

DESproporção entre
Contribuição econômica e poder
de voto nas companhias

Andréia Cristina Bezerra Casquet

**DESPROPORÇÃO ENTRE CONTRIBUIÇÃO ECONÔMICA E PODER DE
VOTO NAS COMPANHIAS***

***DISPROPORTION BETWEEN ECONOMIC CONTRIBUTION AND VOTING
POWER IN COMPANIES***

Andréia Cristina Bezerra Casquet

RESUMO

O presente estudo na área de Direito Empresarial tem por objetivo abordar os impactos que podem ser verificados em estruturas formatas pelas companhias, capazes de dissociar poderes políticos e o aporte de capital de certos investidores. Será feita uma análise de estudos avançados já produzidos em outros ordenamentos jurídicos, sobretudo na Europa, onde a questão ressurgiu com força na última década, sobretudo em função da competição regulatória que se instaurou entre seus Estados, levando os reguladores a refletirem se a instituição da regra ‘uma ação, um voto’ seria eficaz em termos da competitividade entre os países. Com base nessa análise, serão examinados dois modelos que poderiam solucionar os principais problemas identificados na utilização dessas estruturas em nosso ordenamento: (i) a proibição da utilização desses arranjos, mediante a determinação do padrão ‘uma ação, um voto’; ou (ii) a manutenção de permissão para o seu uso no mercado nacional. A conclusão é a de que se deve transpor o enfoque do debate acerca do atendimento ou não da democracia societária no contexto da determinação do princípio ‘uma ação, um voto’, para a forma como a legislação societária pode eficientemente afastar as possibilidades de extração de

*ARTIGO RECEBIDO EM MARÇO/2020 E APROVADO EM JULHO/2020.

benefícios particulares da companhia por quem quer que seja. Isso porque se um regime de direito societário estiver adequadamente estruturado, haveria menos necessidade de se preocupar com a regra de votação, e a existência de votos não-proporcionais não seria uma preocupação importante.

PALAVRAS-CHAVE: CONTROLE. MECANISMOS DE ALAVANCAGEM. DIREITOS DOS MINORITÁRIOS. AÇÕES PREFERENCIAIS. UMA AÇÃO, UM VOTO.

ABSTRACT

The present study in the area of Corporate Law aims to address the impacts that can be verified in structures formed by companies, capable of dissociating political powers and the capital contribution of certain investors. An analysis will be made of advanced studies already produced in other legal systems, especially in Europe, where the issue has resurfaced strongly in the last decade, mainly due to the regulatory competition that has been established between its States, leading regulators to reflect on whether the institution of the a 'one share, one vote' rule would be effective in terms of competitiveness between countries. Based on this analysis, two models that could solve the main problems identified in the use of these structures in our order will be examined: (i) the prohibition of the use of these structures, by determining the pattern 'one share, one vote'; or (ii) maintaining the permission for its use in the domestic market. The conclusion is that the focus of the debate must be transposed in the context of determining the 'one share, one vote' principle, to the way in which corporate law can efficiently rule out the possibilities of extracting private benefits of the company by anyone. This is because if a corporate law regime is properly structured, there would be less need to worry about the voting rule, and the existence of non-proportional votes would not be a major concern.

KEYWORDS: CONTROL. ENHANCING MECHANISMS. MINORITY RIGHTS. PREFERRED SHARES. ONE SHARE, ONE VOTE.

SUMÁRIO: I. INTRODUÇÃO. II. DISCUSSÃO DE CASO: AÇÕES SUPERPREFERENCIAIS PELA AZUL S.A. E PELA TRACK&FIELD. III. SOLUÇÃO ADOTADA PARA O USO DE CEMs NO ÂMBITO DA UNIÃO EUROPEIA. IV. POSSÍVEIS SOLUÇÕES PARA O BRASIL .4.1. PROIBIR O USO DAS CEM MEDIANTE A DETERMINAÇÃO DA REGRA 'UMA AÇÃO, UM VOTO'. 4.2. MANTER A PERMISSÃO PARA A UTILIZAÇÃO DE CEMs. V. CONCLUSÃO. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.

I. INTRODUÇÃO

Há consenso de que o desenvolvimento dos mercados financeiros e de capitais constitui uma das condições essenciais para o crescimento econômico de uma nação. O financiamento bancário deve ser complementado por um mercado de capitais forte, capaz de atrair investimentos de longo prazo, não apenas de nacionais, mas também de estrangeiros, sobretudo no contexto da globalização da economia e do consequente aumento das relações comerciais entre os países.

A disponibilidade de capital para financiamento está relacionada à eficiência na captação de recursos daqueles que poupam para que sejam direcionados à aplicação em investimentos produtivos. Esse influxo está essencialmente associado à confiança dos investidores não apenas em relação à viabilidade financeira dos empreendimentos, mas também em relação a obtenção para si dos proveitos econômicos decorrentes do investimento realizado.

O risco de que os recursos dos investidores não sejam bem empregados ou sejam desviados pode decorrer em função de diversos fatores, mas sobretudo pela existência de uma situação que implique na separação entre propriedade e controle, permitindo aos acionistas majoritários manterem o controle com uma participação menor no capital da empresa do que seria necessário se todas as ações possuíssem igual poder de voto.

Esta hipótese pode se dar não apenas nas companhias que estejam firmadas sob as bases da propriedade pulverizada, nas quais o controle é exercido, em última instância, pelos seus administradores, mas também naquelas dotadas de estrutura de propriedade concentrada, nas quais o controlador não carregue todo o ônus financeiro das suas decisões.

Isso pode ocorrer mediante a utilização dos chamados mecanismos de alavancagem de controle (*Control Enhancement Mechanisms – CEM*), os quais constituem arranjos instituídos pelas companhias, aptos a criar discrepâncias na relação entre a propriedade e controle¹, resultando na possibilidade de que um acionista reforce o controle de que é titular sem que haja correspondência com a participação no capital da companhia.

Há uma grande variedade de CEMs que podem ser utilizadas de forma isolada ou cumulativa pela companhia, tendo cada uma delas impactos diversos sobre direitos de votos².

Há determinados arranjos que afetam diretamente os direitos de voto, tais como ações com votos plurais (*shares with multiple voting rights*), ações de lealdade (*loyalty shares*), ações sem direito a voto e sem preferências (*non-voting shares - without preference*), partes beneficiárias (*participating bonds*) e teto aos direitos de voto (*voting rights ceilings*).

Há outros, porém, que afetam indiretamente os direitos de voto, seja por meio da atribuição de direitos específicos aos titulares das ações, seja pela limitação ou vedação do exercício de direitos de votos: ações prioritárias, *golden shares*, certificados de depósito de ações (*depository certificates of shares*), quórum qualificado, limite de propriedade (*ownership ceilings*), restrições à transferência de ações³ (*share transfer restrictions*).

