

O PRINCÍPIO DO *ONE SHARE/ONE VOTE* E O DESPRESTÍGIO DAS AÇÕES PREFERENCIAIS: AS EXPERIÊNCIAS EUROPEIA E BRASILEIRA

THE ONE SHARE/ONE VOTE RULE, AND THE DISREPUTE OF THE PREFERRED STOCK:
THE EUROPEAN AND BRAZILIAN CASES

Bárbara Menezes Monduzzi¹

Resumo

O presente trabalho visa discutir se de fato, existiria uma tendência de convergência das legislações nacionais no sentido do princípio do *one share/ one vote*. As conclusões aqui apresentadas levam em consideração a experiência europeia, bem como o exemplo do Novo Mercado da BMF/BOVESPA, ao qual apenas podem estar listadas companhias cujo capital esteja dividido em ações ordinárias, cada qual com o direito a um voto, de acordo com o seu regulamento.

Palavras chave: Ações preferenciais. *Breakthrough rule*. Direito Europeu das Sociedades. Novo Mercado. Ofertas públicas de aquisição. *One share/ one vote*. *Takeover*.

Abstract: The present work aims to discuss if there is in fact a convergence of different national legislation in regard of the one share/one vote rule. The conclusions here presented take into consideration the European case, as well as the example of the Brazilian New Market, in which can be listed only corporations with capital stock entirely represented by ordinary stocks, according to its statute.

Keywords: Preferred stock. Breakthrough rule. European Corporate Law. New Market. Takeover bid. One share/ one vote.

INTRODUÇÃO

O princípio do *one share/ one vote* é a norma segundo a qual a cada ação de emissão de uma companhia deveria corresponder o direito a um voto em suas assembleias, promovendo, assim a proporcionalidade entre a participação no capital e o controle societário.

Na Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu de 21 de maio de 2003, apresentou-se como um dos objetivos de médio e longo prazo para o Direito Europeu das Sociedades “instituir uma verdadeira democracia dos acionistas na UE”², representada pelo princípio do *one share/ one vote*.

A Comissão, à época, constatou que esse princípio é prestigiado por diversos dos sistemas legislativos dos estados membros, apesar de haver casos em que se permite

¹ Graduada em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais (2007). Mestranda em Direito Empresarial pela Universidade Federal de Minas Gerais (2014). Especialista em Direito de Empresa pelo Instituto de Educação Continuada da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (2009). Advogada associada do escritório Campos Fialho Canabrava Borja Andrade Salles Advogados. E-mail: bamonduzzi@gmail.com.

² COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS. *Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu – Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia – Uma estratégia para o futuro*. Bruxelas, 21 mai. 2003. Disponível em <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:PT:PDF>>. Acesso em: 16/03/2016. P. 16.

alguma flexibilidade de sua aplicação, conforme o contexto. Além disso, relatou a Comissão que esse mesmo princípio recebe um tratamento mais restrito em códigos elaborados por organismos que buscam defender os interesses dos investidores, os quais, pode-se afirmar, tendem a promover as chamadas boas práticas de governança corporativa. Sugeriu, por fim, que quaisquer medidas no sentido de regulamentar com mais eficácia o princípio do *one share/ one vote* deveriam ser precedidas de estudos empíricos específicos³.

De fato, tal qual relatado pela Comissão, observa-se uma tendência dos organismos autorregulatórios em privilegiar o princípio do *one share/ one vote*⁴, podendo ser citado o exemplo do Novo Mercado da BMF/BOVESPA, ao qual apenas podem estar listadas companhias cujo capital esteja dividido em ações ordinárias, cada qual com o direito a um voto, de acordo com o seu regulamento⁵.

Independentemente do interesse de tornar cogente ou não o princípio do *one share/ one vote*, ou da forma em que ele costuma aparecer nos diferentes sistemas jurídicos, fato é que parece haver uma certa harmonia do seu prestígio e aplicação.

Neste artigo, buscar-se-á, a partir das experiências europeia e brasileira, posicionar o princípio do *one share/ one vote* e identificar os indícios que demonstram ser ele mesmo uma tendência evolutiva do Direito Societário.

1. A POSIÇÃO DO PRINCÍPIO DO *ONE SHARE/ONE VOTE* NO DIREITO EUROPEU DAS SOCIEDADES

Quando da aprovação da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição, a discussão acerca do princípio do *one share/ one vote* estava em evidência.

Isso porque, com vistas a proteger as minorias acionárias e privilegiar a razão de proporcionalidade entre poder e controle, foram objeto de debate três regras que “positivariam” o princípio do *one share/ one vote*.

Tratam-se das regras constantes do art. 9º e do art. 11, nºs 3 e 4, da Diretiva, essa última (nº 4 do art. 11) com o nome de *breakthrough rule*.

A primeira delas, constante do art. 9º, estabelece que, no período em que estiver pendente uma oferta pública de aquisição, o órgão de administração é obrigado a obter da assembleia geral autorização prévia para empreender quaisquer medidas suscetíveis de

³ Esforços nesse sentido podem ser observados nos estudos apresentados por Adams e Ferreira, no seguinte trabalho: ADAMS, Renee B. and FERREIRA, Daniel, *One Share, One Vote: The Empirical Evidence* (December 2007). ECGI - Finance Working Paper No. 177/2007. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=987488>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.987488>>. Acesso em: 16/03/2016.

⁴ HERTIG, Gerard, MCCAHERY, Joseph A.. *Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition?* (August 2003). ECGI - Law Working Paper No. 12/2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=438421>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.438421>>. Acesso em: 16/03/2016.

ENRIQUES, Luca, GILSON, Ronald J., PACCES, Alessio M.. *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)* (May 1, 2013). ECGI - Law Working Paper No. 212; Columbia Law and Economics Working Paper No. 450; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 444. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2258926>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2258926>>. Acesso em: 16/03/2016.

⁵ Vide referência 31.

conduzir à frustração da oferta, e, igualmente, para proceder qualquer emissão de valores mobiliários com o objetivo de impedir, de forma duradoura, que o ofertante assumira o controle da sociedade visada.⁶ Tal decisão, portanto, de acordo com a norma, não poderia ficar a cargo dos órgãos da administração, devendo ser deferida à assembleia de acionistas.

