

A DUPLA CLASSE DE AÇÕES E SUA IMPLICAÇÃO PARA ESTRUTURA DAS ORGANIZAÇÕES*

DUAL CLASS STOCK AND ITS IMPLICATIONS FOR THE STRUCTURE OF ORGANIZATIONS

GILBERTO DO COUTO SANTOS**

ORLANDO CELSO DA SILVA NETO***

RESUMO

Este artigo visa compreender as implicações da dupla classe de ações para a estrutura de uma organização, sobre o mercado e o negócio. Ao longo do tempo, um conflito vem se concentrando na dicotomia entre adotar posturas de governança corporativa, com fundamento nas políticas de ESG, e, o desejo da captação de capital junto ao mercado, considerando os interesses dos investidores, frente ao foco do controlador de manter o poder sobre o negócio. Assim, o artigo analisa as implicações da dupla classe de ações sob a perspectiva das teorias corporativas e suas premissas, ao mesmo tempo que observa as relações da voz do investidor, seja para manter-se, seja para sair do negócio. Discute as regulamentações surgidas ao longo do tempo acerca da dupla classe de ações, inclusive legislações recentes. E, então, discutir a maximização de valor ao acionista frente a dupla classe de ações e a percepção do mercado frente a adoção do modelo de classes. Portanto, a discussão acerca do tema ainda está longe de uma congruência, mas já acende a discussão da importância das empresas para a sociedade, sua participação para construir uma sociedade engajada e, portanto, como as empresas sinalizam ao mercado suas intenções de controle que equilibrem(alinhem) o poder e a maximização de valor ao acionista e de mercado.

ABSTRACT

This article aims to understand the implications of the dual class stock for the structure of an organization, on the market and on the business. Over time, a conflict has focused on the dichotomy between adopting corporate governance postures, based on ESG policies, and the desire to raise capital from the market, considering the interests of investors, compared to the focus of the controlling shareholder to maintain power. Thus, the article analyzes the implications of the dual class stock from the perspective of corporate theories and their assumptions, while observing the relationships of the investor's voice, whether to remain in the business or to exit its. It discusses the regulations that have emerged, regarding the dual class stock, including recent legislation. And then discuss the maximization of shareholder value in view of the dual class stock and the market's perception of the adoption of the class model. Therefore, the discussion on the subject is still far from congruent, but it already sparks the discussion of the importance of companies for society, their participation in building an engaged society and, therefore, how does companies signal to the market their intentions of control that balance power and value maximization.

* O presente trabalho foi realizado com apoio da FAPESC, através de bolsa de pesquisa DO, conforme edital 48/2021/FAPESC.

** Doutorando em Direito na Universidade Federal de Santa Catarina.

E-mail: gilcsster@gmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8763-1056>.

*** Doutor em Direito pela Universidade de São Paulo. Professor Adjunto na Universidade Federal de Santa Catarina. *E-mail:* orlando@silvaneto.com.br. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4421-9341>.

PALAVRAS-CHAVES: Dupla classe de ações. Supervoto. Sinalização. Maximização de valor. Lógica Financeira.

KEYWORDS: *Dual class. Super-voting. Signaling. Value maximization. Financial Logic.*

INTRODUÇÃO

Ao longo do tempo, as organizações são desafiadas a implementarem processos cada vez mais transparentes na condução das políticas organizacionais. Recentemente, o mercado vem sendo pressionado com a onda de adoção de políticas que respeitem o meio ambiente, questões sociais e governança corporativa (ESG - Environment, Social and Corporate Governance). Fundos soberanos e de investimentos são formados com políticas que impedem, ou somente permitem, investimentos em ações de corporações que se adequem aos critérios de ESG.

Na esteira do movimento, contudo, com debate antecessor, ampla discussão se apresenta acerca da estrutura de capital, que, denota a composição societária implementada. Nesse sentido, aborda a composição societária implementada, por dupla classe de ações (dual class stock). Essencialmente, busca-se pela dupla classe de ações impor, estabelecer ou manter o controle por parte dos acionistas sobre a organização.

A discussão ganha relevância nos últimos anos, primeiro pelo crescimento de empresas de tecnologia e sua ampla demanda de capital para manutenção do crescimento; segundo, pelo desafio de obter recursos através da abertura de capital, frente ao interesse de participação daqueles que se dispõem a ofertar capital, e, por fim, o interesse dos empreendedores de manter o controle sobre seu empreendimento ou projeto, apesar de não possuir o capital suficiente para sustentá-lo.

Claramente, se trata de uma escolha a ser feita pelo investidor entre exercer papel central nos rumos do negócio, buscando valorização consistente e perene, ou busca de retorno imediato, mediante compra e venda sucessivas do ativo, de modo que o ativo representa apenas uma participação meramente ativa em portfólio de investimento.

Contudo, não há como negar a dicotomia de discursos entre o interesse dos empreendedores e o interesse social, na sua defesa de políticas ESG. É visível a influência do debate da ESG no discurso, uma vez que a tais aspectos relacionam-se com a estrutura de governança das organizações. A questão principal associa-se à exigência de maior democracia na gestão e ao princípio de “uma ação, um voto”¹

Assim, observa-se que a dupla classe de ações apresenta efeitos sobre o mercado que torna relevante compreender sua formação e impacto sobre o mercado financeiro e a gestão e estrutura das organizações. Portanto, importante

1 GOVINDARAJAN, et.al, 2018.

questionamento emerge desta prévia análise: Quais as implicações da adoção da dupla classe de ações para a estruturação do negócio, suas implicações sobre o mercado e o negócio?

Por isso, este estudo visa a compreender as implicações da dupla classe de ações para a estrutura de uma organização, sobre o mercado e o negócio.

O artigo na sua primeira parte discute as implicações da dupla classe de ações, demonstrando como é visto pelo mercado a adoção do sistema. Em seguida, discute a estruturação do mercado de capitais, de modo a se permitir implementar a dupla classe de ações. Posteriormente, demonstra o significado da adoção da dupla classe para o mercado, sobretudo, discutindo como os atos adotados pelo acionista são percebidos ou indicados para o mercado. Em seguida, o tema é discutido à luz da teoria da maximização do valor ao acionista e as implicações para a empresa da postura do acionista/investidor, principalmente em relação a sua voz, seja para saída, seja para permanência no negócio. À frente, discute a constituição legal da estrutura de capital da organização, ao longo do tempo, até a adoção pela legislação nacional da dupla classe especial de ações, constituída pelo supervoto, ou voto plural. Posteriormente, analisa a implicação da teoria da agência sobre a empresa, demonstrando como a estrutura de capital é descrita à luz da teoria. Com base na teoria de agência, discutir-se-ão as ações dos acionistas e controladores frente ao controle do negócio, discutindo, sobretudo, alinhamento e entrincheiramento. E, por fim, as premissas da teoria de agência na perspectiva da dupla classe de ações.

DESENVOLVIMENTO

Estruturação do mercado de capitais

O mercado financeiro é estruturado como um conjunto de instituições que se organizam para propiciar as condições para a transação do fluxo de recursos entre os agentes econômicos participantes. Por isso, formulou-se uma estrutura que se segmenta entre normativo e operacional, o que significa a existência de instituições responsáveis pela regulamentação das transações e operações realizadas no ambiente financeiro. As regulamentadoras estabelecem as regras que permitem a existência de instituições que operacionalizam as transações entre tomadores (denominados agentes econômicos deficitários) e poupadores (denominados agentes econômicos superavitários)²

Neste contexto, o sistema financeiro nacional estabelece instituição financeira específica para atuar como regularizadora do mercado de capitais, denominada Comissão de Valores Mobiliários (CVM), regulada pela Lei nº 6.385/76. Em contraparte, o mercado se operacionaliza através de instituições

2 FORTUNA, 2020.

que fomentam as trocas entre os agentes, sendo as principais as Bolsas de Valores, que é o ambiente específico onde se realizam as trocas de títulos mobiliários. Conjuntamente, há as distribuidoras e corretoras de valores que possibilitam as transações, sendo intermediário dos compradores e vendedores de títulos nas bolsas de valores.

As bolsas de valores se organizam como um sistema de distribuição de valores mobiliários que visam proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. O principal título que representam são as ações. As ações são parte representativa do capital que disponibilizam ao mercado, para captar recursos a direcionar ao financiamento dos seus projetos de investimento, de modo a estimular o crescimento e valorização de mercado do próprio ativo. Representam títulos de renda variável, emitidos por sociedades anônimas, constituindo a menor fração da empresa emitente. São uma pequena parte da empresa que é obtida pela divisão do valor total apurado da empresa por um número específico de ações, que podem ao longo do tempo ser aumentadas ou diminuídas. Podem ser escriturais ou representadas por cautelas ou certificados. O investidor em ações torna-se co-proprietário da sociedade anônima da qual é acionista, participando dos seus resultados ou de sua tomada de decisão. Para convertê-las em dinheiro, basta a simples negociação na bolsa de valores ou no mercado de balcão.³

No Brasil, apesar de diversos segmentos de listagem de ações, essencialmente, apresenta duas formas de estruturar o capital: a) classe única e b) dupla classe.

A classe única de ações é uma forma de estruturação de capital, na qual a companhia estabelece um único grupo de ações, geralmente ordinárias. Assim, neste modelo estrutural, emitem-se todas as ações de tipo ordinária, o que resulta na divisão da disposição do controle e formulação estratégica. Consequentemente, a distribuição dos resultados econômicos fica igualmente disponibilizada a todos os acionistas. Esta forma de estruturação atende ao segmento de Novo Mercado estabelecido pela Bolsa de Valores como forma de governança corporativa.