Dentre todos estes arranjos, a emissão de ações preferenciais sem direito a voto tem funcionado como o principal mecanismo de separação entre propriedade e controle nas companhias brasileiras, permitindo aos acionistas majoritários manterem o controle com uma participação menor no capital da empresa do que seria necessário se todas as ações possuíssem igual poder de voto, aumentando, via de consequência, o incentivo para expropriação da riqueza dos demais investidores.

A propósito a matéria, importa salientar que a separação entre propriedade e controle resultante de diversos arranjos passou a ser tema de uma variada gama de estudos teóricos e empíricos⁴, entretanto, apesar do volume de pesquisas já realizadas, parece não haver até o presente momento um consenso sobre os efeitos positivos ou negativos advindos da adoção de estruturas que permitam a atribuição de voto desproporcional ao montante do investimento realizado na companhia. Em particular, não há nenhuma evidência empírica conclusiva que apoie a teoria de que os desvios do princípio da proporcionalidade possam afetar sistematicamente o valor da companhia.

Essa constatação também foi reconhecida pelo *High Level Group of Company Law Experts*, estabelecido pela *European Commission*, ao analisar a situação da utilização de estruturas que permitam a separação entre propriedade e controle no âmbito da União Europeia:

Até onde é de nosso conhecimento, não há nenhuma pesquisa acadêmica empírica conclusiva disponível demonstrando que a existência de desvios ao princípio da proporcionalidade afeta negativamente os objetivos enunciados, em particular, os relativos à criação de mercados de capitais competitivos, com acesso ao capital a custos atrativos [...].⁵ (tradução livre)

Isso ocorre, não pelo fato de que as pesquisas apresentem deficiências, mas notadamente, porque a literatura empírica reflete em cada estudo metodologias completamente distintas, bem como amostras variadas de companhias, seja em relação ao seu porte, tipo de acionistas (e.g. institucionais, Estado, etc) segmento de atuação, rentabilidade, importância no mercado de atuação, bem como tomam por base realidades distintas com relação à estrutura de propriedade predominante no país em que as empresas estão situadas, assim como o ambiente legal no qual estão inseridas.

Mesmo assim, vem se intensificando um movimento em direção ao princípio ‘uma ação, um voto’ sob o argumento de promover proteção adequada aos acionistas⁶. A lógica por detrás deste princípio está centrada no fato de que quando existe uma proporção entre o investimento econômico e o poder de decisão, os acionistas estarão imbuídos de incentivos para exercer o voto em vista da maximização do valor da companhia, uma vez que, agindo dessa forma, eles serão beneficiados pelos ganhos então decorrentes. Da mesma forma, caso tomem decisões em prejuízo da companhia, serão eles que suportarão as perdas correspondentes.

A *contrario sensu*, a utilização de mecanismos que permitam dissociar o investimento do direito de voto pode incentivar o controlador a expropriar o investimento dos demais acionistas, uma vez que ele será beneficiado tanto pelas decisões acertadas quanto por aquelas que trouxerem prejuízos à companhia, isto é, já que o controle foi assumido sem a necessidade de aportar mais da metade do capital da companhia, o controlador sofrerá menores perdas em seu patrimônio na hipótese de decisões desacertadas.

É de se notar que diversos estudos já foram produzidos a respeito da estrutura de propriedade e de controle das empresas e do grau

efetivo de proteção legal aos acionistas minoritários, tendo se chegado a diversas conclusões, sobretudo a de que o modelo de bloco de controle que predomina na Europa Continental, no Leste da Ásia, na Índia e em emergentes como o Brasil é normalmente associado a países com histórico de pouca proteção ao investidor em detrimento de outros *stakeholders*⁷.

Dentre esses estudos, insta salientar o realizado por Claessens⁸, no qual o autor traçou as principais consequências da adoção do modelo concentrado de capital. Segundo seus trabalhos, uma das principais consequências positivas do modelo concentrado reside no efeito-incentivo, isto é, em razão da expressividade dos investimentos titularizados na companhia, os grandes acionistas teriam não apenas maiores incentivos para angariar informações e monitorar os gestores, mas também maior interesse na maximização do valor da empresa. Vale dizer, quanto maior a participação do acionista controlador no capital total da empresa, maior o interesse pela maximização do valor corporativo.

As consequências negativas, por sua vez, estariam no chamado efeito-entrenchamento, observado quando, depois de determinada concentração da propriedade, os grandes acionistas passam a buscar benefícios particulares do controle à custa dos demais investidores. Segundo a doutrina de Bebchuk⁹ tais benefícios podem ser explicados como a utilização, pelos acionistas controladores, do seu direito de controle (direito de voto) para perseguirem objetivos que os favoreçam ao invés de beneficiarem todos os acionistas, gerando aos controladores um ganho extra além do que seria justo pela sua fatia da propriedade.

Com isso se quer dizer que o efeito-entrenchamento encerra a ideia de que quanto maior o direito de controle do acionista controlador, maior a probabilidade de expropriação da riqueza dos outros acionistas¹⁰.

No caso do Brasil, os efeitos negativos podem ser ainda maiores, especialmente pela utilização dos mencionados mecanismos que permitem a separação entre propriedade e controle, mesmo diante de um sistema de propriedade altamente concentrado¹¹. Prova disso está no elevado índice de ações sem direito a voto encontrado nas companhias abertas brasileiras¹².

Para o fim de analisar os impactos da utilização dessas ações nas companhias, um importante estudo foi realizado por pesquisadores

alemães¹³, os quais pautaram sua análise a partir do exame de empresas que decidiram unificar suas classes de preferenciais sem direito a voto em ações ordinárias.

O objetivo principal do estudo era investigar se a conversão das ações em questão criaria valor para as companhias analisadas. A pesquisa foi realizada com uma amostra de 43 companhias alemãs, que unificaram suas ações no período compreendido entre 1987 e 2003.

Os estudiosos concluíram que a unificação das ações proporcionou redução significativa no custo de capital das empresas, especialmente em decorrência do incremento dos preços das ações e do aumento da liquidez de seus papéis, indicando que a adoção do princípio ‘uma ação, um voto’, é capaz de criar valor que se prolonga no tempo e beneficia os acionistas em sua totalidade¹⁴.

Nesse contexto, se por um lado é possível vislumbrar benefícios de se ter um acionista controlador identificado, ou ao menos identificável, tal como a possibilidade de monitoramento mais eficaz dos gestores da companhia, por outro, o uso de expedientes que promovam o desvio entre poder político e econômico gera uma combinação inquietante de muito poder com baixa alocação de recursos próprios, reduzindo-se os benefícios de se ter um acionista controlador e aumentando-se o potencial para expropriação das riquezas dos investidores menores.

Com isso, uma vez que suas decisões terão impactos insignificantes em seus ganhos pessoais, práticas resultantes na extração de benefícios particulares tais como a realização de negócios com outras companhias que possam lhe trazer maiores ganhos, a celebração de contratos com partes relacionadas para obtenção de vantagens indevidas (*self dealing agreements*) e a transferência de ativos da sociedade para outra companhia sob seu controle poderão ser estimuladas.