A regra do nº 3 do art. 11, por sua vez, estabelece que as restrições em matéria de direito de voto previstas nos Estatutos das companhias, em contratos celebrados entre as companhias e seus acionistas, ou em contratos celebrados entre os próprios acionistas ficarão sem efeito na assembleia geral que for convocada para decidir sobre eventuais medidas de defesa contrárias a tomada de controle sugeridas pelos órgãos da administração, nos termos do art. 9º da Diretiva. Igualmente, os valores mobiliários com voto plural, nessa mesma assembleia, terão direito a um único voto.

De uma forma geral, funcionaria da seguinte maneira: aos acionistas caberia decidir – computando-se os votos de forma paritária entre participação no capital e controle – sobre a continuidade ou não de uma oferta pública de aquisição.

Já a *breakthrough rule*, constante do nº 4 do art. 11, estabelece que não são aplicáveis as restrições à transmissão de valores mobiliários e ao direito de voto, nem mesmo os direitos especiais de acionistas no que diz respeito à nomeação ou destituição de membros do órgão de administração previstos nos estatutos da sociedade visada, se, na sequência de uma oferta pública de aquisição, o ofertante detiver pelo menos 75% (setenta e cinco) do capital com direito de voto. Além disso, nessas mesmas circunstâncias, os valores mobiliários com voto plural terão um único voto na primeira assembleia geral de acionistas subsequente ao encerramento da oferta convocada pelo ofertante a fim de alterar o Estatuto da sociedade ou de destituir ou nomear membros do órgão de administração.

As recomendações iniciais do *high level group*⁷ no tocante a essa última regra eram de que o ofertante que adquirisse o montante mínimo de 75% (setenta e cinco) do capital com direito de voto poderia transpor (*break through*) quaisquer mecanismos ou estruturas anteriormente estabelecidas pelo Estatuto ou outros instrumentos contratuais para, assim, consolidar o seu controle.

Essas regras buscariam conferir ou “devolver” aos acionistas, em determinadas situações, o poder de decidir sobre o futuro da companhia, com fundamento no princípio da proporcionalidade.

Cumprido ressaltar, no entanto, que a Diretiva autorizou aos Estados Membros que reservassem o direito de não exigir de suas companhias o cumprimento das regras do art. 9º, que manda levar à assembleia geral dos acionistas a decisão sobre a adoção de medidas protetivas contrárias à tomada de controle, e do art. 11, que traz mecanismos para garantir o *one share/ one vote*, acima mencionados.

⁶ Art. 9º. Deveres do órgão de administração da sociedade visada. (...) (2) No período referido no segundo parágrafo, o órgão de administração da sociedade visada é obrigado a obter a autorização prévia da assembleia-geral de accionistas para o efeito antes de empreender qualquer acção susceptível de conduzir à frustração da oferta, exceptuando a procura de outras ofertas e, nomeadamente, antes de proceder a qualquer emissão de valores mobiliários susceptível de impedir de forma duradoura que o oferente assumira o controlo da sociedade visada.

⁷ Grupo de *experts* em Direito Europeu das Sociedades.

Não obstante a ausência de imperatividade da Diretiva quanto ao princípio do *one share/ one vote*, observa-se que essa norma também é encarada sob outra perspectiva, qual seja, a da garantia das liberdades fundamentais da União Europeia. Nesse sentido, insurge a aplicação do princípio da livre movimentação de capitais, constante do art. 63⁸ do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (versão consolidada com o Tratado da União Europeia; doravante “Tratado”), esse sim com força vinculante estrita para a totalidade dos Estados Membros.

Guido Ferrarini lembra que, apesar de a *breakthrough rule*, por força do art. 11 (7)⁹ da Diretiva, não ser aplicável a *golden shares* e direitos similares conferidos a Estados-Membros, os julgamentos do Tribunal de Justiça acerca do tema são relevantes para a discussão do *one share/ one vote*, uma vez que a utilização daqueles mecanismos representam um afastamento deste princípio.

Tanto no caso das *golden shares* – que se referem ações com direitos especiais previstos no Estatuto, emitidas pelas companhias aos Estados-Membros em companhias privatizadas –, quanto na hipótese de direitos especiais previstos na lei nacional, o problema que emerge é de compatibilidade dos direitos especiais dos Estados-Membros com as normas previstas no Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia. Dependendo dos direitos conferidos aos Estados-Membros, alguma das liberdades fundamentais da União Europeia poderia, como resultado, ser infringida.¹⁰

Um exemplo dessa abordagem é a interpretação do Tribunal de Justiça da União Europeia sobre o caso Volkswagen, da Comissão das Comunidades Europeias contra a República Federal da Alemanha¹¹, que constitui uma das decisões mais emblemáticas no âmbito das ações de incumprimento.

Quando da privatização das participações sociais da então sociedade por quotas Volkswagenwerk, a legislação alemã estabeleceu, por derrogação das regras gerais das

⁸ Art. 63. (1) No âmbito das disposições do presente capítulo, são proibidas todas as restrições aos movimentos de capitais entre Estados-Membros e entre Estados-Membros e países terceiros. Antigo art. 56 do Tratado da Comunidade Europeia.

⁹ Art. 11. (...) (7) O presente artigo não se aplica no caso de os Estados Membros serem titulares de valores mobiliários na sociedade visada que lhes confiram direitos especiais que sejam compatíveis com o Tratado, no caso de direitos especiais previstos na lei nacional que sejam compatíveis com o Tratado, nem no caso de empresas cooperativas.

¹⁰ The breakthrough rule does not apply to golden shares and similar rights. Article 11(7) specifies it, firstly, with regard to “securities in the offeree company which confer special rights on the Member States ...”; secondly, with respect to “special rights provided for in national law ...”. The first concept refers to golden shares as originally adopted in the UK, where the articles of association of privatized companies used to provide for the issuance of special shares to the State. The second concept refers to the practice of privatisations in countries like France and Italy, where the law foresees that special rights (similar to those deriving from golden shares) may be attributed to the State with respect to privatized companies. In both cases, a problem arises of compatibility of the Member State’s special rights with the EC Treaty. To the extent that a Member State is entitled, for instance, to authorize either transfers of control in the relevant company or mergers of the same with another company, the fundamental freedoms of the Treaty may be restricted as a result. FERRARINI, Guido A.. *One Share - One Vote: A European Rule?* (January 2006). ECGI - Law Working Paper No. 58/2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=875620>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.875620>>. Acesso em 16/03/2016. P. 19.