Dupla classe de ações é uma forma de estruturação de capital, na qual, as ações são divididas em dois ou mais agrupamentos, diferenciando as características de cada classe com um tipo e finalidade específica. No Brasil, tradicionalmente, dividem-se em ações ordinárias e preferenciais. As ações ordinárias são aquelas que garantem ao detentor direito a voto e participação no conselho controlador, conforme a participação total de ações detidas. Desta forma, possuir ações ordinárias garante o direito a participar ativamente das definições de rumo e controle estratégico da gestão da companhia. Por sua vez, ações preferenciais

3 COELHO, 2012 e REQUIÃO, 2015.

são as que não garantem direito a voto, nem participação no grupo de controle, mas estabelecem a seus detentores preferência no recebimento de distribuições de capital, processos falimentares e encerramento de negócios, ou companhias. Portanto, essencialmente, a dupla classe de ações se refere às companhias que estruturam seu negócio pela abertura de capital mediante lançamento de ações divididas em classes diferentes, que discriminam poder, por um lado, e retorno, por outro, ainda que ambos garantam resultados aos seus detentores.

Os principais participantes intermediados pelas instituições do mercado são os investidores institucionais e individuais. Santos⁴ define os investidores institucionais como aqueles que investem coletivamente, de modo que seus recursos agrupados obtenham representatividade frente ao mercado, ou mesmo participação relevante das empresas investidas. Diversos autores os classificam como organizações⁵. Alguns exemplos de investidores institucionais que podem ser citados são os fundos de pensão - públicos e privados -, os bancos, as seguradoras e os fundos mútuos.

Investidores institucionais são diferentes dos individuais porque geralmente são mais bem informados, pois tem grande acesso à informação e tem posição para monitorar o desempenho dos gestores organizacionais mais efetivamente⁶

Sobre os investidores individuais, são descritos como investidores que realizam investimentos de forma isolada e individual, com ou sem apoio institucional para fundamentar o processo de tomada de decisão, por isso, são considerados menos informados do que os institucionais. Como o volume de recursos investidos por eles é menor, apresentam baixo acesso à informação e poder de influência sobre os rumos gerenciais das corporações que investem, além de ausência de contato com o topo gerencial. Assim, as informações, que sustentam suas decisões de investimento, oriundas de relatórios financeiros públicos (Demonstrações financeiras), análise de analistas externos, especialistas, informações e fatos relevantes publicados, e outras comunicações públicas feitas ao mercado pelas empresas ou publicamente disponíveis⁷.

Sociedade por ações e suas novas constituições

No Brasil, se consolidou pela Lei 6404/76 o princípio de que o controlador se constitui pela propriedade de 50 por cento das ações ordinárias, mais uma. Nesta conformação, não necessita o controlador se juntar a outros acionistas para fazer valer sua vontade perante a assembleia geral, pois está

4 SANTOS, 2009.

5 O'BARR e CONLEY, 1992; GNIEWOSZ, 1990 e FINN, 1981; OAK e DALBOR, 2008 e SHERMAN, BELDONA e JOSHI, 1998

6 OAK e DALBOR, 2008.

7 SANTOS, 2009.

apto a imprimir sua vontade soberanamente sobre a companhia, muito menos do apoio dos demais acionistas.

Importante destacar que o controle também pode ser exercido através de acordo de acionista. Nesta forma de agir, um controlador, apesar de ter naturalmente o controle, pode cedê-lo a outros detentores de diversas parcelas de ações, de modo que lhes permite ditar os rumos que a organização tomará, sem com isso, interferir, ou exercer seu poder majoritário. Entre outras formas, também é possível o estabelecimento do controle rotativo entre os acionistas, independente do tamanho de participação que detenha⁸, de modo que a posse/propriedade de 50%+1 das ações ordinárias garante o direito de controle, mas ele não é exercido, primando pelo controle colegiado. Este posicionamento tem efeito sobre o engajamento e interesse sobre os ativos, pois uma companhia em que os acionistas são chamados a participar e contribuir para seu sucesso, tende a estimular maior participação e engajamento nos rumos do negócio, e, por consequência, possibilitar maiores contribuições que levarão ao sucesso do negócio. Por mais, os acionistas terão o estímulo a usar a “voz” e atuar ativamente no direcionamento do negócio, do que buscar “saída” e se desfazer dos ativos, sempre que obtiver retornos esperados, em linha com a perspectiva de resultados de curto prazo.⁹

Contudo, pode ocorrer que a dispersão ou diluição das ações entre diversos agentes não deixe clara a figura do acionista controlador, exigindo que os participantes, para obter o controle, tenham de aglutinar em torno de si e seus interesses, outros participantes que apresentem os mesmos interesses e posições em comum, de modo que formem um bloco convergente na proporção mínima de 50% das ações, mais uma.

No artigo 15, a lei 6404/76 previu o legislador a possibilidade de instituir mais de uma classe de ações, impondo restrições à emissão de ações preferenciais a $\frac{2}{3}$ do total de ações emitidas. Desta forma, poderia o detentor de menos de 25% das ações totais, obter o poder de controle.

No artigo 18, da mesma lei, estabeleceu a possibilidade de uma ou mais classes de ações preferenciais com direito de eleger, em votação à parte, um ou mais membros dos órgãos da companhia. Além disso, possibilitou a subordinação de alterações estatutárias à aprovação dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais. Percebe-se um poderoso dispositivo que relativiza o poder de controle, ao permitir criar uma determinada classe de ações com poder para

8 Nestes casos, pode ser estabelecida uma participação mínima para ter direito a exercer o controle da companhia. Por exemplo, pode ser exigido deter pelo menos 5% do capital votante, ou direito a cadeira, ou, de fato, assento de membro do conselho de administração.

9 “Voz” e “Saída” serão explicados posteriormente. Mas, basicamente se relacionam ao posicionamento do investidor em relação aos seus investimentos, em que pode atuar participando ativamente do negócio, ou percebê-lo apenas pelo seu potencial de geração de resultado no curto prazo.

escolha de membros do conselho de administração da companhia, bem como de veto com relação às alterações dos estatutos. Tem-se, portanto, um instrumento que permite aos seus detentores estabelecer sua vontade nos rumos da empresa. O poder é tanto, que Salomão Filho¹⁰ o enxerga e classifica como uma forma complementar aos meios de controle propostos por Berle e Means¹¹.

Na década de 1990, no auge do processo de estatização de empresas públicas, instituiu-se a Lei 8031/1990, alcunhada de lei das privatizações, estabelecendo que, sempre que as razões justificarem, a União teria ações de classe especial do capital social de empresas privatizadas que garantiriam poder de veto em determinadas matérias, especificadas nos estatutos sociais das empresas. Por este meio, à medida que as empresas públicas fossem privatizadas, o Estado poderia intervir para garantir direitos e interesses nos rumos do negócio que lhe interessava.¹²

Com o passar do tempo, o princípio se consolidou, sendo inclusive reeditado, mediante a Lei 9491/1997, na qual, ampliou seu escopo, instituindo à União deter ações de classe especial do capital social da empresa ou instituição financeira objeto da desestatização, que lhe conferiam poderes especiais em determinadas matérias, estabelecidas nos estatutos sociais. Com tal dispositivo, garantia a si, o Estado, poder que se sobrepunha ao poder controlador, ou mesmo ao da companhia em ditar as regras, ou mesmo vetar aquelas que não se adequassem a sua vontade, nos termos especificados no estatuto social.

Não só isso, mas em 2001, através da Lei 10303/01, instituiu similar dispositivo na lei das sociedades anônimas, permitindo que, especificamente, nas empresas desestatizadas, criassem ações preferenciais de classificação especial de propriedade exclusiva do Estado(ou ente desestatizante) que conferiam poderes de veto nas deliberações da assembleia em matérias especificadas. Desta forma, ampliou-se o escopo de poder do Estado de intervir, sobrepondo sua vontade à das companhias. Conforme Dias, Teles e Duzert¹³ afirmam, taxativamente, na prática, reforçou e ampliou os mecanismos de controle do Estado sobre as companhias, criando o que se definiu por “*Golden Share*”.

O *Golden Share* é um mecanismo de direito societário criado a partir do modelo de privatizações britânico para permitir ingerência qualitativamente

10 SALOMÃO FILHO, 1998.

11 BERLE e MEANS, 1988.

12 Impõe-se, a título de esclarecimento, ressaltar que nem toda empresa estatal é necessariamente empresa pública. Sobre o tema, o Tesouro Nacional(2024) explica que empresas estatais são aquelas que o governo possui parte ou a totalidade do capital social. Assim, as empresas em que detiver a integralidade do capital(100%), são definidas como empresas públicas, por sua vez, aquelas que detenha parte do capital, e/ou o restante é negociado para entes privados e ou por entes privados, na forma de ações, constituem as sociedades de economias mistas. Esta distinção causa efeito ao disciplinar desde o escopo de competências jurídicas até o âmbito de atuação das empresas e o poder do Estado de intervir na gestão e operação do negócio.

13 DIAS, TELES e DUZERT, 2018.

diferenciada nas deliberações e negócios sociais por pessoa que não é titular da maioria das ações do capital da companhia. É um tipo particular de participação, que permite ao Estado poder de veto sobre as companhias privatizadas ou concedidas à exploração privada¹⁴.

Por isso, com alterações no artigo 15, reduziu a emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações, de modo que, para possuir 50 por cento das ações mais uma, era necessário deter apenas pouco mais de 25% do total de ações e, portanto, obter o poder de controle.

É, ainda nos anos 2000, que importantes modificações foram instituídas pela Bolsa de Valores, através de mecanismos de estímulo à pluralização do mercado de capitais e diversificação de participação em ações, tido até então, como mercado altamente concentrado, e direcionado para investidores institucionais, ou de grande porte. Foram lançados os segmentos especiais de listagem na Bolsa de Valores (Nível 2 e Novo Mercado). Entendeu-se, à luz das experiências internacionais, ser este o meio de estimular a diversificação e difundir a dispersão de ações no mercado, indicativo de mercados de capitais fortes e desenvolvidos¹⁵.