Os professores Bebchuk, Kraakman e Triantis também realizaram um importante trabalho¹⁵ para verificar como a adoção de estruturas que dissociam os direitos políticos do fluxo de caixa podem afetar certas decisões dos controladores. A essas estruturas foi conferida a nomenclatura *Controlling-Minority Structure* (“CMS”) – tratam-se das CEM a que estamos nos referindo no presente trabalho.

Os autores analisaram as três estruturas que consideram como principais, a saber, classes de ações com diferentes direitos de voto, estruturas piramidais e participações cruzadas e demonstraram, do ponto de vista econômico, como os controladores podem se valer de cada uma delas para extrair benefícios particulares da companhia.

A partir dos resultados obtidos, os autores afirmam que quando o ordenamento está assentado em regras mais brandas de proteção aos acionistas, naturalmente há maiores incentivos para a extração de benefícios particulares de controle, o que conduz a uma maior relutância dos controladores em abrir mão dessa posição na companhia.

Via de consequência, as companhias inseridas nessa realidade tendem a obter recursos no mercado mediante a criação de estruturas que não ameacem a estabilidade do controle, sobretudo por meio da diluição da participação do controlador nos direitos políticos da companhia.

Consequentemente, nos países em que o potencial para a extração de benefícios particulares de controle é elevado, os controladores buscarão financiamento para a companhia mediante o uso de expedientes que permitam não apenas a sua manutenção no controle, mas também que diminuam os impactos em sua participação na companhia na hipótese de tomada de decisões que afetem o patrimônio social. Nessa acepção, “olhando para a frequência das estruturas ‘CMS’ em outras partes do mundo, é difícil não ficar impressionado com o fato de que elas parecem florescer em países onde os mercados de capitais e sistemas jurídicos não são tão desenvolvidos como nos Estados Unidos¹⁶”.

À margem disso Erica Gorga procura explicar o fenômeno da manutenção do controle a qualquer custo no Brasil, por meio da cultura patrimonialista do empresariado nacional, a qual restringe o desenvolvimento do mercado de capitais do país. Segundo a autora: “[o] controlador brasileiro típico parece maximizar sua utilidade a partir do exercício do controle, mesmo que, para isso, tenha que abrir mão da possibilidade de maior capitalização e crescimento da companhia¹⁷”.

Ocorre que o acionista controlador, enquanto detentor de ações ordinárias, também deseja ser recompensado pela sua posição na companhia e, uma vez recebendo parcela diminuta dos dividendos, terá

maiores incentivos para incrementar a sua renda por meio da prática de atos que promovam favorecimento pessoal, tais como transações com partes relacionadas, realização de operações comerciais ou financeiras a preços menores do que os praticados no mercado, transferência de lucros (em alguns casos de prejuízos para que possam ser fiscalmente aproveitados) para empresas nas quais possua maior participação (*tunneling*¹⁸), uso de informação privilegiada em detrimento dos demais acionistas, remuneração exorbitante, práticas de nepotismo, uso de infraestrutura da sociedade para negócios particulares, entre outros.

Nesse contexto, importa fazer referência aos conhecidos estudos realizados por Alexander Dyck e Luigi Zingales¹⁹ e Tatiana Nenova²⁰, uma vez que os resultados obtidos mensuraram os benefícios particulares de controle em diversos países, incluindo o Brasil.

Nos trabalhos de Dyck e Zingales referidos acima, os autores procuraram medir a quantidade de benefícios particulares que os controladores extraem em relação ao valor total dos valores mobiliários da companhia.

Segundo o método adotado pelos pesquisadores, os benefícios particulares podem ser quantificados pela diferença entre o preço pago por ação pelo adquirente do controle e o preço da ação no mercado. Os autores se basearam em uma amostra de 412 operações de venda de controle, realizadas em 39 países, entre 1990 e 2000. Ambos constataram que os benefícios particulares do controle atingem 65% do valor acionário no Brasil, o valor mais elevado de todos os países considerados na amostra.

Os resultados confirmaram que benefícios particulares de controle estão relacionados, sobretudo, a mercado de capitais menos desenvolvidos, concentração de propriedade, privatizações negociadas de modo privado e menor proteção aos investidores.

Já nas pesquisas de Tatiana Nenova, também referidas acima, demonstrou-se que o valor do controle no Brasil situa-se, em média, na casa de 23%²¹ do valor da companhia. A autora usou uma amostra de 661 sociedades com ações de duas classes – com direito de voto e sem direito de voto – em 18 países, com referência ao ano de 1997²².

Ressalte-se que Dyck e Zingales adotaram como premissa o valor de venda do bloco de controle, ao passo que Nenova mediu a diferença de preços entre ações preferenciais e ordinárias cotadas em bolsa (*dual class firms*).

A autora partiu do pressuposto de que os preços das ações ordinárias apresentavam um prêmio que refletiria o valor dos benefícios particulares do controle, *i.e.*, o preço de cada ação com direito a voto sempre estará acima de seu valor patrimonial, em relação às ações sem direito a voto, em função da permanente expectativa de que essas ações serão requisitadas por um competidor em eventual disputa pelo controle.

Nenova ainda desloca o foco da análise do prêmio de controle para o valor do controle, o qual pode ser definido como uma função do valor dos benefícios particulares esperados por um competidor em potencial disputa pelo controle, medido em relação ao valor de capitalização de mercado da companhia.

No Brasil, significa dizer que 16% a 23% do valor da companhia é extraído pelo controlador, independentemente de sua participação no capital social, sendo o restante do fluxo de caixa livre dividido entre o controlador e os demais acionistas, de acordo com o percentual detido no capital da companhia.

Dessa perspectiva, é possível concluir que Dyck e Zingales exaltam o estágio geral de evolução da sociedade como fator determinante na variação do valor de prêmio de controle, evidenciando elementos como melhores padrões de contabilidade, maior proteção legal aos acionistas minoritários, aplicação mais eficiente da lei, existência de leis capazes de impedir a concorrência desleal, ampla divulgação pela imprensa dos comportamentos indesejáveis dos controladores e cumprimento efetivo de regras fiscais, como principais responsáveis pelo menor nível de benefícios particulares de controle. Tatiana Nenova, por sua vez, se além às questões atinentes ao contexto jurídico e demonstra fatores como a rigidez do ambiente legal (incluindo *enforcement*), regras aplicáveis a hipóteses de tomada de controle e grau de autonomia do controlador para modificar o estatuto social – inclusive com poderes de exclusão de cláusulas protetivas

aos minoritários – como variáveis que explicam até 75% da variação do prêmio de controle entre os países analisados.

De todo modo, ambas as análises demonstram que os benefícios particulares do controle no Brasil são elevados o suficiente para provocarem entraves ao bom funcionamento do mercado.

