao número de votos atribuíveis a cada ação ordinária, ou mesmo quanto ao prazo padrão de vigência do voto plural mostram-se desnecessárias, na medida em que retiram a liberdade de negociação das partes, que poderiam melhor delinear estes aspectos em seus estatutos sociais, levando em consideração as especificidades da sua atividade bem como de sua governança interna.

Quanto às opiniões de juristas e do mercado acerca do voto plural, foram listadas as vantagens e desvantagens por eles apontadas. Primeiramente, quanto às desvantagens, foram identificadas as seguintes: i) o risco de abuso de poder do titular das ações com voto plural, ii) a inexistência de mecanismos efetivos de proteção dos investidores minoritários no ordenamento jurídico brasileiro, iii) a inexistência de benefícios econômicos para aqueles que não gozam do voto qualificado, e iv) o fato de que a possibilidade de utilização do voto plural não tornará o mercado brasileiro mais atrativo.

Por meio da pesquisa realizada foi possível concluir que o risco de abuso de poder do titular das ações com voto plural, apesar de real, também está presente em outros mecanismos de concentração do poder de controle por meio da descompatibilização entre contribuição econômica e poder político, por exemplo, no caso de emissão de ações preferenciais, de modo que não seria coerente manter a restrição da possibilidade de emissão de ações com voto plural com base apenas neste argumento.

Ainda, verificou-se que a desvantagem mais difícil de ser contornada é a inexistência de mecanismos efetivos de proteção dos investidores minoritários no ordenamento jurídico brasileiro, principalmente no que diz respeito à restituição dos danos por eles sofridos.

Quanto às vantagens, por sua vez, foi possível identificar as seguintes: i) incentivo aos empreendedores para a captação de recursos no mercado de valores mobiliários, ii) impedimento de tomadas de controle hostis, e iii) diversificação dos instrumentos disponibilizados pelo ordenamento jurídico brasileiro.

É possível afirmar que, o incentivo aos empreendedores para a emissão pública de ações, em razão da manutenção do controle para si, é a principal vantagem do voto plural, na medida em que confere maior segurança aos empreendedores, tão temerosos de perder o controle da tomada de decisões em seus empreendimentos.

Por outro lado, é necessário salientar que, tão só a possibilidade de emissão de ações ordinárias com voto plural, apesar de ampliar os instrumentos disponibilizados aos empreendedores e investidores, não consegue, sozinha, tornar o mercado de valores mobiliários brasileiro mais atrativo, na medida em que o Brasil permanece em desvantagem em diversos outros aspectos que demandam melhorias nas instituições formais e informais existentes.



## 7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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)*. B3, São Paulo, 4 dez. 2019. Disponível em: [http://www.b3.com.br/data/files/45/02/1F/3D/16ECF6107DF7ACF6AC094EA8/EXTRATO\\_DA\\_ANALISE\\_VOTO\\_PLURAL.pdf](http://www.b3.com.br/data/files/45/02/1F/3D/16ECF6107DF7ACF6AC094EA8/EXTRATO_DA_ANALISE_VOTO_PLURAL.pdf). Acesso em: 28 de agosto de 2021.

AGUIAR, Rejane. Voto Plural: como contornar seus riscos? Mercado brasileiro discute salvaguardas para tornar o instituto possível no Brasil. Reportagem. *Capital Aberto*. Fev. de 2021. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/reportagens/voto-plural-como-contornar-seus-riscos/#:~:text=Mercado%20brasileiro%20discute%20salvaguardas%20para%20tornar%20o%20instituto%20poss%C3%ADvel%20no%20Brasil&text=O%20fato%20de%20pelo%20menos,uma%20vez%20suscitou%20discuss%C3%B5es>. Acesso em: 02 de setembro de 2021.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. *Lei das Sociedades por Ações*. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 02 de setembro de 2021.

BRASIL. Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021. Disponível: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2021/lei/L14195.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/L14195.htm). Acesso em: 02 de setembro de 2021.

- CALÇAS, Manoel de Queiroz Pereira; JUNQUEIRA, Ruth; CLEMESHA, Pedro Eduardo. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. vol. 92, ano 24, São Paulo: Editora RT, abr./jun., 2021, p. 169. Disponível em: <https://www.revistadoatribunais.com.br/maf/app/resultList/document?&src=rl&srguid=i0ad6adc50000017be155666fb11f00d3&docguid=Ida5a4cd0bab511eb82eddeb39705b73f&hitguid=Ida5a4cd0bab511eb82eddeb39705b73f&spos=1&epos=1&td=1&context=62&crumb-action=append&crumb-label=Documento&isDocFG=false&isFromMultiSumm=&startChunk=1&endChunk=1>. Acesso em: 13 de setembro de 2021.
- CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial: sociedade anônima*. 5 ed., São Paulo: Saraiva Educação, 2020.
- CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. Desproporção entre contribuição econômica e poder de voto nas companhias. *Revista de Estudos Jurídicos do Superior Tribunal de Justiça (Rejuri STJ)*, vol. 1, n. 1, jul./dez., 2020, p. 77.
- COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana [et al.]. *Lei das sociedades anônimas comentada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021.
- COELHO, Fábio Ulhoa. Nota sobre a proibição do voto plural. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*. n. 12, novembro, São Paulo: Almedina, 2020.
- COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014.
- FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. Webinar: *Capital Market Talks – Voto plural*. (92m40s). Disponível em:

- <https://www.youtube.com/watch?v=Tt7JZkwi-A4>. Acesso em: 20 de setembro de 2021.
- LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, vol.1, 2009, p. 247.
- LEPINSKI, Paula. Voto plural vira escudo para bigtechs. Reportagem. *Capital Aberto*. Jun. de 2021. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/reportagens/voto-plural-vira-escudo-para-bigtechs/>. Acesso em: 25 de setembro de 2021.
- MAMEDE, Gladston. *Direito societário: sociedades simples e empresárias*. 12 ed., São Paulo: Atlas, 2020.
- NEXUS #7: *Sanções da Lgpd, Reconhecimento da Recuperação Judicial Estrangeira e a Lei 14.195/2021*. [Locução de]: Ana Frazão e Fábio Ulhoa Coelho. Nexus Podcast, 08 de setembro de 2021. *Podcast*. Disponível em: <https://open.spotify.com/episode/0oJ94iazkW-maSL1gWNkuxb>. Acesso em: 12 de setembro de 2021.
- PRADO, Viviane Muller. *Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores*, 2016. Disponível em: <https://www.mfcap-fgv.com.br/post/n%C3%A3o-custa-nada-mentir-ressarcimento-de-investidores>. Acesso em: 23 de setembro de 2021.
- QUESADA, Beatriz. Voto plural longe do consenso. Polêmico e arriscado, sistema de duas classes de ações tem chances de emplacar no Brasil. Reportagem. *Capital Aberto*. Fev. de 2020. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/reportagens/voto-plural-longo-do-consenso/>. Acesso em: 22 de agosto de 2021.
- TORRES, Fernando. Faça voto de que o supervoto funcione; mas tema o escorpião. Se alguém quer reter o poder de controle é porque está disposto a exercê-lo. Reportagem. *Valor Econômico*. Set. de 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/blogs/fernando->



[torres/post/2021/09/faco-votos-de-que-o-supervoto-funcione-mas-tema-o-escorpiao.ghtml](https://torres/post/2021/09/faco-votos-de-que-o-supervoto-funcione-mas-tema-o-escorpiao.ghtml). Acesso em: 11 de setembro de 2021.