¹¹ TRIBUNAL DE JUSTIÇA DA UNIÃO EUROPEIA. Acórdão do processo C-112/05, de 23 out. 2007. Disponível em <<http://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=70710&pageIndex=0&doclang=PT&mode=lst&dir=&oc c=first&part=1&cid=283048>>. Acesso em 16/03/2016.

sociedades, que: **(i)** um acionista cujo montante do nominal superasse 1/5 do capital, só pode exercer o direito de voto correspondente a 1/5 do capital; **(ii)** a República Federal da Alemanha e o *Land* da Baixa Saxônia, desde que sejam acionistas da sociedade, podem designar, cada um, dois membros do conselho geral de supervisão; **(iii)** as deliberações da assembleia geral, para cuja aprovação a Lei das Sociedades Anônimas exija uma maioria de pelo menos 75% (setenta e cinco por cento) do capital social representado na assembleia geral, têm de ser aprovadas por maioria superior a 80% (oitenta por cento) do capital social representado na assembleia geral.

Tais medidas, conforme alegou a Comissão ao Tribunal, ao estabelecer restrições ao direito de voto e criar privilégios para determinados acionistas, seriam suscetíveis de dissuadir os investimentos diretos e, por conseguinte, constituiriam restrições à livre circulação de capitais na acepção do então artigo 56º CE, atual art. 63 da versão consolidada do Tratado.

Essa interpretação foi ratificada pela referida Corte, que decidiu da seguinte forma em 23 de outubro de 2007:

Esta situação, porque limita a possibilidade de os outros accionistas participarem na sociedade, para criar ou manter laços económicos duradouros com esta que permitam uma participação efectiva na sua gestão ou no seu controlo, é susceptível de dissuadir os investidores directos doutros Estados-Membros, ao reduzir o interesse na aquisição de uma participação no capital da referida sociedade, e constitui, por conseguinte, uma restrição aos movimentos de capitais.¹²

Observa-se que não constitui uma das premissas do acórdão a circunstância real de as regras alemãs estarem efetivamente impedindo a livre circulação de capitais em caráter transnacional em um determinado caso concreto. Ademais, a decisão produziu efeitos para a totalidade dos acionistas, indistintamente.

São inúmeras outras decisões que¹³, sob a perspectiva da garantia das liberdades fundamentais, ultrapassam a mera eliminação de tratamento desigual baseado apenas na nacionalidade, para adentrar numa discussão maior, sobre as tendências evolutivas do Direito das Sociedades.

2. O PRINCÍPIO DO ONE SHARE/ONE VOTE COMO UMA DAS “TENDÊNCIAS EVOLUTIVAS” DO DIREITO DAS SOCIEDADES A PARTIR DA EXPERIÊNCIA EUROPEIA

O estado da arte do *one share/ one vote* no âmbito do Direito Europeu das Sociedades instiga a pergunta sobre se existiria uma tendência em privilegiá-lo, ou seja, se esse princípio seria ou não uma das convergências evolutivas do Direito Societário como um todo.

¹² TRIBUNAL DE JUSTIÇA DA UNIÃO EUROPEIA. Acórdão do processo C-112/05, de 23 out. 2007. Disponível em <<http://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=70710&pageIndex=0&doclang=PT&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=283048>>. Acesso em 16/03/2016.

¹³ ECJ 13.5.2003 – Case C-98/01 Commission v. United Kingdom, ECR 2003, I-4641; 13.5.2003 – Case C463/00 Commission v. Spain; 4.6.2002 – Case C-503/99 Commission v. Belgium, ECR 2002, I-4809; 4.6.2002 – Case C-483/99 Commission v. France, ECR 2002, I-4781; 4.6.2002 – Case 367/98 Commission v. Portugal, ECR 2002, I-4731; 23.5.2000 – Case C-58/99 Commission v. Italy, ECR 2000, I-3811.

Apesar de, como visto, as regras do art. 11º estarem sob o regime facultativo do art. 12¹⁴ da Diretiva, em razão das *diferenças nos mecanismos e estruturas do direito das sociedades dos Estados-Membros*¹⁵, o que faz com que seus efeitos sejam, nas palavras de Guido Ferrarini, desprezíveis, muito se discutiu e ainda se discute se o *one share/ one vote* seria ou não um princípio do Direito Europeu das Sociedades¹⁶.

Mesmo esposando a opinião de que o princípio não deve ser tomado de forma absoluta, esse mesmo autor aponta quatro razões que justificam a continuidade dos debates em torno do *one share/ one vote*: **(i)** prestígio da regra do *one share/ one vote* por investidores institucionais, fato que se depreende inclusive de diversos códigos de governança corporativa; **(ii)** a intenção declarada pela Comissão na Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu de 21 de maio de 2003 de estudar as consequências práticas da implementação do princípio da proporcionalidade do capital e controle; **(iii)** a observada convergência ao padrão anglo-americano, que inclui a tendência de se observar a regra do *one share/ one vote*; e **(iv)** a existência de desvios significantes do princípio do *one share/ one vote* em alguns Estados membros, a exemplo da Suécia e França, o que representa um desafio à harmonização e lança o debate sobre a utilização de medidas protecionistas e contrárias, por conseguinte, ao princípio da livre circulação de capitais.¹⁷

Primeiramente, tome-se o prestígio da regra do *one share/ one vote* por investidores institucionais.

O princípio do *one share/ one vote* é um dos mecanismos de governança corporativa disponíveis no Direito Societário¹⁸, sendo comumente identificado, como visto acima, no contexto da regulação das ofertas públicas de aquisição (*takeovers*).

¹⁴ Art. 12. Regime facultativo (1) Os Estados-Membros podem reservar o direito de não exigir que as sociedades a que se refere o n. o 1 do artigo 1º, com sede social nos respectivos territórios, apliquem o disposto nos n. os 2 e 3 do artigo 9º, e/ou no artigo 11º.

¹⁵ Premissa de nº 21 da Diretiva: “(21) Tendo em conta as diferenças nos mecanismos e estruturas do direito das sociedades dos Estados-Membros, estes deverão ser autorizados a não exigir às sociedades estabelecidas nos respectivos territórios que apliquem as disposições da presente directiva que limitam os poderes do órgão de administração de uma sociedade visada durante o prazo de aceitação da oferta, nem as disposições que tornam ineficazes as limitações previstas nos estatutos da sociedade ou em acordos específicos. Neste caso, os Estados-Membros deverão, pelo menos, dar às sociedades estabelecidas nos respectivos territórios a opção — que deve ser reversível — de aplicar estas disposições. Sem prejuízo dos acordos internacionais em que a Comunidade Europeia é parte, os Estados-Membros deverão ser autorizados a não exigir que as empresas que apliquem estas disposições ao abrigo do regime facultativo as apliquem quando forem alvo de ofertas lançadas por sociedades que não apliquem as mesmas disposições ao abrigo do referido regime facultativo.”