Ao trazer estas constatações para a realidade das companhias que se valem das CEMs, nota-se que, apesar das grandes divergências entre os estudos empíricos a respeito do assunto, a análise sobre o tamanho dos ganhos ou das perdas dos investidores, em detrimento dos ganhos decorrentes de obtenção de benefícios particulares pelos controladores, deve estar fundada em estudo que analise o grau de separação entre propriedade e controle por meio de CEMs e o prêmio de controle. Apenas com os resultados de um estudo econômico dessa natureza seria possível dizer se o desvio da regra ‘uma ação, um voto’ destrói ou não valores dos acionistas.

Essa discussão também interessa ao Direito Internacional Privado, em razão da competição regulatória entre Estados membros da União Europeia e de outros países²³ para atrair e manter companhias constituídas localmente, uma vez que grandes multinacionais têm mudado para outras localidades onde seja permitido o uso de CEM, levantando os reguladores a refletirem se a instituição da regra ‘uma ação, um voto’ seria eficaz em termos da competitividade entre os países. Na Itália, por exemplo, a preocupação em torno do tema foi intensificada com a mudança de uma das mais importantes multinacionais do país, a Chrysler-Fiat para a Holanda no ano de 2014, justamente para se valer da legislação holandesa, que permite a utilização de determinadas estruturas de CEM até então vedadas pelo ordenamento italiano.

II. DISCUSSÃO DE CASO: AÇÕES SUPERPREFERENCIAIS PELA AZUL S.A. E PELA TRACK&FIELD

No ordenamento brasileiro o direito ao voto não é visto como um direito essencial do sócio e, portanto inerente à sua qualidade, mas sim, como um instrumento para o alcance de determinado interesse. Prova

disso está não apenas na omissão deste poder no rol de direitos essenciais do art. 109 da Lei 6.404/76 (“LSA”), mas também na própria possibilidade de emissão de ações preferenciais sem voto (LSA, art. 17,§2º).

Importa observar, desde já, que as ações preferenciais sem voto foram introduzidas no Brasil por meio do Decreto n.º 21.536, de 15 de junho de 1932, o qual não estabeleceu qualquer limite para a emissão desse tipo de ação, fator este que conduziu diversas empresas a cometerem abusos a ponto de que diversas delas chegaram a ter 90% do seu capital representado por ações desprovidas de direitos políticos.

Por esse motivo, com o advento do Decreto-Lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940, o limite para a emissão dessas ações passou a ser de 50% do capital total da companhia.

Posteriormente, com introdução da Lei n.º 6.404/76, esse limite foi novamente alterado, tendo sido aumentado para 2/3, mas, dessa vez, o parâmetro não era mais o capital social e sim o total de ações emitidas. Dessa forma, passou-se a permitir que o controle pudesse ser exercido com 17% do capital total.

Com efeito, em razão do disparate legal de se permitir o comando da companhia por alguém que tivesse aportado não mais do que 17% do seu capital, além do propósito geral de prover condições para o desenvolvimento do mercado, foi aprovada no Brasil, em 2001, a reforma na Lei das Sociedades Anônimas, por meio da qual o limite da emissão de ações preferenciais sem direito a voto foi novamente alterado, passando de 2/3 para 50% do total de ações emitidas.

Essa alteração, no entanto, foi meramente paliativa, sobretudo em vista da incongruência entre o propósito anunciado pelo legislador (de reforçar a proteção dos minoritários) e o que efetivamente ocorreu na prática, isto é, se o objetivo da reforma de 2001 era impulsionar um mercado acionário forte e verdadeiramente democratizado, por que então foi mantido o parâmetro ‘total de ações’ ao invés do ‘total do capital’, uma vez que, ao fazê-lo, o legislador abriu uma brecha para que a diminuição do limite de ações sem direitos políticos fosse contornada pela emissão dessas ações a preços exagerados, resultando, na prática, no retorno do que se

pretendia banir, que é a possibilidade de a companhia ser controlada por um acionista (ou grupo de acionistas) que dela participa com pouquíssimo capital.

Aproveitando-se dessa falha na legislação, algumas companhias têm emitido ações conhecidas como superpreferenciais, as quais constituem ações preferenciais sem direito a voto, com preço de emissão exageradamente maior ao das ações ordinárias, tendo como contrapartida a promessa de que seus titulares receberão dividendos muito superiores aos dos ordinaristas, fazendo retornar, por vias indiretas, a possibilidade de que o controle da companhia seja exercido com parcela ínfima do capital da companhia. Isto é, como a maior parcela do capital é investida por acionistas sem direito a voto, o controlador, detentor de ações votantes, consegue controlar a companhia investindo muito pouco em seu capital.

Esse foi o caso emblemático da companhia aérea Azul S.A. (“Azul”), cujo estatuto social estabelecia uma proporção, em termos de direitos econômicos e patrimoniais, de 75:1 entre ações ordinárias e ações preferenciais, de modo que uma ação preferencial teria valores e direitos equivalentes a 75 ações ordinárias.

Numa brevíssima síntese, uma vez que o caso teve diversos desdobramentos, o colegiado da CVM entendeu pela legitimidade da emissão de ações superpreferenciais pela Azul, valendo-se de uma interpretação literal da lei societária, a qual estabelece um limite para a emissão de preferenciais sem direito a voto com base no total de ações da companhia e não no seu capital.

Com efeito, a decisão proferida pela CVM no caso da Azul abriu importante precedente que aponta para a legalidade da adoção das ações superpreferenciais, havendo a chancela de uma estrutura que permite, na prática, o exercício do controle da companhia pelos detentores de 0,6579% dos recursos que compõem o seu capital social, contrariando frontalmente o propósito da reforma da lei societária de 2001, que justamente serviu para impedir que essa situação voltasse a ocorrer em nosso ordenamento.

No caso em questão, o pagamento de elevadíssimos dividendos às superpreferenciais se justificaria em função dos maiores preços pagos por

cada ação desse tipo. De fato, na atual legislação não consta qualquer teto que possa limitar o valor de dividendos a serem pagos a qualquer acionista, tampouco que restrinja o preço de emissão dessas ações. Nesses termos, há ampla liberdade para que a companhia decida por quanto irá lançar suas ações e quanto seus titulares poderão receber quando os lucros forem repartidos e quanto a isso não há que se falar em freios, pois são justamente as vantagens econômicas atribuídas às preferenciais que constituem um autêntico chamariz para atrair investimentos.

Entretanto, essa ampla liberdade associada a um limite de emissão baseado no total de ações e não no total do capital parece ser o núcleo de onde surge toda a problemática sobre o exercício do controle com baixa alocação de recursos, uma vez que em atendimento à conveniência do controlador, tal limite tem sido interpretado literalmente, sem levar em conta a sua essência e, sobretudo a sua finalidade.

Importa notar que a estrutura adotada no caso da Track&Field difere daquela formatada pela companhia Azul.

No modelo desenhado pela Track&Field, o capital da companhia será dividido em ações ordinárias e preferenciais. Ambas as classes de ações terão os mesmos direitos, inclusive de voto, sendo que as ações preferenciais terão direito a dividendos 10 vezes maiores do que as ações ordinárias. Assim, as ações ordinárias poderão ser emitidas numa proporção de 10 para 1 em relação às ações preferenciais. Como inicialmente as ações ordinárias serão detidas apenas pelos fundadores, eles poderão controlar a companhia enquanto detiverem pelo menos 10% dos seus direitos econômicos.