Tais medidas descritas constituem as primeiras ações de diferenciação no poder de controle, buscando diversificar e estimular o mercado, atraindo novos investidores, de modo a proporcionar liquidez aos ativos, sem com isso resultar em perda do poder de controle, sobretudo do Estado, que, com estas estruturas, não necessita se obrigar investimentos vultosos, mas garante a si o poder de ditar os rumos dos negócios de que é sócio, ou que desinvestiu.

Super voto e voto plural

Em 2021, tentando oxigenar o mercado de capitais, o legislador instituiu o supervoto, ou voto plural. Com alterações no artigo 15, permitiu-se a atribuição de voto plural a uma ou mais classes de ações. Isto significa que poderia a companhia diversificar a forma como distribui o valor ou significado das ações em relação ao total atribuído de significância a cada ação, isto é, uma ação ordinária, não necessariamente deteria o mesmo poder de voto que outra, de modo que o detentor da ação ordinária plural, teria 10 vezes mais significância que a ação ordinária normal.

Veja que, se no modelo de paridade de votos, eram necessários poucos mais de 25% do total de ações para obter o poder de controle, agora, a posse de cerca de 15% garante ao seu detentor o poder de controle. A intenção do legislador era permitir a diluição do capital das empresas no mercado Brasileiro. O mercado de capitais brasileiro se notabiliza pela alta concentração de poder,

14 PELA, 2018.

15 CASTRO e WALDE Jr., 2013 e MUNHOZ, 2009.

seja na figura de seus fundadores, seja em poucos possuidores de ações; em oposição a mercados anglo-saxões, que costumam ter sua participação pulverizada¹⁶. Estudos apontam ser uma característica dos empresários brasileiros o apego ao controle e receio de diversificar a participação por medo de perder o controle. Esta particularidade afeta o mercado como um todo, conforme explicam Procianny e Schnorrenberger¹⁷, pois as empresas tendem a ter baixo endividamento, optando por financiar seus investimentos basicamente com capital próprio, desestimulando a diversificação do mercado de crédito e a estrutura econômica como um todo.¹⁸

16 DALMÁCIO e CORRAR, 2007 e RODRIGUES, 2012.

17 PROCIANNOY e SCHNORRENBARGER, 2004.

18 O mercado de capitais brasileiro se configura por um mercado altamente concentrado. Primeiramente, boa parte dos ativos são concentrados no fundador, o que significa que, tradicionalmente, os fundadores mantêm o controle de suas companhias, em percentuais que ultrapassam 70% das ações de controle. O brasileiro tem mais dificuldade de distribuir o controle, principalmente por medo de ser aliado de sua própria empresa, através de um golpe de poder pela associação dos demais acionistas. Em parte, este medo surge por exemplos vistos no mercado anglosaxão, em que fundadores são depositos de suas empresas, pela associação dos outros acionistas em bloco de controle. Um caso célebre foi a destituição de Steve Jobs do controle da Apple, em 1985. Uma disputa de poder dentro da companhia levou a uma associação entre os acionistas que apertaram o fundador do comando. O brasileiro possui maior apego ao poder, por isso, tem mais dificuldade para reparti-lo. Em partes, esse comportamento é associado à predominância da cultura portuguesa que possui tradições familiares fortes, estimulando a concentração de poder e, por consequência, a concentração de poder no núcleo familiar, o que insere outra forma de comportamento do capitalista brasileiro a privilegiar empresas familiares. Assim, ao estruturarem empresas familiares, tendem a manter o controle, pulverizando pouco os ativos, de modo que tendem a disponibilizar no mercado de capitais, parte singular das ações, que não coloque em risco o controle da empresa. Por exemplo, o Grupo Silvio Santos, é controlador detendo 99% das ações do SBT. Assim, demonstra um retrato do comportamento empresarial brasileiro de elevada concentração do poder.

Por sua vez, mercados anglosaxões já possuem tradição de pulverização do poder, sobretudo estimulando a venda de participação, objetivando inserção de investimento, ou a capitalização do negócio. Nessa forma de gerir o negócio, a cada capitalização o acionista fundador vai sendo diluído em sua participação, à medida que associa novos investidores ao empreendimento, em uma eventual abertura de capital, partes iguais de todos os investidores é comercializada no mercado de ações, ou percentuais que determinado investidor queria vender, podendo até mesmo sair da sociedade. Entretanto, os anglosaxões possuem cultura muito mais desenvolvida de modo que a destituição ou a retirada do fundador do poder ocorre com elevada eventualidade. Este baixo índice de destituição do controle/fundador é importante para estimular para que os fundadores se disponham a compartilhar o negócio e abrir capital. A resultante obtida por esses mercados é um ambiente de negócio pujante, com investidores e investidos sempre buscando formas de crescimento do negócio para ganho de mercado e participação. O foco é desenvolver negócios bilionários e inovadores, antes que se concentram no poder e controle. Em contrapartida, tais mercados tendem a sofrer ofertas de compras hostis, na qual investidores propõem aos acionistas a compra de suas participações, geralmente com significativo ágio. Nesse ambiente, o fundador pode ser superado por um investidor que assume o controle e passa a ditar os rumos do negócio. Para se defender de tais ações é comum os conselhos adotarem poison pills, como forma de proteção aos atuais acionistas e imposição de alguma estabilidade no controle do negócio.

Independente de suas particularidades, o mercado brasileiro sempre perpetrou esforços para desenvolvimento e evolução do mercado de capitais, aproximando dos mercados anglosaxões.

Logo, a possibilidade de implementar o voto plural, permitirá que as empresas formem novas estruturas de capital, atraindo novos investidores e acionistas, ao mesmo tempo que mantém mecanismos de controle, inclusive a seus fundadores. Não menos importante, a possibilidade de manter o controle, com baixa concentração de ações, estimulará controladores a buscarem financiamento aos seus projetos de investimento junto ao mercado de capitais, dispondo-se a ceder parte do poder para tal, o que aumentará a oferta de ações, atraindo investidores, e, assim, oxigenando o mercado. Neste sentido, empresas, cuja característica se assenta na relevância do negócio na figura do seu fundador, a possibilidade de vender participação, sem perder o controle, estimularão o fundador a fazê-lo, por ser uma forma de estimular o crescimento da empresa e valorização do negócio, ao mesmo tempo que o remunera pela cessão de sua participação, dirimindo, no presente, maximização utilitária do fundador e aversão ao risco.

Importante destacar que esta percepção é uma hipótese de desenvolvimento do mercado que seria estimulado a uma nova abordagem que diverge dos modelos adotados no presente. Isto significa que o voto plural serviria para estimular novos comportamentos de mercado no qual os fundadores/controladores seriam estimulados a distribuir o poder em razão dos ganhos associados com a valorização do ativo(seja por valor ao acionista, seja por valor de mercado). Logo, o controlador teria significativa redução de poder, mas com ganho na elevação de valor de mercado(mediante a valorização das ações, pelo aumento de interesse pelo ativo, ou em decorrência da elevação dos níveis de retorno oferecido pelo negócio - maximização do lucro) ou ainda por ganho de valor ao acionista(através de margens de lucros significativas que maximizem valor ao acionista, proporcionando ganhos e dividendos significativos). O que se nota nesta circunstância é que apesar de perder parte do controle, obtém ganho associado, primeiro pela capitalização de sua participação perdida, segundo, pela maximização de lucro, obtendo elevação das margens de lucro, com consequente pagamento de dividendos extraordinários ou sua elevação a patamares superiores e, por fim, valor de mercado, resultante da valorização das ações da empresa. Nesse contexto, é possível que a diluição resulte no ganho

De fato, não se pode atribuir a ineficácia ao tédio ou ausência de esforços de mercado para isso. O mercado brasileiro sempre foi pródigo em trazer alternativas para estimular o mercado de capitais e trazer certa estabilidade mercadológica que estimule a inserção de novos empreendimentos no mercado de capitais e de investidores novos, sobretudo, pessoas físicas. Nesse ponto, o mercado norte americano é pujante, diante a participação de mais da metade das famílias investindo em ações, estabelecendo, inclusive, seus fundos de pensões com capital associado a ativos de mercado de capitais.

Assim, tais diferenciais servem para explicar parcialmente as diferenças fundamentais nos mercados de capitais brasileiro e anglosaxões, sobretudo, deve-se reforçar que não foi a ausência de alternativas ou esforços para pulverização e crescimento de investidores que levam ao elevado grau de concentração do mercado de capitais brasileiro.

equivalente ou superior ao controlador/fundador em relação a sua perda. Isto é, apesar de deter menos ações, as atuais equivalerão ao mesmo valor de quando possuía mais, afinal, houve valorização das ações atuais a patamares elevados, e/ou obteve ganho decorrente da venda das demais.

Utilizado principalmente por companhias do setor de tecnologia, o voto plural é um importante mecanismo para estimular a diluição de ações em companhias com forte apego ao poder de controle. O instituto do voto plural constitui-se mecanismo adotado por empresas de capital aberto, que possibilita determinadas ações, sejam ordinárias, sejam preferenciais, possuam pesos e características diferentes das demais, de modo a conferirem uma superioridade de direitos políticos a determinados acionistas, garantindo-lhes poderes especiais, ou a manutenção do atual, mesmo não possuindo a maioria das ações totais distribuídas de certa companhia. Tradicionalmente, estão atreladas aos fundadores ou a pessoas de grande importância para o negócio.

