

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS**

**POLIANA MARIA RAMOS**

**ANÁLISE DO PORQUÊ EMPRESAS BRASILEIRAS UTILIZAM AÇÕES PN**

**VITÓRIA – ES**

**2022**

POLIANA MARIA RAMOS

**ANÁLISE DO PORQUÊ EMPRESAS BRASILEIRAS UTILIZAM AÇÕES PN**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós- Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Controladoria e Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Alvaro da Silva Macedo

Coorientadora: Prof. Dra. Patrícia Maria Bortolon

VITÓRIA – ES

2022

## AGRADECIMENTOS

Primeiro à Deus, pelo dom da vida e por me permitir chegar até aqui. Nos momentos mais críticos foi a Fé que me fez vencer e suportar as dificuldades na esperança de dias melhores.

Ao Prof. Marcelo Alvaro, meu orientador, que além de toda orientação acadêmica me ensinou a valorizar meu trabalho e ter mais confiança. À Prof. Patrícia, que me acompanha na vida acadêmica desde a graduação e já fizemos várias parcerias, ela é mais que uma professora, é uma mentora e parceira. Agradeço toda a paciência e compreensão de vocês nesse processo.

À Solange, que foi minha parceira em pesquisa anterior e me ajudou na coleta de dados que, posteriormente, foram úteis à minha dissertação.

Ao meu esposo, Ery, que sempre foi meu maior apoiador e conseguiu superar esse processo comigo, ao meu lado, me apoiando, incentivando e, mais importante, não me deixou desistir nos momentos de desespero. A Helena, minha irmã mais nova e afilhada, que me aguentou nos dias mais tenso, de extremo cansaço e irritação.

Estendo meus agradecimentos aos meus pais, Maria Goreti e Sebastião, que mesmo de longe, sem compreender a complexidade e dificuldade de um mestrado, sempre apoiaram e, obviamente, acreditaram que eu daria conta. Aos meus demais seis irmãos, Tati, Ricardo, Raquel, Débora, Samuel e Luiz Gustavo que torceram por mim. E aos meus amigos, que muitas vezes tive que dizer não, desmarcar ou me ausentar da convivência deles, espero que me perdoem pela displicência na amizade e que possamos nos reencontrar, com segurança.

Aos membros da banca, Prof. Marcelo Almeida e Prof. Rafael Moreira, agradeço todo tempo despendido em função da minha dissertação e todas as contribuições nessa pesquisa. Meus agradecimentos também aos colegas de mestrado, os quais estudamos juntos e sofremos juntos, em especial ao Daniel e Urias que passamos vários domingos nos reunindo para discutir temas diversos e montar inúmeras apresentações. Ao PPGCON, agradeço os serviços prestados na secretaria e a contribuição de todos os professores durante as disciplinas do mestrado. Agradeço a bolsa de estudos recebida da CAPES que me deu suporte financeiro durante esse período.

Às empresas que aceitaram conceder as entrevistas, gostaria de agradecer por terem contribuído, de forma voluntária, para realização e conclusão dessa pesquisa.

## RESUMO

O objetivo principal dessa pesquisa foi investigar as justificativas das empresas brasileiras, de capital aberto, para a não adoção do princípio “uma ação, um voto”. A população é formada pelas empresas listadas na [B]<sup>3</sup> que usam ações PN e o material analisado foi o Informe do Código de Governança e o conteúdo gravado em entrevistas. A amostra é composta por 426 empresa-ano e o período analisado foi de 2018 a 2020. Foram coletadas 306 justificativas do Informe e as mesmas analisadas através de codificação manual e através dos *softwares* MAXQDA e IRAMUTEQ. Num segundo momento, foram realizadas sete entrevistas semiestruturadas com representantes da área de RI e o material obtido a partir delas foi analisado através do MAXQDA. Com isso, combinou-se a utilização de métodos quantitativos e qualitativos. As análises das justificativas do Informe demonstraram que grande parte das empresas se justificam baseadas em normas e regulamentos que permitem a emissão de ações PN (53%) e apenas 8% trazem menções de razões para a não adoção da prática. Contudo, a maioria das justificativas está alinhada com as recomendações do CBGC (2016), destaque para as informações de descrição da estrutura societária (88%) e direito dos acionistas (53%). Porém, pela análise do IRAMUTEQ não foi possível identificar de forma clara os principais motivos da não adoção ao princípio. A partir da realização e análise das entrevistas semiestruturadas, conclui-se que as razões mencionadas na literatura fazem parte das razões que levam as empresas a não adotarem o princípio “uma ação, um voto”, destacando as justificativas de manter o controle da Companhia, favorecer a visão de longo prazo, proteger contra aquisições hostis e utilizar a emissão de ações PN como forma de financiamento, sendo as razões mais mencionadas. As entrevistas confirmaram as razões já previstas na literatura e trouxeram novas descobertas ao observar que as empresas ainda utilizarem ações PN devido à dificuldade e o custo envolvido para adoção da prática e porque há investidores interessados em ações PN, além da estrutura de classe dupla favorecer a manutenção do planejamento estratégico da companhia. Ademais, todas as empresas declararam não ter intenção em adotar a prática e acreditam que é necessário manter as ações PN, pois elas são atrativas para certo público de investidores que se preocupam mais com o retorno financeiro do que com os direitos de voto. A pesquisa contribui com o órgão regulador trazendo mais informações sobre a qualidade do cumprimento a uma obrigação regulatória, apresenta para o mercado e investidores razões que levam as empresas a adotarem ações PN e traz para a literatura novos achados.