Em linha com a prática norte-americana, a companhia também adotou a chamada “sunset-clause”. Assim, de acordo com seu estatuto social, as ações preferenciais serão automaticamente convertidas em ações ordinárias, na proporção de 10 ações ordinárias para cada ação preferencial, se e quando a porcentagem de participação nos dividendos representada pelo número total de ações ordinárias emitidas pela companhia, excluídas as ações em tesouraria, for inferior a 10%.

Assim, muito embora todas as ações tenham direito a voto, inclusive as superpreferenciais, o efeito de conferir o controle a quem menos investiu na companhia permanece nessa estrutura.

O direito a receber dividendos dos titulares de ações ordinárias de emissão da Companhia é 10 vezes inferior ao dividendo distribuído aos titulares de ações preferencias de nossa emissão. O fato dos acionistas controladores da companhia receberem parcela proporcionalmente inferior aos dividendos que a companhia distribui, em relação aos dividendos aos quais os acionistas titulares de ações preferenciais têm direito, pode influenciar suas decisões relativas à distribuição de dividendos ou proventos, que eventualmente, podem ser divergentes do interesse dos acionistas titulares de ações preferenciais.

III. SOLUÇÃO ADOTADA PARA O USO DE CEMS NO ÂMBITO DA UNIÃO EUROPEIA

No ano de 2006 ressurgiram as discussões sobre as vantagens e desvantagens da adoção do princípio “uma ação-um voto” pela Comunidade Europeia, a qual encomendou um estudo bastante abrangente, desenvolvido em conjunto pelo *Institutional Shareholder Services - ISS*, pelo escritório de advocacia *Sherman & Sterling LLP* e pelo *European Corporate Governance Institute – ECGI*, sobre o tema *Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study*²⁴.

O estudo em questão tratou do tema relativo à proporcionalidade entre a propriedade e o controle nos Estados que integram a União Europeia. O objetivo do trabalho consistiu (i) na identificação dos desvios existentes no âmbito do princípio da proporcionalidade pelas empresas presentes em países pertencentes à União Europeia; na análise da regulamentação dos Estados membros a este respeito; (ii) na avaliação de seu significado econômico para o mercado; e (iii) no impacto sobre os investidores financeiros da União Europeia, tendo como propósito último examinar a necessidade de promover modificações na regulamentação então em vigor a respeito da matéria.

A pesquisa englobou uma amostra de 464 empresas, com sede em 16 Estados Membros da União Europeia e foi realizada com base em informações disponíveis ao público no período compreendido entre setembro e dezembro de 2006.

Os principais resultados encontrados podem ser assim sintetizados: (i) 44% das empresas utilizam pelo menos uma CEM; (ii) os CEM mais comuns são, nessa ordem: estruturas primaridais (27%), direitos múltiplos de votos (24%), acordo de acionistas (12%) e limites de direito de voto (11%); (iii) os países que mais se valem de CEMs, nessa ordem, são: França, Suécia e Espanha; e (iv) as companhias listadas recentemente e de menor porte tendem a apresentar número menor de CEMs (27%) quando comparadas às listadas há mais tempo e de maior porte (52%).

O trabalho também englobou uma pesquisa junto a 445 importantes investidores institucionais, os quais representam 13% do total de ativos sob gestão na Europa, correspondente a cerca de € 4,9 trilhões, com o objetivo de compreender a percepção de tais investidores sobre a utilização de CEM pelas empresas europeias.

Os resultados demonstram que, no geral, os investidores veem as CEMs com uma perspectiva negativa, tanto que 80% deles espera ter um desconto que varia de 10% a 30% no preço das ações emitidas por empresas que se valham de CEMs.

Os investidores consultados no estudo em questão também apresentaram comentários no sentido de que deve haver um real incremento nas regras de transparência das CEM a fim de melhorar as informações transmitidas ao mercado a este respeito, bem como sobre os impactos que estas estruturas representam para a companhia.

Na perspectiva regulatória, a questão foi analisada contrapondo-se dois fundamentais princípios que norteiam a questão: Princípio da Proporcionalidade (uma ação-um voto) e o Princípio da Autonomia da Vontade.

Nenhuma das jurisdições analisadas adota integralmente um ou outro princípio; no geral, permanecem em uma posição intermediária, o que significa dizer que mesmo nos países que adotam o Princípio da Proporcionalidade, também são utilizadas variadas CEM. Todas as CEM, exceto o Certificado de Depósito, são permitidas em mais de 40% das jurisdições analisadas e seis das CEMs são autorizadas em mais de 80% dos países da amostra, o que indica que o Princípio da Autonomia da Vontade está profundamente enraizado em todas as culturas estudadas.

Em resposta aos resultados obtidos no trabalho em questão, o Comissário McCreevy declarou expressamente no discurso apresentado ao Parlamento Europeu²⁵ que não seria introduzida nenhuma norma (*soft ou hard*) que determinasse a adoção do princípio uma ação, um voto pelos Estados-Membros, tampouco que impusesse deveres adicionais de transparência na utilização de estruturas que dissociassem direitos econômicos e políticos, uma vez que a legislação europeia já contém uma série de regras que podem ser invocadas para este propósito.

No entanto, muito embora no plano europeu a solução tenha sido por manter as coisas da forma como estão, esse entendimento não é unânime, conforme se depreende do extenso relatório produzido pelo *European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality*²⁶, a partir do qual se concluiu respeito da necessidade da instituição de regras que determinem mais transparência na instituição das CEMs. Nas palavras do jurista Klaus Hopt, um dos *experts* que participou da elaboração do referido relatório: “*I belong to those experts and investors who, even in light of the economic evidence brought forward in the aforementioned studies, plead for more transparency in the need for a use of control-enhancing mechanisms*”²⁷.

IV. POSSÍVEIS SOLUÇÕES PARA O BRASIL

Dentre as várias soluções que se poderiam sugerir para a questão da utilização de mecanismos capazes de dissociar o poder de mando dos valores investidos na companhia, optamos por tratar objetivamente de dois modelos: (i) proibição da utilização de CEM, mediante a determinação do padrão ‘uma ação, um voto’; ou (ii) manutenção da permissão do uso de CEMs.

4.1. Proibir o uso das CEM mediante a determinação da regra ‘uma ação, um voto’

No último Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina elaborado pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE)²⁸, a organização se posiciona no sentido de que:

A solução mais adequada talvez seja a de impor a exigência de um voto por ação, a menos que se possa demonstrar que já existem controles suficientes, proteções legais efetivas e mecanismos de execução devidamente implementados, que assegurem o respeito aos direitos legais e contratuais de ações com direitos limitados de voto e de ações não votantes.