O voto plural não deve ser confundido com o voto múltiplo, previsto no artigo 141, da lei 6404/76, que se notabiliza por ser dispositivo adotado para eleição de conselheiros. Segundo Carvalhosa¹⁹, o voto múltiplo acontece quando, os votos detidos por cada acionista, é multiplicado pelo número de assentos que deseja obter num pleito. Neste sentido, o dispositivo é adotado, quando requerido, para eleição de conselheiros, garantindo direito a todos os acionistas em igualdade de armas na disputa, o que, portanto, o especifica para eleição de conselheiros.

Essencialmente, o voto plural visa possibilitar que o controlador permaneça com sua estrutura de participação, permitindo que os acionistas fundadores e os mais relevantes elejam a maioria dos membros do conselho de administração (onde tendem estes a se concentrar para ditar os rumos, estratégias e deliberações do negócio), sem que com isso precisem concentrar 50% das ações, mais uma, o que permite, em contrapartida, diluir as ações totais no mercado, oportunizando uma maior quantidade de investidores se beneficiarem dos retornos e resultados proporcionados pelo negócio, agregando valor de mercado. Sua modelagem foge aos princípios de governança corporativa, que estimula a adoção de estruturas que privilegiem uma única estrutura de capital, sob o guarda-chuva do “uma ação, um voto”. Contudo, o crescimento de empresas de tecnologias e sua busca de capitalização, sem perda do poder de controle, estimulou a adoção do mecanismo, fazendo com que empresas de países não saxões buscassem ofertar ações nestes mercados em detrimento dos seus próprios - que possuem regulamentações mais rígidas, ou mais atreladas a governança corporativa. Como resultado, diversos países começaram a discutir formas de implementar alternativas de voto plural para não ver seus mercados

19 CARVALHOSA, 2014.

de capitais esvaziados, passo, inclusive, adotado pelo Brasil, através da lei 14195/21²⁰.

Há de atentar que o voto plural no Brasil possui características que o diferenciam por impor que: a) para sua criação seja necessário quórum de aprovação de, no mínimo, metade do total de ação de votos ordinários e metade das ações preferenciais, sem direito a voto ou com voto restrito, caso existam; b) os dissidentes sobre a adoção ao modelo tem seu direito de recesso assegurado, salvo se já houver previsão ou autorização estatutária para o voto plural; c) estabelecido seu modelo, as ações não podem ter suas características alteradas, exceto para reduzir seus poderes; d) Caso sejam transferidas ou vendidas, as ações plurais terão suas características convertidas automaticamente para ações comuns; e) serão vedadas as incorporações, fusões ou cisões de companhias que não adotam o mecanismo por aquelas que o possuam; f) não pode ser tratado nas mesmas assembleias que deliberem sobre a remuneração dos administradores e a celebração de transações com partes relacionadas, além de matérias que não podem ser votadas mediante o voto plural, cabendo à CVM determiná-las; g) empresas, sociedade de economia mista, subsidiárias e sociedades controladas direta ou indiretamente pelo poder público não poderão adotar o voto plural; e, h) o mecanismo terá validade por sete anos, devendo ser renovado para manter seu valor, por iguais períodos.

Importante destacar que, mercados amadurecidos como os anglo-saxões, a dupla classe de ações pode ser adotada mediante a diversificação de ações em classe ordinária, ou preferenciais; ou ainda, pela diferenciação, adotando voto plural, ou supervoto. Portanto, o acionista poderá estabelecer a dupla classe de ações, diferenciando em ações ordinárias, com direito a voto e, ações preferenciais, com preferências e direitos patrimoniais.

Implicações da estrutura de capital das empresas

As empresas, ao decidirem abrir seu capital, estão buscando capitalizar-se, por dividirem parte de si com terceiros, ao mesmo tempo, que aceitam, em troca, dividirem seu comando e possibilitarem que interfiram na gestão estratégica, conjunto a compartilharem os recursos. Neste sentido, tal disposição e a forma como realizam o procedimento, demonstram uma sinalização de mercado.

Copeland, Weston e Shastri²¹, afirmam que é difícil determinar corretamente a estrutura de capital, porque as decisões de investimentos e financiamentos são tomadas simultaneamente, o que torna impossível discriminar as características dessas decisões, ou, empresas ignoram a evolução dos ativos ao longo do tempo e como esses são financiados, ou ainda, há dificuldade de mensurar o

20 LEUNG e TUNG, 2018 e ACE GOVERNANCE, 2020.

21 COPELAND, WESTON e SHASTRI, 2005.

capital próprio nas situações em que obter informações acerca das dívidas são obscuras²². Por isso, a questão central na estrutura de capital é qual a relação ótima, ou adequada entre capital próprio e capital de terceiros, que resulta em maximização de lucro. Essencialmente, a preocupação é minimizar os custos de obtenção de capital e, ao mesmo tempo, maximizar o valor da empresa. Observa-se que o coeficiente resultante necessariamente impacta na relação e distribuição de poder, dentro da estrutura organizacional.

Tradicionalmente, os determinantes da estrutura de capital levam em consideração fatores específicos da organização como, tamanho, rentabilidade, risco, retorno, oportunidades de crescimento, tributação e benefícios fiscais. Apesar de cada um poder ser um determinante, a relação entre estes variam e impactam diferentemente no interesse investidor, conforme o apetite e interesse relacionado com o ativo.

Portanto, a forma como a empresa pretende estruturar seu capital será importante para definir a atratividade, o interesse e a forma como o mercado irá relacionar-se com a organização.

A opção de estrutura de capital adotada pela empresa constitui uma sinalização ao mercado das intenções e estratégias corporativas que deseja compartilhar. A sinalização representa decisões com consequências econômicas, seja para organização ou para o mercado, buscando moldar o comportamento dos investidores em prol do ativo de uma empresa.

Portanto, à medida que decide qual forma de estruturação de capital irá adotar, estará transmitindo um sinal ao mercado de suas intenções e motivações, em que estará sinalizando a forma ótima como pretende distribuir investimento e financiamento, bem como a manutenção do poder organizacional - controle -, ou a obtenção do resultado financeiro. Assim, sinaliza ao mercado que pode optar por abrir plenamente o controle, pulverizando as ações de modo que, quem mais delas agrupar, obtém o controle do conselho administrativo, a medida que opta por buscar maximizar o retorno decorrente, preferindo os retornos resultantes da distribuição dos resultados financeiros obtidos. Ou ainda, optar pela manutenção do controle, definindo os rumos do negócio, preferindo maximizar retorno a terceiros, através da distribuição plena dos resultados financeiros, oriundo dos fluxos de caixas positivos gerados.

O significado da adoção da dupla classe de ações para o mercado

Lerner²³ afirma que os gestores não podem controlar a forma como o mercado avalia sua empresa, contudo, a tomada de decisão é um dos fatores

22 STREBULAEV, 2007.

23 LERNER, 1971.

mais importantes para nortear o valor que atribuirão ao ativo. Segundo Fama²⁴, esta percepção ajusta-se à medida que informações relevantes tornam-se conhecidas, levando o mercado a reajustar a forma como percebe um ativo, de modo a capitalizar o valor associado à informação. Assim, é importante informar as intenções da empresa, para que o mercado perceba suas intenções e reaja associando-se ou repelindo ao ativo ofertado.

Porter²⁵ considera como sinal de mercado qualquer ação que forneça uma indicação direta ou indireta de intenções, motivos, metas ou situação interna de uma empresa. A sinalização é a forma que a empresa possui para externalizar seus propósitos estratégicos, podendo ser efetuada por meio de atos ou por anúncios. A sinalização demonstra decisões com consequências econômicas, que impactam sobre a corporação ou no mercado, indicando o direcionamento que será adotado, buscando a maximização de valor. Uma das razões para se sinalizar é o fato de haver a possibilidade de moldar o comportamento dos investidores em prol de um ativo. Day, Heil e Reibstein²⁶ destacam que os sinais podem ser utilizados para testar a reação dos investidores ou não. Desta forma, espera-se que o mercado reaja ao perceber alterações que impactam nas expectativas futuras a respeito dos seus resultados.

Portanto, quando decide a estrutura de capital que irá adotar, está sinalizando ao mercado como pretende dividir a tomada de decisão e os resultados econômicos obtidos. Ao mesmo tempo, sinaliza seus interesses de relação mercadológica, e o perfil de investidor que deseja atrair para o negócio. Consequentemente, sempre que adotarem uma estrutura de capital, há expectativa que o mercado reaja, analisando os impactos sobre o ativo e o mercado, adotando posturas de investimento adequadas à realidade posta, especialmente considerando seu impacto sobre a capacidade de geração de fluxos de caixa futuros.

A adoção da dupla classe de ação é uma forma de sinalização ao mercado não só da estrutura de capital, mas das intenções do proprietário em relação a distribuição de poder e resultados, ou seja, estará sinalizando a intenção de uma estrutura na qual busca a manutenção do poder organizacional (ações ordinárias) - controle -, ou a obtenção do resultado financeiro (ações preferenciais). Assim, sinaliza ao mercado que pode optar por abrir plenamente o controle, pulverizando as ações de modo que quem mais delas agrupar obtém o controle do conselho administrativo, a medida que opta por buscar maximizar o retorno decorrente(lucro), preferindo os retornos resultantes da distribuição dos resultados financeiros obtidos. Ou ainda, optar pela manutenção do controle(poder), definindo os rumos do negócio, preferindo maximizar retorno

24 FAMA, 1991.

25 PORTER, 1980.

26 DAY, HEIL e REIBSTEIN, 1997.

a terceiros, através da distribuição plena dos resultados financeiros, oriundo dos fluxos de caixas positivos gerados.

Desta forma, fica claro que a obtenção de ações ordinárias indica o interesse do investidor na definição dos rumos da organização, o que implica afirmar que deseja definir estratégias que a auxiliem na sua perenidade, ou influenciar o direcionamento da organização, enquanto, optar pelas ações preferenciais indica o foco nos resultados financeiros, objetivando a maximização de valor ao acionista e de mercado.