¹⁶ “As a result of similar critiques and, above all, of the pressure exercised by powerful interest groups, including some prominent families of European capitalism, the Winter Group’s recommendations had limited influence on the European Takeover Directive. The break-through rule included in this Directive is a default rule, as I better explain in sec. III, para. 2: Member States can opt-out of it, while listed companies will be allowed to opt-in. As a result, the rule’s impact will be negligible. Yet, the discussion on one share – one vote is bound to continue in Europe, for several reasons.” FERRARINI, Guido A.. *One Share - One Vote: A European Rule?* (January 2006). ECGI - Law Working Paper No. 58/2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=875620>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.875620>>. Acesso em: 16/03/2016. P. 05.

¹⁷ FERRARINI, Guido A.. *One Share - One Vote: A European Rule?* (January 2006). ECGI - Law Working Paper No. 58/2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=875620>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.875620>>. Acesso em: 16/03/2016. P. 06.

¹⁸ “‘One-share, one-vote’, a bedrock principle of Anglo-Saxon corporate governance, is back in the spotlight. Except this time the aim is to diminish its application rather than to extend its global footprint. Rising short-termism among investors — which threatens to destabilize both companies and the wider economy — is

Henriques, Gilson e Paces sugerem que as regras padrão (*default rules*) de governança corporativa – às quais a companhias poderiam optar por seguir ou justificadamente se afastar – deveriam ser pró-acionista minoritário. Não afirmam, entretanto, que essa escolha justifica-se pela necessidade de proteção do acionista minoritário, mas sim porque, numa oferta inicial de ações, os acionistas tendem a apenas ser persuadidos a abrir mão de regras de proteção caso elas sejam mais eficientes¹⁹. Assim, prestigiar as regras pró-acionistas minoritários gera, por si só, resultados mais eficientes. O controle é feito de forma privada, tendo em vista seus aspectos econômicos. O direito apenas deveria se preocupar em garantir a simetria informacional, reduzindo, assim, os custos de transação.

Além disso, os desvios do *one share/ one vote* estão normalmente ligados à sistemas jurídicos com insuficiente proteção ao acionista minoritário, o que facilita uma estrutura de privilégios e abusos, com a qual os investidores institucionais não tem interesse em compactuar.²⁰

Verifica-se, assim, que na maioria dos casos, privilegiar o princípio do *one share/ one vote* traz resultados mais eficientes, a partir de sua análise econômica.

Parece estar nesse ponto a razão de ser da preferência dos investidores institucionais em alocar seus recursos em companhias que privilegiem o *one share/ one vote*, bem como a razão da comum identificação de regras com esse conteúdo em códigos públicos e privados (*self-regulatory*) de governança corporativa.

Em segundo lugar, Ferrarini relata que a Comissão iria estudar consequências práticas da implementação do princípio da proporcionalidade entre capital e controle. A esse respeito, tomem-se estudos e debates acerca da necessidade ou não de regulamentação da governança corporativa em nível europeu.

Os objetivos do Direito Europeu das Sociedades, são, de acordo com o art. 50, par. 2, (g), do Tratado, essencialmente (i) desenvolver e implementar mecanismos de Direito Societário que aumentam a eficiência e a competitividade dos negócios desenvolvidos na Europa; e (ii) estimular o crescimento econômico e promover a estabilidade financeira. O

prompting a reconsideration of the principle that all shareholders should have equal say”. WONG, Simon C. Y., *Rethinking “One Share, One Vote”*, Harvard Business Review, 19 jan. 2013. Disponível em: <http://blogs.hbr.org/cs/2013/01/rethinking_one_share_one_vote.html>. Acesso em: 16/03/2016.

¹⁹ “We then extend the unbiased approach to the provisions that are more important in the presence of a controlling shareholder, where takeovers are typically friendly. In this context we argue that the rules mainly affecting the takeover decision should be pro-minority shareholders by default, not because we believe that minority shareholders will more often be in need of protection, but because we believe that they can be persuaded to give up protection only if this is efficient. Two prominent applications of this reasoning are a one-share-one-vote default (hereinafter 1S1V) and a rule conferring upon minority shareholders the right to sell their shares at the same price as the outgoing controller.” ENRIQUES, Luca, GILSON, Ronald J., PACCES, Alessio M.. *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)* (May 1, 2013). ECGI - Law Working Paper No. 212; Columbia Law and Economics Working Paper No. 450; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 444. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2258926>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2258926>>. Acesso em: 16/03/2016. P. 6.

²⁰ “However, dual-class structures generate agency costs which increase with the size of the wedge between control rights and cash-flow rights, as shown by both theoretical and empirical studies. These agency costs are higher in countries where investor protection is weaker”. FERRARINI, Guido A.. *One Share - One Vote: A European Rule?* (January 2006). ECGI - Law Working Paper No. 58/2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=875620>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.875620>>. Acesso em: 16/03/2016. P. 24.

high level group recomenda, nesse sentido, que seja discutido até que ponto a regulamentação da governança corporativa poderia alcançar esses objetivos em nível comunitário.²¹ Isso porque o interesse em se promover harmonização e convergência, entretanto, não significa ser necessária a atuação legislativa em nível europeu.

Por essa razão, o *high level group* aponta três razões para que se acredite que a limitação da atuação legislativa comunitária torne mais eficiente o processo de harmonização do Direito Europeu das Sociedades: **(i)** a harmonização espontânea tende a ser mais eficiente; **(ii)** a subsidiariedade deve ser encarada como princípio básico da legislação da UE; **(iii)** o procedimento legislativo em nível comunitário é precário/insuficiente.²²

Dessa forma, a governança corporativa deveria estar regulada em *soft law*, ou seja, no âmbito do “cumpra ou explique” (*comply or explain basis*). O *soft law* apresenta, portanto, duas feições: **(i)** existência de regra cogente para a maior parte das companhias de informar a extensão do cumprimento das normas e explicar os pontos de não cumprimento; e **(ii)** o fardo de tomar as medidas com relação ao que não foi cumprido fica nas mãos dos acionistas. A harmonização, assim, seria alcançada de forma espontânea, dentro do mercado comum, e eficiente, da medida em que se evitaria a imposição de uma regra rígida que não necessariamente é ótima em 100% (cem por cento) dos casos.