Nesse mesmo sentido é o entendimento da *International Corporate Governance Network* (ICGN), a qual se manifestou²⁹ favorável à adoção do padrão uma ação, um voto, especialmente no caso do Brasil, a fim de que direitos básicos dos minoritários possam ser resguardados.

No entanto, entendemos que a determinação de tal padrão a todo custo não parece ser a panaceia para todos os males, isso porque a proibição do uso das CEMs poderia ser facilmente contornada por meio da utilização de mecanismos alternativos capazes de afetar a proporcionalidade dos direitos de votos na companhia, os quais podem ser ainda mais perversos do que as CEMs, uma vez que geralmente são menos transparentes e mais difíceis de serem afastados do ordenamento pelo legislador.

Além disso, a proibição das CEMs poderia ter efeitos indesejáveis no que diz respeito à política de longo prazo das empresas, dificultando o acesso ao mercado de capitais, sobretudo para as empresas familiares, as quais geralmente se valem desses mecanismos para que possam se capitalizar e manter a figura do fundador no controle da companhia.

Ainda, é possível argumentar que proibir a utilização das CEM implicaria na violação à liberdade de contratar, já decisão de utilizar ou não esses expedientes ficaria a critério das companhias, na tentativa de adaptar suas ofertas às preferências dos investidores.

4.2. Manter a permissão para a utilização de CEMs

Uma das principais vantagens na utilização de CEM, sobretudo de ações preferenciais sem direito a voto, consiste na possibilidade de capitalizar a companhia, mantendo-se o controle, fator este que tem funcionado como um incentivo para os empresários, sobretudo empresas

familiares, para listar suas ações em bolsa, provendo a liquidez do mercado. Por outro lado, foi visto que uma das principais desvantagens consiste no aumento dos riscos de expropriação de valores da companhia pelos acionistas controladores, em função da desproporção entre o poder de mando e o valor investido na companhia.

Ante a este trade-off entre (i) permitir a adoção de CEMs como forma de facilitar o acesso ao mercado de capitais, com o risco de aumentar as possibilidades de obtenção de benefícios privados por controladores ou (ii) proibir a utilização dessas estruturas como forma de reduzir as possibilidades de extração de tais benefícios pelos controlador, eliminando-se, no entanto, uma alternativa importante de financiamento pelas companhias, parece que o equilíbrio estaria na manutenção da possibilidade de capitalização por meio do uso de CEM, com a simultânea mitigação do risco de obtenção de benefícios particulares pelo controlador. Este equilíbrio, a exemplo do que já ocorre em outros países, principalmente na Europa, estaria no incremento de regras de transparência e na instituição códigos de governança corporativa nacionais, aplicados nos termos da regra *comply or explain* (essa prática já é adotada no Código de Governança Corporativa do Reino Unido há 22 anos, considerado um dos códigos mais influentes no mundo).

Por meio da adoção do *pratique ou explique*, os agentes de mercado e os órgãos reguladores poderão reunir, a médio/longo prazo, um banco de dados com informações sobre as práticas mais ou menos adotadas, acompanhadas das correspondentes justificativas, de modo que possam promover os aprimoramentos e criar os mecanismos de ajustes aplicáveis ao sistema no país.

Enquanto esses dados são coletados, é preciso que sejam incrementadas as atuais normas sobre transparência nas companhias, as quais, muito embora possam ser invocadas para a proteção indireta nos abusos cometidos pela utilização de CEMs, não contêm nenhum dispositivo que obrigue a divulgação específica dessas estruturas, tampouco os riscos adicionais a que ficam sujeitos os minoritários dessas companhias.

É preciso ter em mente, no entanto, que mais do que introduzir normas voltadas à transparência das CEM, parece de todo necessário verificar a sua efetividade com base na análise da qualidade das informações

divulgadas. Isso porque o dever de transparência não constitui uma realidade em si mesmo, tampouco deve ser deixado ao crivo dos participantes do mercado o seu cumprimento, devendo ser regulamentado por meio de normas específicas que determinem objetivamente o que deve ser objeto de divulgação.

Em outros termos, a determinação pura e simples de regras gerais e pouco objetivas a respeito do que deve ser divulgado poderia ensejar o risco de que as companhias fornecessem apenas informações em caráter formal, sem que houvesse a efetiva transparência buscada pela norma, além de gerar novos custos para que os investidores façam novas divulgações além daqueles já previstas na legislação.

V. CONCLUSÃO

As soluções propostas estão fundamentadas no propósito maior de que a legislação societária possa afastar, de modo eficiente, as possibilidades de extração de benefícios privados por quem quer que esteja no comando da companhia, sejam os administradores (na realidade em que o capital é disperso), sejam os acionistas majoritários (no padrão concentrado de capital). Isso faz sentido na lógica de que se o regime societário estiver adequadamente estruturado, haverá menos necessidade de se preocupar com o sistema de votação e a existência de votos que desviem do princípio da proporcionalidade deixaria de ser uma preocupação importante.

De fato, nos países que oferecem níveis mais baixos de proteção legal aos investidores, como é o caso do Brasil, a determinação da regra 'uma ação, um voto' parece servir como um substituto aos mecanismos legais que nem sempre são suficientes para impedir a extração de benefícios pelos controladores, no entanto, a sua determinação não significa uma necessária democratização das relações societárias, seja porque os acionistas poderão migrar para outras formas que também permitam a dissociação entre propriedade e controle³⁰ (e.g. estruturas piramidais), as quais podem ser ainda mais perigosas do que a emissão de ações sem voto; seja pelo fato de que a possibilidade de extração de benefícios particulares pelo controlador também pode ocorrer em um ambiente no qual o padrão 'uma ação, um voto' seja a regra. No Brasil, por exemplo, dificilmente um minoritário consegue exercer influência na Assembleia Geral, tendo

em vista que as decisões são tomadas, como regra, por uma maioria estável, que não se alterna, ficando os demais acionistas em uma posição de mera subordinação.

Desta feita, não há um modelo teórico a ser transformado em guia, sendo de todo necessário levar em conta a realidade de cada país para que se possa determinar o padrão ‘uma ação, um voto’ como boa prática de governança.

Considere-se ainda que a instituição desse princípio pode gerar a emigração de multinacionais importantes para outras localidades, onde se permitam utilizar as CEM como alternativas de capitalizar a companhia, reduzindo a competitividade do país, justamente num momento em que a riqueza das nações é em grande parte associada ao fenômeno da globalização e da intensificação das trocas comerciais por ela proporcionada.

NOTAS

¹ Conforme assinalado por Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, “Because voting is expensive, the participants in the venture will arrange to conserve on its use”. EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. Voting in Corporate Law. *The Journal of Law & Economics*, Chicago: University of Chicago Press, v. 26, n. 2, 1983, p. 402.

² Em razão da discussão global do assunto, foi produzido estudo que será objeto de análise neste trabalho: Institutional Shareholder Services – ISS; Sherman & Sterling LLP; e European Corporate Governance Institute – ECGI. Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study. Disponível em <http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en_dexb_en.htm>. Acesso em 15 de novembro de 2015.