O importante a considerar desta medida é que, seja qual for a estratégia de estrutura de capital adotada (única ou dupla classe de ações), resultará numa reação de mercado direcionada àquele ativo. Assim, o mercado reagirá, considerando a sinalização da empresa, à forma de estrutura de capital proposta. A sinalização indicará o rumo que a empresa pretende adotar, e o investidor poderá considerar investir no ativo, ou ignorá-lo, podendo contudo, em momento futuro decidir pelo investimento, ou manter posição distante. Procianny²⁷ explica este posicionamento por acreditar que o mercado pode reagir imediatamente, por acreditar no potencial do ativo e do modelo proposto por aquela organização, ou não reagir, por descrever na capacidade do modelo de produzir resultados efetivos, ou ainda, reagir parcialmente às sinalizações das empresas, aguardando posicionamentos, pois os sinais estão sujeitos a manipulações, ou modificações pelos agentes que os emitem (ou seja, os dirigentes), de modo que se torna mais prudente aguardar antes de acreditar nele, principalmente na expectativa de resultados antes de se compromissar com o ativo.

Separação entre propriedade e o controle, a maximização de valor ao acionista e a lógica financeira

Berle e Means²⁸ conceberam um ideal de propriedade que se estabeleceu na modernidade como constituída de administrador, um executivo-produtivo; e, proprietário de ações, ou títulos, um passivo-receptivo, ou seja, há a figura de um administrador que se ocupa como gestor e operador da organização, cuidando do seu cotidiano, para alcançar os resultados almejados; ao mesmo tempo que, há os proprietários de ações, que adquirem participação acionária dos empreendimentos, investindo recursos para operacionalização e desenvolvimento estratégico da organização, sem, todavia, participar diretamente na operação. Nesta configuração, torna-se meramente detentor de direitos dos resultados financeiros decorrentes da operação, que constituem

27 PROCIANNOY, 2006.

28 BERLE e MEANS, 1988.

uma remuneração pelos recursos investidos, considerando os riscos e retornos atrelados ao negócio.

Este modelo sintetiza o poder proprietário apenas como um símbolo, enquanto o poder e a responsabilidade associam-se a quem está no controle. Logo, o poder de controle subsiste como: a) o controle fundado na propriedade da quase totalidade das ações da companhia; b) na maioria dessas ações; c) o obtido por meio de expedientes legais; d) o minoritário e, e) o controle gerencial ou administrativo, a qual, Comparato²⁹ sintetiza em totalitário, majoritário, minoritário e gerencial.

A lei 6404/76 tentou definir o conceito de controlador, no artigo 116, como pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou controle comum, titular de direitos que lhe assegure a maioria dos votos na deliberação da assembleia, e, conseqüentemente, o poder de eleger a maioria dos administradores, para dirigir e orientar a companhia. Portanto, sendo as decisões tomadas pela assembleia geral, o controlador é o detentor de maioria nesta assembleia³⁰. Note-se que Comparato faz referência ao controle majoritário. Tal controle se configura pela concentração das ações, detendo mais de 50% das ações de direito a voto, mais uma, o que lhe confere o poder de selecionar o administrador. Verçosa³¹ constrói conceito concorrente de minoritário(s) por compreender como aquele(s) que não se enquadra(m) no conceito de controlador, portanto, sendo aquele(s) que não possui(em) poder para influenciar as decisões e deliberações da assembleia, mas que age(m) quando surgem os pressupostos para o exercício outorgado pela lei.

Apesar dos conceitos demonstrados, é possível que o controle não seja exercido pelo detentor da maioria das ações, seja por não as possuir, seja por negligenciá-lo, ou por optar por não fazê-lo. Berle e Means³² sugerem que este fenômeno esteja associado ao tamanho das empresas que, quanto maior, tornam mais dispendioso obter o controle, fazendo com que o controle ocorra mais pela negligência, que a disposição de participação. Assim, exige que sua configuração seja formulada por acordos, o que permite a obtenção do controle com uma participação relativamente pequena de propriedade.

Por fim, o cenário de um controle pulverizado, resulta na diluição absoluta de participação tal que o controle exige acordo que são dispendiosos aos acionistas, desestimulando estratégias de adoção do controle, ocasionando um controle exercido pelos gestores. Comparato entende que quando o poder não mais se alicerça na propriedade acionária e transcende a vontade, tanto individual, quanto coletiva dos acionistas, reduz o elemento social a modelos de

29 COMPARATO, 1995.

30 BERLE e MEANS, 1988

31 VERÇOSA, 2008.

32 BERLE e MEANS, 1988

contratos, desconstruindo seus vínculos de natureza real, com os detentores do capital societário e aproximando-se de uma função elementarmente lucrativa, dissolvendo completamente a *affectio societatis* original.

A teoria dos shareholders possui raízes nos pressupostos da teoria econômica e financeira. Autores como Fama e Jensen³³, destacam a existência de uma percepção quase universal pelas corporações de que os gestores são forçados a tomar decisões de investimentos que maximizem o valor de mercado. Por esta percepção, a mensuração da performance organizacional baseada em variáveis contábeis, como retorno sobre o investimento e retorno sobre o capital, não medem apropriadamente o valor das decisões de investimento dos gestores.

Espera-se que o valor da empresa expresse o potencial de benefícios futuros que seus ativos possam gerar, já que o valor econômico de um ativo para o investidor não representa apenas o montante de recursos aplicados em sua aquisição, mas incorpora um prêmio pela expectativa dos retornos acima do mínimo requerido, considerando-se o risco. Há geração de valor ao acionista se o retorno gerado pelo ativo supera o mínimo requerido, do contrário, quando o retorno esperado não é atingido, há destruição de valor. Portanto, tal instrumento é uma medida completa para análise de desempenho da empresa, pois considera em seus cálculos a geração operacional de caixa potencial (futura) da empresa, a taxa de atratividade dos proprietários de capital e o risco associado ao investimento³⁴.

Há geração de valor também, segundo a teoria financeira, ao se investir em projetos que proporcionem um valor presente líquido (VPL) positivo, ou seja, que apresentem um retorno mínimo equivalente ao custo de capital das empresas, neste caso, conforme Brealey e Myers³⁵, busca-se a maximização de valor presente líquido em projetos de investimento.

Para Damondaran³⁶, as decisões de investimento consistem na aplicação de recursos em projetos que ofereçam um retorno maior do que a menor taxa aceitável, visto que as decisões de financiamento consistem na busca de recursos que maximizem o valor dos projetos selecionados. Neste sentido, nas análises de desempenho econômico da empresa (resultados) e geração de valor, tornam-se vitais as decisões financeiras de investimento ou aplicação de recursos e as decisões de financiamento ou captação de recursos, já que a empresa tem que decidir quanto investir e como conseguir os recursos financeiros para tanto³⁷. Logo, a magnitude do investimento (volume) e sua composição (capital fixo

33 FAMA e JENSEN, 1985.

34 PEREZ e MARTINS, 2005.

35 BREALEY e MYERS, 2000.

36 DAMONDARAN, 1997.

37 BREALEY e MYERS, 2000.

e capital de giro) são dimensões relevantes e, nas decisões de financiamento, o custo e o grau de exigibilidade apresentam estas perspectivas³⁸.

O equilíbrio, a estabilidade financeira e a atratividade econômica são definidos através das decisões de investimento e de financiamento. Assim, pode-se avaliar o real desempenho econômico da empresa como resultante do confronto entre o retorno gerado pelos ativos (investimentos) e o custo dos passivos (financiamentos), em que os resultados gerados pelos ativos (lucro operacional) ultrapassem e satisfaçam, considerando os riscos envolvidos, as expectativas de remuneração dos proprietários de capitais, deles próprios e/ou de terceiros³⁹. Por conseguinte, uma empresa atende aos pressupostos de maximização de valor aos acionistas, quando oferecer uma remuneração acima de suas expectativas mínimas de ganhos, isto é, quando o resultado gerado pelos negócios (após a remuneração de todos os stakeholders) supera a taxa de remuneração requerida por estes acionistas em suas decisões de investimento com risco semelhante⁴⁰.

Sundaram e Inkpen⁴¹ destacam que ao maximizar o valor para o acionista, todo valor da empresa estaria sendo maximizado, ou seja, este objetivo favoreceria a todos os envolvidos com a empresa que tivessem interesse no sucesso constante da organização, pois o sucesso garantiria a produtividade e conseqüentemente a remuneração dos participantes.

Conforme a Teoria tradicional de Valuation, o valor da firma é a soma de: a) o valor descontado de fluxos de caixa futuros esperado, gerado dos recursos disponíveis; e, b) o valor presente líquido de fluxos de caixa de oportunidades de investimento que se espera estar disponível e ser empreendido pelo firma no futuro. Neste sentido, o valor da firma muda conforme o mercado recebe informações gerais ou específicas que modifiquem as expectativas sobre os retornos correntes e futuros da organização⁴².

38 SOUSA, 2002.

39 ASSAF, 2002.

40 PEREZ e MARTINS, 2005.

41 SUNDARAM e INKPEN, 2004.

42 Toda a abordagem da teoria de valuation preconiza o foco na produtividade do capital. Nesse sentido, a capacidade produtiva é elemento de interesse estratégico, uma vez que demonstra a capacidade da empresa de aumentar ou diminuir seu fluxo produtivo em linha com os interesses estratégicos mercadológicos da companhia. Assim, ainda que tenha resultante no lucro decorrente obtido pela empresa, seu foco se associa ao caráter produtivo do negócio, tendo relação com os interesses microeconômicos atrelados ao desenvolvimento estratégico do negócio.