Assim, apesar da ausência de imperatividade do *one share/ one vote* na Diretiva sobre ofertas públicas de aquisição, o simples fato de ter sido ela inserida como regra padrão, cujo afastamento defende-se que seja justificado, faz com que alguns autores já a identifiquem como princípio do Direito Europeu das Sociedades. H. Hirte, por isso, argumenta que a Diretiva sobre ofertas públicas de aquisição, ao estabelecer regras de transparência acerca da estrutura de controle das companhias (art. 10), tem um grande impacto no sentido de harmonizar o Direito Europeu das Sociedades, fazendo com que o *one share/ one vote* tenha se tornado um padrão europeu.²³ Ou seja, de fato, mesmo no âmbito do *soft law*, há uma tendência em se privilegiar essa norma, ainda que estejam longe de terminar as discussões sobre se ela seria ou não um princípio efetivo ou aspiracional.

Em terceiro lugar alguns estudos demonstram que os países europeus estão, aos poucos, convergindo para um sistema de governança corporativa mais parecido com o anglo-americano, que privilegia o *one share/ one vote*.²⁴ A primeira prova disso é o declínio das

²¹ BÖCKLI, Peter, DAVIES, Paul L., FERRAN, Eilis, FERRARINI, Guido A., GARRIDO GARCIA, José M., HOPT, Klaus J., PIETRANCOSTA, Alain, PISTOR, Katharina, SKOG, Rolf Skog R., SOLTYSINSKI, Stanislaw, WINTER, Jaap W. and WYMEERSCH, Eddy O., *The Future of European Company Law* (May 1, 2012). Columbia Law and Economics Research Paper No. 420. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=2075034>> or <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2075034>>. Acesso em: 16/03/2016. P. 01.

²² DAVIES, Paul L., HOPT, Klaus J., FERRARINI, Guido A., PIETRANCOSTA, Alain, SKOG, Rolf Skog R., SOLTYSINSKI, Stanislaw, WINTER, Jaap W. and WYMEERSCH, Eddy O.. *European Company Law Experts' Response to the European Commission's Green Paper 'The EU Corporate Governance Framework'* (July 22, 2011). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1912548>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1912548>>. Acesso em: 16/03/2016. P. 02.

²³ HIRTE, Heribert. *The Takeover Directive - A Mini-Directive on the Structure of the Corporation: Is it a Trojan Horse?*. European Company and Financial Law Review Vol. 2, No. 1, 2005. Disponível em: SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=978473>>. Acesso em: 16/03/2016.

²⁴ GOERGEN, Marc, MARTYNOVA, Marina and RENNEBOOG, Luc, *Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reforms* (April 2005). ECGI - Law Working Paper No. 33/2005. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=709023> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.709023>.

ações com múltiplos direitos de voto na Europa: quando em 1990 metade dos Estados-Membros contavam com essa permissão, em 2004 apenas um quarto dos Estados-Membros ainda permitiam esse mecanismo. Em adição, a Alemanha e a Itália, por exemplo, aprovaram normativos no sentido de que restrições ao voto somente poderiam ser adotadas por companhias não listadas, além de proibirem, de uma forma geral, as ações com múltiplos direitos de voto. Já as ações sem direito a voto continuam a ser permitidas na maioria dos Estados-Membros, mas geralmente com alguma limitação do percentual sobre o capital. Em sua maioria, a limitação é igual à constante da lei brasileira: 50% do capital.²⁵

Finalmente, em quarto lugar, Ferrarini observa que ainda existiriam desvios importantes do princípio do *one share/ one vote*, os quais mantêm pungente a discussão sobre o tratamento do tema em nível europeu.

Klaus Hopt admite que a igualdade entre os acionistas e sua aplicação no âmbito do direito de voto é altamente controverso, tanto politicamente quanto teoricamente.²⁶

Politicamente porque são inúmeros os estados membro que possibilitam e fomentam o sistema de dupla categoria de ações (*dual-class of shares*). Teoricamente porque o argumento de parte dos economistas de que a obediência ou não do princípio do *one share/ one vote* é precificada no mercado ainda precisaria ser testado.

O Professor Luca Henriques, na Conferência “European Company Law: the way forward” ocorrida em Bruxelas nos dias 16–17 de maio de 2011, destacou que a regulamentação das ofertas públicas de aquisição é uma das formas principais de se promover a integração dos mercados, um dos propósitos principais da União Europeia²⁷. Também por isso, a frustração de ofertas públicas de aquisição no mercado comum também pode ser utilizada como uma medida protecionista.²⁸

Nesse contexto, o dualismo regulatório apresenta-se como uma opção para contornar as pressões políticas contrárias a reformas, por permitir que permaneça vigente o antigo regime e, ao mesmo tempo, possibilitar às companhias a adoção de um sistema paralelo que é mais eficiente.²⁹ De forma específica, existem propostas na União Europeia no

²⁵ FERRARINI, Guido A.. *One Share - One Vote: A European Rule?* (January 2006). ECGI - Law Working Paper No. 58/2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=875620>> or <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.875620>>. Acesso em: 16/03/2016. P. 27.

²⁶ HOPT, Klaus J.. *Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron* (January 1, 2007). AFTER ENRON, IMPROVING CORPORATE LAW AND MODERNISING SECURITIES REGULATION IN EUROPE AND THE U.S., pp. 445-496, J. Armour, J. A. McCahery, eds., Oxford (Hart), 2006; ECGI Law Working Paper No. 05/2002; ECGI Finance Working Paper. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=356102>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.356102>>. Acesso em: 16/03/2016. P. 451.

²⁷ HENRIQUES, Luca. *Conference on “European Company Law: the way forward” in Brussels on 16–17 May 2011.* Disponível em <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/conference201105/enriques_en.pdf>. Acesso em: 16/03/2016. P.01.

²⁸ DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, VAN DE WALLE DE GHELCKE, Emilie. *The Takeover Directive as a Protectionist Tool?* (February 17, 2010). ECGI - Law Working Paper No. 141/2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1554616>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1554616>>. Acesso em: 16/03/2016.

²⁹ GILSON, Ronald J., HANSMANN, Henry, PARGENDLER, Mariana. *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU* (March 1, 2010). Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 390; Columbia Law and Economics Working Paper No. 368; Yale Law & Economics

sentido de uma revisão da Diretiva sobre ofertas públicas de aquisição, a fim de adotar o dualismo regulatório em substituição do atual sistema de “regra padrão” (*default rules*).³⁰ A experiência brasileira demonstra sucesso nessa iniciativa, como se verá na seção adiante.