³ As restrições nas transferências de ações são, como regra, acordadas entre as partes mediante a celebração de contratos e, por isso, as modalidades apontadas a seguir podem sofrer variações e até mesmo combinações entre elas, conforme a estratégia adotada de cada companhia. Há sete tipos mais comuns de restrições nas transferências de ações a terceiros: (i) direito de primeira oferta (*right of first refusal*); (ii) direito de preferência (*preemptive right*); (iii) direito de venda conjunta (*tag along*); (iv) venda conjunta forçada (*drag along*); (v) vedação à negociação (*lock up period*); (vi) opção de venda/compra (*put and call option*); e (vii) aquisição das ações pela própria companhia ou pelos demais acionistas (*buy-sell agreements*). Sobre o assunto, vide CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. Alienação de Controle de Companhias Fechadas. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

⁴ BURKART, Mike C.; LEE, Samuel. The One Share - One Vote Debate: A Theoretical Perspective (May 2007). ECGI - Finance Working Paper No. 176/2007. Disponível em: <SSRN: <https://ssrn.com/abstract=987486>>. Acesso em 22.2.2020.

⁵ European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality. Disponível em: <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/workinggroup_proportionality_en.pdf>. Acesso em 15.01.2020.

⁶ Quando as ações apresentam direito a voto, existe uma conexão entre investimento econômico e poder de decisão, o que tende a contribuir para a maximização do valor da companhia. GROSSMAN, Stanford; HART, Oliver. One share-one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v.20, n. 1-2, Jan./Mar. 1988, p.175-202; GORDON, Jeffrey N. Ties that bond: dual class common stock and the problem of shareholder choice. Berkeley: *California Law Review*, v.76, Jan. 1988, pp. 1-77; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 106, n. 6, Dec. 1998, pp.1113-1155.

⁷ Ao fazer uma análise comparativa a respeito da relação entre propriedade, controle e governança, Brian Cheffins sintetiza a questão da polarização das estruturas societárias entre dois sistemas principais: o de capital pulverizado ('outsider/arm's-length') e o de capital concentrado ('insider/control-oriented'). Ao passo que o primeiro está associado a um mercado de capitais forte, com rigorosos padrões de governança, o segundo, conforme assinalado, se caracteriza por mercados com poucas regras de proteção a investidores e stakeholders em geral. Ao passo que o Reino Unido e os Estados Unidos pertencem à primeira modalidade, na Europa Continental, assim como nas economias capitalistas do Leste da Ásia e Índia se enquadram na segunda categoria. O Japão constitui um caso em especial, em que muito embora seja rara a existência de blocos de controle, as empresas usualmente são formadas por acionistas estáveis, que não se alternam. Na Austrália e no Canadá as empresas são caracterizadas pelo sistema do 'outsider/arm's-length', muito embora os blocos de controle continuem a exercer influência considerável em ambas jurisdições. CHEFFINS, Brian R. *Corporate Ownership and Control: British Business Transformed*. Reino Unido: Oxford University Press, 2008, pp. 4-5. A conclusão de que o controle concentrado é caracterizado pela existência de grandes blocos de controle, mercado de capitais menos pujante e padrões menos rigorosos de transparência consta dos estudos de LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, n. 54(2), 1999, pp. 471-517.

⁸ Vide nota n. 21, p. 2741.

⁹ BEBCHUK, Lucian. *A rent protection theory of corporate ownership and control*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1999, p. 30.

¹⁰ Um outro custo importante apontado nos trabalhos de Shleifer e Vishny diz respeito aos riscos embutidos na ausência de diversificação dos grandes acionistas, isto é, tendo em vista que o acionista possui grande parte da sua carteira investida na empresa, ele tende a minimizar seu risco por meio da diversificação excessiva da empresa ou pelo excesso de conservadorismo nos projetos empreendidos, promovendo, dessa forma, a expropriação indireta dos acionistas mediante o atendimento de objetivos pessoais que nem sempre coincidem com aqueles buscados pelo conjunto de acionistas que integra a companhia. SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*. v. 52, n. 2, 1997, p. 758.

¹¹ BENNEDSEN, Morten; NIELSEN, Kasper Meisner. The Principle of Proportional Ownership, Investor Protection and Firm Value in Western Europe. ECGI – Finance Working Paper n. 134/06. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=941054>>. Acesso em 7 de fevereiro de 2016. Os pesquisadores analisaram mais de 4.000 empresas de capital aberto de 14 países da Europa Ocidental para verificar o valor de desconto nas empresas que utilizam estruturas que permitem a dissociação entre investimento econômico e poder de controle. Os autores concluíram que o desconto é mais elevado tanto em ambientes que oferecem pouca proteção a seus investidores,

quanto naqueles em que o poder do controlador é desproporcional ao capital por ele investido na companhia.

¹² LEAL, Ricardo. P.; CARVALHAL DA SILVA, André L.; VALADARES, Silvia. Estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 1, 2002, pp. 7-18.

¹³ EHRHARDT, Olaf; NOWAK, Eric; e KUKLINSKI, Jan. Unifications of Dual-Class Shares in Germany – First Empirical Evidence on Liquidity Effects of Share Class Unifications. *21st Australasian Finance and Banking Conference 2008*. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=677000>. Acesso em 18 de março de 2016.

¹⁴ Outro importante estudo já havia sido realizado: DITTMANN I.; ULBRICHT, N. Timing and Wealth Effects of German Dual Class Stock Unifications, *European Financial Management*, v. 14, n. 1, 2007, pp. 163-196. (Os autores analisaram 31 unificações na Alemanha, no período de 1990-2001 e constataram um aumento de 4% no valor da companhia no dia do anúncio da unificação. Também verificaram que a probabilidade de realizar a unificação aumenta se a perda do poder de voto do controlador não for grande).

¹⁵ BEBCHUK, Lucian Arye; KRAAKMAN, Reinier; TRIANTIS, George G. Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity. The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights In: MORCK, Randall K. *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 2000, 318p.

¹⁶ Comentários realizados pelo professor de finanças Dennis Sheehan ao seguinte trabalho referido na nota xvii, p. 315. No original: “Looking at the frequency of CMS structures in other parts of the world, it is hard not to be struck by the fact that they seem to flourish in countries where capital markets and legal systems are not as developed as they are in the United States”.

¹⁷ GORGA, Érica. Análise da Eficiência de Normas Societárias: Emissão de Preferenciais, Tag Along e Composição do Conselho Fiscal. *Latin American and Caribbean Law and Economics Association (ALACDE) Annual Papers*, 2007, p. 14.

¹⁸ ATANASOV, Vladimir A; BLACK, Bernard S.; CICCOTELLO, Conrad S. Unbundling and Measuring Tunneling. *University of Illinois Law Review*, 2014, pp. 1697-1738. Os autores estudaram as principais formas pelas quais administradores e controladores podem extrair riquezas da companhia (*tunneling*) e as dividiram em três principais categorias: fluxo de caixa (*cash flow*), ativos (*assets*) e participações (*equity*). Os pesquisadores analisaram como o *tunneling* pode afetar o preço das ações e determinadas métricas financeiras da companhia e discutiram os casos da Gazprom na Rússia e da Coca-Cola nos Estados Unidos para ilustrar como esses diferentes tipos de *tunneling* ocorrem em economias emergentes e desenvolvidas, respectivamente.