Por sua vez, a produtividade de capital se relaciona a capacidade da empresa de gerar retorno sobre o investimento de capital, ou seja, sua capacidade de alcançar lucratividade frente ao capital investido no negócio. Nesse sentido, os interesses se associam a relação dos indicadores econômicos-financeiros e contábeis, como retorno sobre investimento(ROI), Margem Líquida e/ou índices em linha com os valores mobiliários, como Preço sobre Lucro, Preço sobre Valor Patrimonial, Dividendos, entre outros. Logo, a preocupação com a Lucratividade é o centro para estabelecimento da Valuation. Por cento, a valuation subsiste na projeção dos resultados econô-

De fato, maximizar valor aos acionistas equivale maximizar a diferença entre o valor da empresa e o capital que os acionistas investem. Assim, para valorizar a organização sem incremento de capital, devem-se tomar decisões que melhorem o desempenho econômico. Essas decisões são recebidas positivamente pelo mercado, resultando no aumento da atratividade das ações da empresa e em sua provável valorização⁴³.

Portanto, uma remuneração adequada ao acionista é determinante para que ele reaplique seus recursos em novos projetos da empresa. Mas se a remuneração não for superior à mínima esperada, o acionista aplicará seus recursos em investimentos mais rentáveis. Neste sentido, se remunerá-los somente nas suas expectativas mínimas de retorno, o valor de mercado da organização estará restrito ao montante de recursos necessários para estruturá-la, isto é, o valor de reposição dos ativos, por não conseguir agregar valor algum. E ainda, se o valor não se mostrar sequer capaz de remunerar o risco dos acionistas, haverá uma destruição de valor. Neste caso, o valor de mercado deverá ser inferior ao montante de seus ativos, ou seja, do valor que se despenderia para construí-la⁴⁴.

Outra tese preconiza a assunção de risco e menor direito legal em relação à corporação como fatores relevantes para a maximização do valor ao acionista. Segundo Sternberg⁴⁵, todos os participantes de uma organização possuem contratos explícitos e implícitos que determinam as questões salariais, menos os acionistas. No entanto, os riscos dos acionistas são maiores visto que aportam seus recursos e somente serão remunerados após os outros membros da organização. Além disso, antepõe-se a ele, no direito a recebimento e crédito, qualquer stakeholders, podendo a qualquer momento alienar-se da organização, enquanto os acionistas permanecem independente das circunstâncias estruturais da organização. Desta forma, somente após atendidos os interesses dos clientes, fornecedores, empregados, credores, governo, entre outros, é que o acionista poderá avaliar o resultado gerado por seu empreendimento e se apropriar dos ganhos gerados.

Pode-se concluir que diante do risco, os acionistas são os participantes cujos interesses não podem ser negligenciados. Assim, atratividade para o investidor é um conceito central. A compreensão de que os recursos financeiros

micos-financeiros na sua perpetuidade, objetivando determinar o valor de determinado ativo na perpetuidade e com isso estabelecer o valor de determinado ativo no presente, em relação aos fluxos de caixa descontados líquidos, em relação a cada fração de ativo disponibilizada (ação).

Portanto, ao se analisar nesse artigo o valor da firma e as ações de maximização de valor aos acionistas o foco demonstrado atém-se a lucratividade e seus efeitos sobre os ativos e os participantes da relação de mercado.

43 FREZATTI, 1998.

44 PEREZ e MARTINS, 2005.

45 STERNBERG, 1999.

advêm do mercado de capitais e não de orçamentos internos, exerce grande pressão por desempenho e resultado nas empresas, forçando os gestores a adotar estratégias voltadas para gerar valor na empresa, o que na concepção de Frezatti⁴⁶ deveria ser também a principal meta do planejamento estratégico da empresa. A globalização e a competitividade mundial, cada vez mais, levam a compreensão de que a mensuração de valor aos acionistas está se tornando um fenômeno global, servindo de instrumento padrão para medir o desempenho das empresas⁴⁷.

Sumariamente, o preceito que se descortina é que a relação entre as partes constitutivas da organização - acionistas e administradores - rege-se pela busca de maximização de valor aos acionistas, o que significa que aos administradores recai a responsabilidade de administrar os recursos, de modo a maximizar a geração operacional de caixa potencial (futuro) da empresa, à taxa de atratividade dos proprietários de capital e o risco associado ao investimento, o que implica a tomada de decisão que melhore o desempenho econômico da organização. Por sua vez, aos acionistas recai a responsabilidade atrelada ao investimento, assumindo a responsabilidade pelos riscos decorrentes do negócio. Neste escopo, caso os esforços gerenciais não resultem em retornos positivos, obrigam-se a assumir os prejuízos, devido à assunção dos riscos inerentes do negócio. Ao mesmo tempo, a ausência de retorno positivo desestimulará investimentos no empreendimento, diante a falta de expectativa de resultados que gerem fluxos de caixa positivos futuros; o que, induzirá os acionistas e investidores a buscarem investimentos mais rentáveis. Ademais, as perdas resultarão em expectativas de retornos futuros menores, estimulando investidores a se afastarem do ativo, e, conseqüentemente, a perda de valor de mercado, aumentando, conjuntamente, o risco do negócio e a expectativa de remuneração atrelado ao capital investido, comprometendo o retorno de caixas futuros, além de impor maior peso sobre os resultados do negócio e dos gestores. E, por fim, resultados negativos impõem pressão sobre os gestores que questionam sua competência e capacidade de gerar, operacionalmente, resultados ao negócio, o que, estimulará os acionistas a os substituírem, inclusive, como forma de atrair os investidores ao negócio, diante a expectativa futura de melhora de caixa em razão de novas determinações gerenciais.

Outro mais, uma importante corrente de pensamento sustenta a presença da lógica financeira na relação entre os agentes econômicos, explicitamente acionista, gestores e investidores.

Segundo Useem⁴⁸, os investidores têm ocupado boa parte do debate referente à criação de valor ao acionista e governança corporativa de empresas

46 FREZATTI, 1998.

47 RAPPAPORT, 2001.

48 USEEM, 1996.

abertas. Argumenta o autor que o gestor capitalista está sendo trocado pelo investidor capitalista, sendo que este último apresenta um impacto direto maior sobre as companhias. Investidores, sobretudo institucionais, pressionam por maiores e melhores informações sobre a empresa, produtos e performance setorial, buscam contato direto com o topo da companhia, expressam opiniões sobre executivos, suas compensações e processos sucessórios.

O objetivo principal é obter o retorno máximo para seus investimentos, assumindo para isso certo nível de risco. Nesta perspectiva, impõe aos gestores organizacionais a tarefa de tornarem suas companhias atrativas ao grupo de investidores⁴⁹. De acordo com recentes pesquisas, estes investidores preferem investir em ações de grandes companhias e com alta liquidez. Além disso, buscam empresas com vendas e ganhos em crescimento, ou que apresentem oportunidades de crescimento, como com pesquisa e desenvolvimento, expansão e aquisição⁵⁰. Acreditam que grandes companhias divulguem mais informações para a comunidade financeira e mais analistas financeiros seguem estas firmas, o que contribui para reduzir assimetria informacional associada a grandes corporações⁵¹.

O investidor está envolvido em dois tipos de decisões de investimentos de acordo com a sua posição: a) em sua posição como fundo de investidor, sua tomada de decisão segue estritamente a lógica financeira, o que significa que, continuamente verifica se as taxas de retorno esperado - considerando os riscos assumidos - poderiam ser aumentadas através de modificações no portfólio. Enquanto que, b) em sua posição como participante em uma empresa listada, decide segundo a teoria de Hirschman⁵², o que significa que é impelido a usar “a voz” através do poder de proprietário para mudar as ações da companhia (direcionamento gerencial), à votar conforme seus próprios interesses (saída), e é impelido a ser “leal” por permanecer na companhia e não vender.

A lógica financeira tende a favorecer o comportamento de saída, qual seja, não querer fazer parte integrante das corporações, antes, preferir ser livre para modificar suas posições de investimentos (realocação de portfólio) conforme lhe interessar e as taxas de retorno esperadas. No entanto, o grande poder associado a sua capacidade de investimento, e sua característica institucional habilita-o a participar mais ativamente nas atividades corporativas e no direcionamento gerencial (voz)⁵³.

Neste sentido, há dois contextos paradoxais: de um lado os investidores estão interessados se os gestores se desviarão da lógica financeira, e de outro,

49 USEEM, 1996.

50 GOMPERS e METRICK, 2001.

51 FALKENSTEIN, 1996.

52 HIRSCHMAN, 1970.

53 JOHANSSON e ÖSTMAN, 1995.

gestores corporativos estão interessados nos prós e contras da presença do investidor. As duas concepções direcionam para contextos diferentes, isto é, para a criação de valor ao acionista versus curto prazo. Há uma aceitação quase universal de que os investidores agem segundo a lógica financeira e se orientam na busca de resultados de curto prazo⁵⁴. Nesta perspectiva, focam no que Ellsworth⁵⁵ chamou de ganhos trimestrais, referindo-se aos relatórios financeiros trimestralmente divulgados pelas empresas com seus ganhos financeiros no período. Portanto, agir assim implica compelir os gestores organizacionais a decidirem com foco no curto prazo, além de encorajar um comportamento gerencial de curto prazo⁵⁶.