Já as medidas no sentido de garantir as liberdades europeias, notadamente a livre circulação de capitais permanecem a cargo do Tribunal de Justiça, que acabam por, caso a caso, analisar o mérito das restrições impostas pelos Estados-membros ao *one share/ one vote*, conforme já mencionado (e opinar se seriam elas justificáveis).

Independentemente da forma em que o tratamento legislativo do *one share/ one vote* irá evoluir, fato é que, atualmente, existe uma tendência em privilegiá-lo, ainda que não se possa afirmar que ele seja infalível.

O *one share/ one vote* passa a ser identificado como regra padrão e desejável. A própria tendência de, a partir de uma regra de transparência, exigir-se justificativas quanto ao desvio de seus termos acaba por fortalecê-lo.

3. AS AÇÕES PREFERENCIAIS SEM DIREITO A VOTO E O PRINCÍPIO DO *ONE SHARE/ ONE VOTE*: A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA

Como já mencionado, as ações sem direito a voto representam um desvio do princípio do *one share/ one vote*. Tal é o caso das ações preferenciais sem direito a voto, amplamente conhecidas no sistema jurídico brasileiro.

Assim como constatado na experiência europeia, segundo a qual os investidores costumam identificar como mais eficientes os investimentos em companhias que privilegiem o *one share/ one vote*, reproduzindo regras dessa natureza em códigos privados (*self-regulatory rules*), o mesmo fenômeno pode ser observado no Brasil no que se refere ao Novo Mercado da BMF/BOVESPA.

Identificado esse comportamento nos investidores institucionais, e no sentido de atraí-los para o mercado brasileiro, a BMF/BOVESPA criou um mercado paralelo, cujos participantes se comprometeriam ao cumprimento das práticas de governança corporativa estabelecidas em seu regulamento.³¹

Research Paper No. 399; ECGI - Law Working Paper No. 149/2010; Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 80. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1541226>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1541226>>. Acesso em: 16/03/2016. P. 04.

³⁰ ENRIQUES, Luca, GILSON, Ronald J., PACCES, Alessio M.. *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)* (May 1, 2013). ECGI - Law Working Paper No. 212; Columbia Law and Economics Working Paper No. 450; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 444. Disponível em: SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=2258926>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2258926>>. Acesso em: 16/03/2016.

³¹ “At the core of the Brazilian approach is the creation, within the São Paulo Stock Exchange, of a “New Market” (Novo Mercado) for publicly traded securities that exists parallel to the pre-existing exchange institutions and regulations. The Novo Mercado, whose listing standards offer far more protection to noncontrolling shareholders than does the old regime, is open, on a voluntary basis, to both new and existing firms that are prepared to comply with its requirements. Meanwhile, the old regime remains available to both old and new firms as well.”. GILSON, Ronald J., HANSMANN, Henry, PARGENDLER, Mariana. *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU* (March 1, 2010). Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 390; Columbia Law and Economics Working Paper No. 368; Yale Law & Economics Research Paper No. 399; ECGI - Law Working Paper No. 149/2010; Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 80. Disponível em:

O objetivo da Bovespa, quando do lançamento do Novo Mercado, era mitigar as falhas quanto à proteção do investidor que estavam comprometendo o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro.

Assim, o item 3.1 (vi) do Regulamento do Novo Mercado favoreceu o princípio do *one share/ one vote* ao tratá-lo como uma das condições de alistamento nesse mercado paralelo:

O Diretor Geral da BOVESPA poderá conceder autorização para negociação no Novo Mercado para a Companhia que preencher as seguintes condições mínimas:

.....
(vi) tenha seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias, exceto em casos de desestatização, se se tratar de ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade do ente desestatizante, devendo referidos direitos ter sido objeto de análise prévia pela BOVESPA.³²

O requisito do *one share/ one vote* é identificado por alguns autores como a “figura central” do Novo Mercado da Bovespa.³³ Explicam esses autores que, “antes do Novo Mercado, a estrutura típica de controle das companhias abertas brasileiras apresentavam a simultânea presença de um acionista controlador e de um conjunto de acionistas minoritários completamente marginalizados”³⁴. E ainda completam, acerca das características históricas do mercado acionário brasileiro, que o tornavam pouco atrativo para investidores institucionais:

Por meio do uso indiscriminado de ações sem direito a voto e, em menor volume, estruturas piramidais, os acionistas controladores no Brasil tinham uma maioria significativa das ações votantes das companhias, mas tipicamente a minoria de direitos sobre o capital. Com efeito, o Brasil tinha, ao mesmo tempo, o maior número de companhias do mundo com duas classes de ações, e a maior desigualdade entre capital e controle. Em termos econômicos, esse padrão produzia dois tipos clássicos de problemas de agência corporativos – aqueles resultantes da abstenção de controle externo dos acionistas minoritários sobre a administração da companhia, e aqueles resultantes dos impulsos de se envolver em rombos e fraudes.³⁵

<<http://ssrn.com/abstract=1541226>> or <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1541226>>. Acesso em: 16/03/2016. P. 07.

³² BMF/BOVESPA. Regulamento do Novo Mercado.

³³ GILSON, Ronald J., HANSMANN, Henry, PARGENDLER, Mariana. *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU* (March 1, 2010). Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 390; Columbia Law and Economics Working Paper No. 368; Yale Law & Economics Research Paper No. 399; ECGI - Law Working Paper No. 149/2010; Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 80. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1541226>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1541226>>. Acesso em: 16/03/2016. P. 17.

³⁴ “Prior to the Novo Mercado, the typical ownership structure of a Brazilian publicly-traded company featured the simultaneous presence of a controlling shareholder and a thoroughly disenfranchised set of public shareholders.” Id. P. 17.