¹⁹ DYCK, I. J. Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance*, v. 59, 2004, pp. 537-600.

²⁰ NENOVA, Tatiana. The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 68, 2002, p. 325-351.

²¹ Alguns países apresentam valor de controle excessivamente elevado, com benefícios particulares que variam de 15% a 51% da capitalização da companhia: Brasil (16% a 23%), Chile (15% a 23%), França (26% a 28%), Itália (28% a 35%), México (46% e 51%), Austrália (13% a 21%) e Coreia do

Sul (31% a 38%). No outro polo, há países que apresentam patamares pouco significativos no que se refere à extração de benefícios particulares. Nesse grupo estão Canadá, Dinamarca, Hong Kong, Suécia e Estados Unidos, com benefícios particulares menores que 4% da capitalização. Finlândia, Noruega, África do Sul e Reino Unido apresentam índice menor que 10% da capitalização.

²² Os resultados obtidos por Dyck e Zingales divergem dos obtidos por Tatiana Nenova, porque os autores se valeram de técnicas distintas de mensuração dos benefícios particulares do controle.

²³ Para uma análise mais aprofundada do assunto: VENTORUZZO, Marco. *The disappearing taboo of multiple voting shares: regulatory responses to the migration of Chrysler-Fiat*. Bocconi Legal Studies, 2015. BIANCHI, Marcello; BIANCO, Magda; GIACOMELLI, Silvia; PACCES, Alessio M.; TRENTO, Sandro. *Proprietà e controllo delle imprese in Italia. Alle radici delle difficoltà competitive della nostra indústria*. Bologna, Il Milano, 2005.

²⁴ Idem nota n. 2.

²⁵ Speech by Commissioner McCreevy at the European Parliament's Legal Affairs Committee. Disponível em <http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-07-592_en.htm>. Acesso em 22.12.2019.

²⁶ Disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/workinggroup_proportionality_en.pdf. Acesso em 12.01.2020.

²⁷ HOPT, Klaus J. *Obstacles to Corporate Restructuring*. In: *Perspectives in Company Law and Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge Press University, 2009, p. 392.

²⁸ A íntegra do relatório encontra-se disponível em: <<https://www.oecd.org>>. Acesso em 12.02.2020.

²⁹ Conferência realizada pelo ICGN em 30 de setembro de 2015, com a participação de investidores globais e empresas norte-americanas a respeito de prioridades para a promoção de reformas na governança mundial e os impactos gerados no mercado de capitais dos Estados Unidos, que contou com a presença de representantes do Brasil, *Canadá, França, Hong Kong e Estados Unidos*.

³⁰ Idem nota n. 2.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ATANASOV, Vladimir A; BLACK, Bernard S.; CICCOTELLO, Conrad S. *Unbundling and Measuring Tunneling*. *University of Illinois Law Review*, 2014.

BEBCHUK, Lucian. *A rent protection theory of corporate ownership and control*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1999.

_____; KRAAKMAN, Reinier; TRIANTIS, George G. Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity. The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights In: MORCK, Randall K. *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 2000.

BENNEDSEN, Morten; NIELSEN, Kasper Meisner. The Principle of Proportional Ownership, Investor Protection and Firm Value in Western Europe. ECGI – Finance Working Paper n. 134/06. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=941054>>.

BIANCHI, Marcello; BIANCO, Magda; GIACOMELLI, Silvia; PACCES, Alessio M.; TRENTO, Sandro. Proprietà e controllo delle imprese in Italia. Alle radici delle difficoltà competitive della nostra indústria. Bologna, Il Milano, 2005.

BURKART, Mike C.; LEE, Samuel. The One Share - One Vote Debate: A Theoretical Perspective (May 2007). ECGI - Finance Working Paper No. 176/2007. Disponível em: <SSRN: <https://ssrn.com/abstract=987486>>.

CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. Alienação de Controle de Companhias Fechadas. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CHEFFINS, Brian R. *Corporate Ownership and Control: British Business Transformed*. Reino Unido: Oxford University Press, 2008.

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry H. P. The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *The Journal of Finance*, v. LVIII, 2000.

DITTMANN I.; ULBRICHT, N. Timing and Wealth Effects of German Dual Class Stock Unifications, *European Financial Management*, v. 14, n. 1, 2007.

DYCK, I. J. Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance*, v. 59, 2004.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. Voting in Corporate Law. *The Journal of Law & Economics*, Chicago: *University of Chicago Press*, v. 26, n. 2, 1983.

EHRHARDT, Olaf; NOWAK, Eric; e KUKLINSKI, Jan. Unifications of Dual-Class Shares in Germany – First Empirical Evidence on Liquidity Effects of Share Class Unifications. *21st Australasian Finance and Banking Conference 2008*. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=677000>.

European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality. Disponível em: <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/workinggroup_proportionality_en.pdf>.

GORDON, Jeffrey N. Ties that bond: dual class common stock and the problem of shareholder choice. Berkeley: *California Law Review*, v.76, Jan. 1988.

GORGA, Érica. Análise da Eficiência de Normas Societárias: Emissão de Preferenciais, Tag Along e Composição do Conselho Fiscal. *Latin American and Caribbean Law and Economics Association (ALACDE) Annual Papers*, 2007.

GROSSMAN, Stanford; HART, Oliver. One share-one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v.20, n. 1-2, Jan./Mar. 1988.

HOPT, Klaus J. Obstacles to Corporate Restructuring. In: *Perspectives in Company Law and Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge Press University, 2009.

Institutional Shareholder Services – ISS; Sherman & Sterling LLP; e European Corporate Governance Institute – ECGI. Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study. Disponível em: <http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en_dexb_en.htm>.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 106, n. 6, Dec. 1998.

_____. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, n. 54(2), 1999.

LEAL, Ricardo. P.; CARVALHAL DA SILVA, André L.; VALADARES, Silvia. Estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 1, 2002.

NENOVA, Tatiana. The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 68, 2002.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*. v. 52, n. 2, 1997.

Speech by Commissioner McCreevy at the European Parliament's Legal Affairs Committee. Disponível em <http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-07-592_en.htm>.

VENTORUZZO, Marco. The disappearing taboo of multiple voting shares: regulatory responses to the migration of Chrysler-Fiat. *Bocconi Legal Studies*, 2015.

Andréia Cristina Bezerra Casquet

Pos-Doutora em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo - USP.

Doutora em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo - USP.

LL.M. em Direito Societário pelo Insuper.

Bacharel em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - PUC/SP.

Pesquisadora Visitante do Max Planck Institute for Comparative International and

Private Law (Alemanha).

Professora e Advogada.