O excessivo foco em ganhos imediatos gera incentivos por ganhos gerenciais. Desta forma, criam-se compensações para gestores que conseguem aumentar os ganhos correntes, e produzir impactos significativos nos resultados trimestrais.⁵⁷ O mercado de trabalho tende a valorizar os gestores baseado

54 USEEM, 1996; HELLMAN, 2005; KOH, 2007; BHITE, 1993; FROOT, PEROLD e STEIN, 1992; e PORTER, 1992

55 ELLSWORTH, 1985.

56 KOH, 2007.

57 Note que o efeito da visão de curto prazo é o estímulo ou mesmo a pressão que recai sobre os gestores para focarem em resultados de curto prazo. Desta forma, os incentivos financeiros para desempenho estimularão sempre ações/projetos de investimento cujo os retornos se deem no curto prazo, em detrimento daqueles que projetam retornos em prazos mais alongados. Assim, projetos de investimento cuja demanda de capital inicial seja elevada e maximização de valor de longo prazo, tenderão a ser sistematicamente rejeitados pelo Conselho de Administração, levando os gestores a ajustarem sua conduta de modo a compor projetos de investimento que atendam ao interesse dos acionistas (curto prazo). Ao mesmo tempo, visões e projeções de longo prazo sofrerão constantes ajustes diante a necessidade de resultados rápidos, o que pode levar ao aborto de projetos, ou planos de negócios com elevado potencial de resultado no longo prazo, diante ao baixo interesse dos investidores e acionistas a resultados de longo prazo. Por mais, os departamentos de RI tenderão a ser mais exigidos, a medida que precisam manter o interesse dos investidores no ativo.

Há certo consenso que a visão de curto prazo resulta em comportamentos predatórios ao objetivo do próprio negócio, visto que não há projetos que consigam manter resultados de curto prazo constantes, principalmente diante aos efeitos macroeconômicos sobre o negócio, o que afeta a capacidade da empresa reagir as variações incontroláveis.

Consequentemente, os gestores serão sempre afetados, visto não poderem estruturar organizações interessados em projetos de longo prazo. Isto pode significar a necessidade de um conflito entre gestores e investidores/acionistas, no sentido de que deverá pressionar para a mudança do perfil investidor, até mesmo buscando o afastamento daqueles focados em resultados de curto prazo. Nesta forma, buscará o gestor desenvolver uma cultura de participação em “voz” ativa dos investidores, se comprometendo com os resultados e a perenidade do negócio, o que implica o afastamento da lógica financeira e a adoção de modelos de governança. Tal interesse, inclusive para os gestores, é importante para possibilitar o desenvolvimento de modelos de negócio e gestão mais associados a ações de governança e que estimulam a participação ativa dos investidores, se comprometendo com os resultados de longo prazo do negócio.

Portanto, haverá constantemente um conflito entre os gestores e investidores. Um objetivando obter os maiores ganhos associados ao seu desempenho no negócio, muitas vezes tendo de aliar seu desempenho a resultados de curto prazo que tradicionalmente exigem comprometer projetos de investimentos de longo prazo, em detrimento aos de curtos prazo, impondo, adicional-

na performance da empresa, e inclusive há evidências de que as decisões de demissão de CEO (Chief Executive Officer, ou simplesmente Chefe Executivo) são baseadas no mesmo desempenho⁵⁸.

Agir conforme a lógica financeira - buscar o melhor interesse como investidor - não é consistente com as novas regras de governança corporativa⁵⁹.

Autores demonstram que um importante processo de transformação paira sobre o investidor institucional no momento. A expansão das políticas de Governança Corporativa e a concentração dos mercados de capitais fazem com que o investidor institucional tenha maior importância no processo de governança corporativa⁶⁰.

Na busca de melhores retornos, os investidores adquirem participações acionárias permanentes e relevantes nas empresas. Desta forma, deixam de ser investidores simplesmente e tornam-se parte das empresas na qual investem, assumindo cadeiras no conselho administrativo das organizações.

Segundo Laporta⁶¹, a governança corporativa representa uma série de mecanismos mediante os quais os acionistas se protegem contra a expropriação por partes dos diretores. Assim estes mecanismos visam reduzir as consequências da assimetria informacional, equilibrando os interesses de todas as partes e consequentemente reduzindo os problemas decorrentes do conflito de agência. A governança corporativa busca prover uma estrutura eficiente de incentivos para consecução da maximização de valor, e estabelecer responsabilidade e outras salvaguardas para evitar que gestores expropriem valores em detrimento dos interesses dos acionistas (shareholders) e outros interessados (stakeholders)⁶².

mente, comportamentos otimistas, ou excessivamente confiantes para analisar projetos, o que envolve relativizar riscos associados ao projeto para obter sua aprovação. Ao mesmo tempo que busca com isso o favorecimento dos investidores ao perceberem sua capacidade de responder a anseios de curto prazo. E outro, pressionar os gestores para limitarem seus interesses pessoais em detrimento ao interesse do negócio, o que significa abrir mão de sua própria utilidade em favor dos investidores/acionistas. Por óbvio tal comportamento exige dos acionistas/investidores remunerações associadas ao desempenho para estimulá-los a focar nas escolhas e interesses dos acionistas. Ao mesmo tempo que gera o efeito desejado, ou seja, o estímulo dos gestores, causa aos acionistas e investidores redução no retorno dos ativos que investem, comprometendo sua capacidade de maximização de valor ao acionista. Por isso, opta o investidor/acionista a implementar mecanismos de controle capazes de mensurar e controlar os resultados sem que seja necessário o incrementos de remunerações associadas ao salário para estimular o desempenho excepcional de curto prazo. É nesse ambiente que surgem metas agressivas de resultados, respaldadas em controle do ambiente de negócio e pressão aos gestores para o alcance das metas, sob pena do desligamento da função.

Portanto, percebe-se um conflito que a teoria bem explicou como conflito de agência. Logo, os conflitos de interesse entre as partes sempre existirão, impondo-se como vitoriosa aquela que melhor compreender o momento e o instante do negócio.

58 MURPHY, 1999; MATSUNAGA e PARK, 2001; FAMA, 1980; PUFFER e WEINTROP, 1991.

59 HELLMAN, 2005.

60 LAPORTA, LOPES-DE-SILANES e SHLEIFER, 1999.

61 LAPORTA, et. al., 2002.

62 CERDA, 2002.

Ao implantar medidas cujo objetivo é aumentar a proteção ao acionista na consecução da maximização de valor, a governança corporativa entra em conflito com a ação dos investidores institucionais segundo a lógica financeira, já que ela se sustenta na perspectiva de resultados no curto prazo, enquanto a maximização do valor pode se direcionar para fluxos de caixas futuros positivos, indicando o sacrifício da visão de curto prazo⁶³.

Ao assumir participações acionárias nas organizações, os investidores se comprometem com os objetivos de longo prazo da firma, o que significa a abdicação da assunção da teoria de Hirschman. Neste sentido, utilizam seu poder de voto para influenciar as decisões no sentido de maximizar os valores investidos.

Apesar destes indícios de mudanças, diversos autores são claros ao definir que os investidores tendem, segundo a máxima quase universal, a pressionar as organizações para resultados de curto prazo. E não há sinais ainda que possam concretizar a percepção de que os investidores institucionais mudaram definitivamente sua perspectiva⁶⁴.

CONCLUSÃO

O artigo buscou demonstrar o debate ao longo do tempo sobre a dupla classes de ações. Apresentou a forma como o mercado de capitais brasileiro se estrutura e suas formas como um todo. Apresentou como a constituição das ações no mercado brasileiro evoluiu ao longo do tempo, até, recentemente, chegar ao modelo do supervoto ou voto plural.

Foi possível perceber as implicações da adoção de dupla classe para a estrutura de capital das empresas, na qual se demonstrou que a forma de estruturação de capital adotada, estará transmitindo um sinal ao mercado de suas intenções e motivações, em que estará sinalizando a forma ótima como pretende distribuir investimento e financiamento, bem como a manutenção do controle ou do resultado financeiro. Indicando, portanto, que pode optar por abrir plenamente o controle, pulverizando as ações de modo que, quem mais delas agrupar obtém o controle do conselho administrativo, ou, optar pela manutenção do controle, definindo os rumos do negócio, maximizando retorno a terceiros, através da distribuição plena dos resultados financeiros.

Ao mesmo tempo, analisou as implicações para o mercado, demonstrando que a dupla classe permite às empresas sinalizarem ao mercado suas intenções, e, por consequência, permite ao mercado reagir a tais atos, segundo a modelagem proposta por Procianny (2006), ou seja, o investidor poderá considerar investir no ativo, ou ignorá-lo, podendo contudo, em momento futuro decidir pelo

63 HELLMAN, 2005.

64 GRAVES, 1988; GRAVES e WADDOCK, 1994 e HANSEN e HILL, 1991.

investimento, ou manter posição distante. Assim, ao reagir imediatamente, demonstrará acreditar no potencial do ativo e do modelo proposto por aquela organização, ou não reagir, por descreer na capacidade do modelo de produzir resultados efetivos, ou ainda, reagir parcialmente às sinalizações das empresas, aguardando posicionamentos, ou os resultados efetivos, mediante as demonstrações financeiras para, só então, reagir.

Por mais, analisou a importância da separação do poder e controle, para demonstrar que, os acionistas são participantes que não podem ser negligenciados e que suas ações direcionam para a maximização de valor ao acionista, compreendendo que tal ação é importante para tornar os ativos atrativos ao mercado, objetivando sua valorização. Por consequência, são influenciados ao foco na tomada de decisões que maximizem lucros no curto prazo, influenciando todo o direcionamento, bem como a adoção/rejeição de projetos de investimento. Ademais, estimulará comportamentos nos investidores a usar a voz de saída ou voto para permanecer com o ativo. Ao estimular a saída, consolida percepção de curto prazo e foco no retorno do investimento no ativo. Enquanto, ao assumir participações acionárias nas organizações, os investidores se comprometem com os objetivos de longo prazo da firma, nos moldes do uso de voto na teoria de Hirschman.