³⁵ “Through the extensive use of non-voting stock and, to a lesser extent, pyramidal structures, controlling shareholders in Brazil had a significant majority of a company’s voting rights, but typically a minority of its cash-flow rights.⁵³ Indeed, Brazil had both the world’s largest number of dual-class firms, and the largest average gap between cash-flow and voting rights. In economic terms, this ownership pattern produced two classical types of corporate agency problems – those resulting from the absence of any external check on the controlling shareholder’s performance in managing the firm, and those resulting from controlling shareholders’ incentives to engage in theft and tunneling”. Id. P. 17

Entretanto, ao mesmo tempo em que foi identificada a necessidade de promover uma ruptura com essas particularidades históricas, as pressões políticas eram realizadas no sentido da manutenção do antigo sistema, com todas as suas estruturas de privilégios, e retenção dos maiores benefícios privados do controle.³⁶

O dualismo regulatório como iniciativa da BOVESPA, uma instituição privada, nesses sentido, mostrou-se uma solução pouco ameaçadora para as elites que se opunham à reforma do sistema vigente³⁷. Além disso, para que a simples e injustificada não adesão das companhias existentes às novas regras não fosse vista com maus olhos pelo mercado, o novo sistema propôs, além do Novo Mercado, a criação de dois outros níveis de governança corporativa, de cuja participação demandaria um comprometimento mínimo das elites antirreformistas.³⁸

A completa adoção do sistema do *one share/ one vote* no Novo Mercado a partir da proibição das ações sem direito a voto trouxe, como benefício, a redução das oportunidades e, portanto, dos ímpetos do exercício abusivo do poder de controle. Isso se tornou possível a partir do momento em que (i) possibilitou-se ao acionista minoritário defender seus direitos dentro da companhia, e (ii) reduziu-se o hiato até então existente entre capital e controle.³⁹

“O dualismo regulatório tem uma ampla aplicação como forma de facilitar o crescimento econômico”⁴⁰. Acrescenta-se a essa afirmativa, a função do dualismo regulatório também no sentido de se colocar em evidência e privilegiar os regimes jurídicos que são considerados mais eficientes, ainda que, para tanto, não seja, inicialmente, realizada qualquer mudança legislativa para torná-lo imperativo.

³⁶ “Countries pursuing economic development confront a fundamental obstacle. Reforms that, by stimulating growth, will increase the size of the overall pie are blocked by groups that, having achieved economic success and therefore political influence under the existing regime, believe that their positions will be threatened by the growth-inducing reforms.” GILSON, Ronald J., HANSMANN, Henry, PARGENDLER, Mariana. *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU* (March 1, 2010). Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 390; Columbia Law and Economics Working Paper No. 368; Yale Law & Economics Research Paper No. 399; ECGI - Law Working Paper No. 149/2010; Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 80. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1541226>> or <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1541226>>. Acesso em: 16/03/2016. P. 03.

³⁷ “Given the alternatives, regulatory dualism can provide an attractive compromise from the elites’ standpoint, since it avoids the costs of blocking all reform, dilutes the costs of sweeping legal changes, and reduces the political pressure for more comprehensive reform.” Id. P. 05.

³⁸ “The goal of this graduated scale was to garner support from existing firms; it gave them the opportunity to receive a good corporate governance seal for taking part in the premium corporate governance standards – by moving up, if they chose, from the existing rules to Level 1 or Level 2 – while making few, or really none, of the meaningful concessions requisite for a Novo Mercado listing.” Id. P. 16.

³⁹ “The Novo Mercado’s prohibition of non-voting shares had two direct benefits: it reduced the opportunities for abuse by giving minority shareholders the ability to voice their concerns and to attempt to influence corporate action, and – by removing the substantial wedge between voting and cash-flow rights in most Brazilian public firms – it limited the controlling shareholders’ incentives for expropriation. A large shareholder could maintain control, but at the cost of maintaining a matching equity investment, which would then serve to better align the interests of controlling and minority shareholders. This meant that, apart from other listing requirements and enforcement measures, the very capital structure of Novo Mercado firms helped deter tunneling and self-dealing, thus contributing to the segment’s reputation for superior investor protection.” Id. P. 17/18.

⁴⁰ “...regulatory dualism has broad application as a means of facilitating economic growth.” Id. P. 27.

Com efeito, o Novo Mercado colocou em evidência os resultados de uma mudança da estrutura de controle nas companhias brasileiras simplesmente por criar um sistema de adesão voluntária que privilegia regras de governança corporativa, dentre elas, e em posição de destaque, o *one share/ one vote*.

Apesar de admitir-se que o Novo Mercado, em alguns anos, possa tornar-se o mercado padrão, o que dificultaria as mudanças em direção a normas ainda mais modernas, desencadeando novamente o processo ora descrito, espera-se que os resultados principais, na realidade, sejam outros. Acredita-se que, com o sucesso do Novo Mercado, e na medida em que o os benefícios decorrentes do crescimento econômico desencadeado pelo dualismo regulatório sejam experimentados pela população em geral, mais pessoas passem a apoiar e impulsionem as mudanças estruturais necessárias ao Direito Societário brasileiro como um todo.⁴¹

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Existe uma tendência de convergência das legislações nacionais no sentido do princípio do *one share/ one vote*. Corroboram essa afirmação os seguintes indícios:

- (i) Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição, apresenta o *one share/ one vote* como regra padrão (*default rules*);
- (ii) O Tribunal de Justiça Europeu identifica as eficiências do *one share/ one vote* no sentido de fazer valer as liberdades fundamentais europeias, notadamente a livre circulação de capitais;
- (iii) O *one share/ one vote* é identificado pelos investidores institucionais como uma norma desejável em suas companhias alvo;
- (iv) Os códigos de governança corporativa normalmente preveem a aplicação do *one share/ one vote* como uma boa prática de governança corporativa;
- (v) O *one share/ one vote* é eficiente na maior parte das circunstâncias concretas, mas não na totalidade delas;
- (vi) Os desvios do *one share/ one vote* estão normalmente ligados à sistemas jurídicos com insuficiente proteção ao acionista minoritário, o que facilita uma estrutura de privilégios e abusos;
- (vii) O interesse em se promover harmonização e convergência do *one share/ one vote* não significa ser necessária a atuação legislativa em nível europeu,

⁴¹ “Conversely, and more hopefully, the firms that succeed by virtue of the new standards may add to the political constituency supporting reform, as will the economic growth that is expected to come from reform. As capital markets become larger and more efficient, the number and size of the actors with a stake in their success – which include not only new companies and their investors, but also corporate lawyers, accountants, investment bankers, and corporate governance consultants – grows as well. 194 And as the general population benefits from economic growth, reform may gain support from broader constituencies. As a consequence, the creation of a privately organized dual regulatory regime may lead to broader reform through the legislative process, allowing a jurisdiction to break with the path-dependent nature of corporate law rules as an obstacle to capital markets development. In effect, successful reform catalyzes further reform.” GILSON, Ronald J., HANSMANN, Henry, PARGENDLER, Mariana. *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU* (March 1, 2010). Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 390; Columbia Law and Economics Working Paper No. 368; Yale Law & Economics Research Paper No. 399; ECGI - Law Working Paper No. 149/2010; Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 80. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1541226> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1541226>. Acesso em: 16/03/2016. P. 50/51.

- razão pela qual sua regulamentação por meio de *soft law* é mais eficiente no contexto europeu;
- (viii) Os sistemas normativos dos Estados-Membros estão convergindo no sentido para um sistema de governança corporativa mais parecido com o anglo-americano, que privilegia o *one share/ one vote*;
 - (ix) O dualismo regulatório apresenta-se como uma opção para contornar as pressões políticas contrárias a reformas, por permitir que permaneça vigente o antigo regime e, ao mesmo tempo, possibilitar às companhias a adoção de um sistema paralelo que é mais eficiente;
 - (x) O Novo Mercado da BMF/BOVESPA é um exemplo bem sucedido de aplicação da técnica do dualismo regulatório – no âmbito das regras de governança corporativa, com destaque para o *one share/ one vote* – para promover o desenvolvimento econômico e jurídico do mercado aberto brasileiro.

Belo Horizonte, março de 2016.

4. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADAMS, Renee B. and FERREIRA, Daniel, *One Share, One Vote: The Empirical Evidence* (December 2007). **ECGI - Finance Working Paper** No. 177/2007. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=987488>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.987488>>. Acesso em: 16/03/2016.

COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS. **Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu – Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia – Uma estratégia para o futuro.** Bruxelas, 21 mai. 2003. Disponível em <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:PT:PDF>>. Acesso em: 16/03/2016.

TRIBUNAL DE JUSTIÇA DA UNIÃO EUROPEIA. **Acórdão do processo C-112/05, de 23 out. 2007.** Disponível em <<http://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=70710&pageIndex=0&doclang=PT&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=283048>>. Acesso em: 16/03/2016.

HERTIG, Gerard, MCCAHERY, Joseph A. *Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition?* (August 2003). **ECGI - Law Working Paper** No. 12/2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=438421>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.438421>>. Acesso em: 16/03/2016.

ENRIQUES, Luca, GILSON, Ronald J., PACCES, Alessio M.. *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)* (May 1, 2013). **ECGI - Law Working Paper** No. 212; Columbia Law and Economics Working Paper No. 450; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 444. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2258926>> or <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2258926>>. Acesso em: 16/03/2016.

MONDUZZI, Bárbara Menezes. **O Princípio do *One Share/One Vote* e o Desprestígio das Ações Preferenciais: As Experiências Europeia e Brasileira**. ANIMA: Revista Eletrônica do Curso de Direito das Faculdades OPET. Curitiba PR - Brasil. Ano VIII, nº 14, jan/jun 2016. ISSN 2175-7119.

FERRARINI, Guido A.. *One Share - One Vote: A European Rule?* (January 2006). **ECGI - Law Working Paper** No. 58/2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=875620>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.875620>>. Acesso em: 16/03/2016.

WONG, Simon C. Y., *Rethinking “One Share, One Vote”*, **Harvard Business Review**, 19 jan. 2013. Disponível em: <http://blogs.hbr.org/cs/2013/01/rethinking_one_share_one_vote.html>. Acesso em: 16/03/2016.

BÖCKLI, Peter, DAVIES, Paul L., FERRAN, Eilis, FERRARINI, Guido A., GARRIDO GARCIA, José M., HOPT, Klaus J., PIETRANCOSTA, Alain, PISTOR, Katharina, SKOG, Rolf Skog R., SOLTYSINSKI, Stanislaw, WINTER, Jaap W. and WYMEERSCH, Eddy O., *The Future of European Company Law* (May 1, 2012). **Columbia Law and Economics Research Paper** No. 420. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=2075034>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2075034>>. Acesso em: 16/03/2016.

DAVIES, Paul L., HOPT, Klaus J., FERRARINI, Guido A., PIETRANCOSTA, Alain, SKOG, Rolf Skog R., SOLTYSINSKI, Stanislaw, WINTER, Jaap W. and WYMEERSCH, Eddy O.. **European Company Law Experts' Response to the European Commission's Green Paper 'The EU Corporate Governance Framework' (July 22, 2011)**. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1912548>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1912548>>. Acesso em: 16/03/2016.

DAVIES, Paul L., SCHUSTER, Edmund-Philipp, VAN DE WALLE DE GHELCKE, Emilie. *The Takeover Directive as a Protectionist Tool?* (February 17, 2010). **ECGI - Law Working Paper** No. 141/2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1554616>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1554616>>. Acesso em: 16/03/2016.

HIRTE, Heribert. *The Takeover Directive - A Mini-Directive on the Structure of the Corporation: Is it a Trojan Horse?*. **European Company and Financial Law Review** Vol. 2, No. 1, 2005. Disponível em: SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=978473>>. Acesso em: 16/03/2016.

GOERGEN, Marc, MARTYNOVA, Marina and RENNEBOOG, Luc, *Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reforms* (April 2005). **ECGI - Law Working Paper** No. 33/2005. Available at SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=709023>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.709023>>. Acesso em: 16/03/2016.

HOPT, Klaus J.. *Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron* (January 1, 2007). AFTER ENRON, IMPROVING CORPORATE LAW AND MODERNISING SECURITIES REGULATION IN EUROPE AND THE U.S., pp. 445-496, J. Armour, J. A. McCahery, eds., Oxford (Hart), 2006; ECGI Law Working Paper No. 05/2002; **ECGI Finance Working Paper**. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=356102>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.356102>>. Acesso em: 16/03/2016.

HENRIQUES, Luca. *Conference on “European Company Law: the way forward” in Brussels on 16–17 May 2011*. Disponível em <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/conference201105/enriques_en.pdf>. Acesso em: 16/03/2016.

MONDUZZI, Bárbara Menezes. **O Princípio do *One Share/One Vote* e o Desprestígio das Ações Preferenciais: As Experiências Europeia e Brasileira.** ANIMA: Revista Eletrônica do Curso de Direito das Faculdades OPET. Curitiba PR - Brasil. Ano VIII, nº 14, jan/jun 2016. ISSN 2175-7119.

GILSON, Ronald J., HANSMANN, Henry, PARGENDLER, Mariana. *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU* (March 1, 2010). **Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 390; Columbia Law and Economics Working Paper No. 368; Yale Law & Economics Research Paper No. 399; ECGI - Law Working Paper No. 149/2010; Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 80.** Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1541226>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1541226>>. Acesso em: 16/03/2016.