Essencialmente, o que se percebe é a necessidade de se discutir as expectativas do mercado em relação às empresas, ao mesmo tempo que define como devem considerar os resultados obtidos, isto é, buscar seus próprios interesses e dos acionistas, ou seus interesses atrelados aos anseios sociais dos atores influenciados pela empresa. A resposta a este questionamento estabelecerá o significado e relevância da dupla classe de ações e sua adoção.

Portanto, a discussão acerca do tema ainda está longe de uma congruência, mas já acende a discussão da importância das empresas para a sociedade, sua participação para construir uma sociedade engajada e, portanto, como as empresas sinalizarão ao mercado suas intenções de controle que equilibrem(alinhem) o poder e a maximização de valor ao acionista e de mercado.

REFERÊNCIAS

ACE GOVERNANCE. **Governança e Mercado de Capitais**. São Paulo: B3, 2020?

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico financeiro**. São Paulo: Atlas, 2000.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. 3. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988

BHIDE, A. The hidden costs of stock market liquidity. **Journal of Financial Economics**, v. 34, n.1, pp. 31-51, 1993.

BREALEY, R.A.; MYERS, S. C. **Principles of Corporate Finance**. 3.ed. McGraw-Hill: New York, 2000.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: artigos 75 a 137**. Vol. 2. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE Jr., Walfrido Jorge. **Proselitismo Corporativo: Ficção e Verdade no Interdito à Cumulação dos Principais Cargos da Administração de Companhias Listadas na Bolsa de Valores de São Paulo**. **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**, v. 60, Abril-Junho, pp. 327-365, 2013.

CERDA, A. C. **Tender Offers, Takeovers and Corporate Governance**. **The Latin America Corporate Governance Roundtable**, São Paulo, April, 2000

COELHO F. U.. **Manual de direito comercial**. 24ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

COMPARATO, Fábio Konder. **Direito empresarial**. São Paulo: Saraiva, 1995.

COPELAND, T.; WESTON, J. F.; SHASTRI, K. **Financial theory and corporate policy**. 4. ed. Pearson Addison Wesley, 2005.

DALMÁCIO, F. Z. e CORRAR, L. J. A Concentração do Controle Acionário e a Política de Dividendos das Empresas Listadas na BOVESPA: Uma Abordagem Exploratória à Luz da Teoria de Agência. **Revista de Contabilidade e Organizações**, São Paulo, v. 1, n. 1, pp. 16-29, set./dez, 2009.

DAMODARAN, Aswath. **Corporate finance**. New Jersey: Wiley, 1997.

DAY, G. S.; HEIL, O. P.; REIBSTEIN, D. J. Signaling to Competitors. In: DAY, G. S. et alii (Editors). **Wharton on Dynamic Competitive Strategy**. New York: John Wiley & Sons, 1997.

DIAS, M.; TELES, A. e DUZERT, Y. Will Boeing succeed with the Embraer acquisition operation, despite the Brazilian Federal Government golden share

veto? **International Journal of Business and Management Review** v. 6, n. 2, pp. 55-64, Mar, 2018.

ELLSWORTH, E. Capital markets and competitive decline. **Havard Business Review**, September/October, 1985, pp. 171-183.

FALKENSTEIN, E. Preference for stock characteristics as revealed by mutual fund portfolio holdings, **Journal of Finance**, v.51 n.1, pp. 111-135, 1996.

FAMA, E. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, pp. 288-307, 1980.

_____. **Journal of Finance**, Cambridge, v.46, n.5, pp.1575-1618, December, 1991

FAMA, E. F.; JENSEN, M. Organizational forms and investimento decisions. **Journal of Financial Economics**, pp. 101-119, April, 1985.

FINN, F. J. **Internal performance evaluation of managed investment funds**. Doctoral Dissertation, University of Queensland, 1981.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: Produtos e Serviços**. 22a. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2020.

FREZATTI, Fábio. Valor da empresa: avaliação de ativos pela abordagem do resultado econômico residual. São Paulo: **Caderno de Estudos**. v.10, n. 19, FIP-PECAFI/USP, 1998.

FROOT, K.A., PEROLD, A.F., STEIN, J.C. Shareholder trading and corporate investment horizons. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 5, n. 2, pp. 42-58, 1992.

GNIEWOSZ, G. The share investment decision process and information use: An exploratory case study. **Accounting and Business Research**, v. 20, n. 3, pp.223-230, 1990.

GOMPERS, P.; METRICK, A. Institutional investors and equity price. **Quarterly Journal of Economics**, v. 116, n. 1, pp. 229-259, 2001.

GOVINDARAJAN,Vijay; RAJGOPAL,Shivaram; SRIVASTAVA, Anup e ENACHE, Luminita. Should Dual-Class Shares Be Banned?. **Harvard Business Review**, Dezembro, 2018.

GRAVES, S. Institutional ownership and corporate R&D in the computer industry. **Academy of Management Strategy**, v. 31, pp.417-428, 1988.

GRAVES, S. e WADDOCK, S. A. Institucional Owners and corporate social performance. **Academy of Management Journal**, v. 37, pp. 1034-1046, 1994.

HANSEN, G. S. e HILL, C. W. Are institutional investors myopic? A time series study of four technology driven industries. **Strategic Management Journal**, v. 9, pp. 577-590, 1991.

HELLMAN, N. Can we expect institutional investors to improve corporate governance?. **Scandinavian Journal of Management**. v. 21, pp. 293-327, 2005.

HIRSCHMAN, A. **Exit, voice and loyalty**. Cambridge MA: Harvard University Press, 1970

JOHANSSON, S.E.; ÖSTMAN, L. **Accounting theory** - integrating behavior and measurement. London: Pitman Publishing, 1995.

KOH, P. S. Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 26, pp. 267 -299, 2007.

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. 54, pp. 471-517, 1999.

_____. Investor Protection and Corporate Valuation. **The Journal of Finance**, v. 42, n. 3, Junho, 2002.

LERNER, E.M. **Managerial finance: a systems approach**. New York: Harcourt Brace Jovanovich, International Edition, 1971.

LEUNG, Mary; TUNG, Rocky. **Dual-class shares: the good, the bad, and the ugly**. A review of the debate surrounding dual-class shares and their emergence in Asia Pacific. Charlottesville, Vancouver: CFA Institute, Aug. VA, 2018.

MATSUNAGA, S.R. e PARK, C.W. The effect of missing a quarterly earnings benchmark on the CEO's annual bonus. **The Accounting Review**, v.76, n. 3, pp. 313-332, 2001.

MURPHY, K.J., Executive Compensation. In: Ashenfelte, O., Card, D. (Eds.), **Handbook of Labor Economics**, v. 3. North-Holland, Amsterdam, pp. 2485-2563, 1999.

OAK, S.; DALBOR, M.C. Institutional investor preferences for lodgings stocks. **International Journal of Hospitality Management**, v. 27, pp. 3, n. 11, 2008.

O'BARR, W. M.; CONLEY, J. M. **Fortune and folly: the wealth and power of institutional investing**. Homewood: Business One Irwin, 1992.

PELA, Juliana Krueger. Golden shares. In: **Enciclopédia jurídica da PUC-SP**. Tomo: Direito Comercial. Fábio Ulhoa Coelho, Marcus Elidius Michelli de Almeida (coord. de tomo). 1. ed. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2018.

PEREZ, M.; MARTINS, R. C. S. Decifrando a geração de valor ao acionista. In: **ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXIX**. Brasília. Anais do XXIX ENANPAD, Setembro, 2005.

PORTER. Capital choices: Changing the way America invests in industry. **Journal of Applied Corporate Finance**, v.5, n.2, pp. 4-16, 1992.

PUFFER, S.M., WEINTROP, J.B. Corporate performance and CEO turnover: The role of performance expectations. **Administrative Science Quarterly**, v.36, March, pp. 1-19, 1991.

RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista**. São Paulo: Atlas, 2001.

REQUIÃO, R.. **Curso de direito comercial**. 30ª ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito concorrencial: As estruturas**. São Paulo, ed. Malheiros, 1998.

SANTOS, Gilberto Couto. **Reação de Mercado de Capitais Brasileiro à Anúncios de Planos de Investimento de Curto e Longo Prazo**. 2009. 214f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal de Santa Catarina. Programa de Pós-graduação em Administração, Santa Catarina, 2009.

SHERMAN, H.; BELDONA, S. e JOSHI, M.P. Institutional Investor Heterogeneity: implications for strategic decisions. **Corporate Governance**, v. 6, n. 3, pp. 163-173, July, 1998.

SOUSA, Almir F. **Fatores que contribuem para a empresa agregar valor**. Tese (Livre-Docência) - FEA/USP, 2002.

STERNBERG, E. The stakeholder concept: a mistaken doctrine. Foundation for Business Responsibilities. Leeds, **Issue Paper**, n.4, November, 1999.

STREBULAEV, ILYA A. Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say? **The Journal of Finance**, v.62, n. 4, Aug, 2007, pp. 1747-1787.

SUNDARAM, Anant K.; INKPEN, Andrew C. The corporate objective revisited. **Organization Science**, v. 15, n. 3, pp. 350-363, 2004

TESOURO NACIONAL. SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. TRANSPARENTE. TEMAS. ATIVO DA UNIÃO. EMPRESAS ESTATAIS. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/temas/ativos-da-uniao/empresas-estatais#:~:text=Empresas%20estatais%20s%C3%A3o%20aquelas%20em,privados%20na%20forma%20de%20a%C3%A7%C3%B5es>). Acesso em: 18 de mar de 2024.

USEEM, M. **Investor capitalismóhow money managers are changing the face of corporate America**. New York: Basic Books, 1996.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Considerações sobre o sistema financeiro, crises, regulação e re-regulação.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 47, n.1, ja/dez. 2008, p. 9-31

Recebido em: 29/04/2023

Aprovado em: 10/04/2024