**Palavras-chave:** Estrutura de Propriedade, Dupla classe de ações, Informe do Código de Governança.

## ABSTRACT

The main objective of this research was to investigate the justifications of publicly traded Brazilian companies for not adopting the “one share, one vote” principle. The population is made up of companies listed on [B]³ that use PN shares and the material analyzed was the Governance Code Report and the content recorded in interviews. The sample consists of 426 company-years and the period analyzed was from 2018 to 2020. 306 justifications from the Report were collected and analyzed through manual coding and through the MAXQDA and IRAMUTEQ software. In a second moment, seven semi-structured interviews were carried out with representatives of the IR area and the material obtained from them was analyzed using MAXQDA. Thus, the use of quantitative and qualitative methods was combined. The analysis of the justifications in the Report showed that most companies justify themselves based on rules and regulations that allow the issuance of PN shares (53%) and only 8% mention reasons for not adopting the practice. However, most justifications are in line with the recommendations of the CBGC (2016), highlighting information describing the corporate structure (88%) and shareholder rights (53%). However, by analyzing the IRAMUTEQ it was not possible to clearly identify the main reasons for not adopting the principle. From the performance and analysis of semi-structured interviews, it is concluded that the reasons mentioned in the literature are part of the reasons that lead companies not to adopt the principle "one share, one vote", highlighting the justifications for maintaining control of the Company, favoring a long-term vision, protecting against hostile takeovers and using the issuance of preferred shares as a form of financing, being the most mentioned reasons. The interviews confirmed the reasons already provided in the literature and brought new discoveries when observing that companies still use PN shares due to the difficulty and cost involved in adopting the practice and because there are investors interested in PN shares, in addition to the dual class structure favoring the maintenance of the company's strategic plan. Furthermore, all companies stated that they had no intention of adopting the practice and believed that it was necessary to maintain preferred shares, as they are attractive to a certain public of investors who are more concerned with financial return than with voting rights. The research contributes to the regulatory body by bringing more information about the quality of compliance with a regulatory obligation, presents to the market and investors reasons that lead companies to adopt PN shares and brings new findings to the literature.

**Keywords:** Ownership Structure, Dual class of shares, Governance Code Report.

**LISTA DE FIGURAS**

<b>Figura 1</b> – Análise de Similitude.....	50
<b>Figura 2</b> – Nuvem de Palavras.....	51

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1</b> – Análise do alinhamento das justificativas.....	47
---	----

**LISTA DE TABELAS**

<b>Tabela 1</b> – Construção da amostra.....	31
<b>Tabela 2</b> – Quantidade de justificativas por ano.....	32
<b>Tabela 3</b> – Distribuição de empresas com ações PN.....	33
<b>Tabela 4</b> – Obtenção da amostra para as entrevistas.....	34
<b>Tabela 5</b> – Categorias e Subcategorias.....	35
<b>Tabela 6</b> – Estrutura do roteiro das entrevistas.....	40
<b>Tabela 7</b> – Análises das Justificativas.....	44
<b>Tabela 8</b> – Descritiva das empresas entrevistadas.....	52
<b>Tabela 9</b> – Distribuição das justificativas citadas na literatura por documentos.....	54
<b>Tabela 10</b> – Distribuição das outras justificativas por documentos.....	55
<b>Tabela 11</b> – Distribuição dos segmentos codificados por categoria.....	56

## LISTA DE SIGLAS

[B]<sup>3</sup> – Bolsa de Valores de São Paulo

BDR – *Brazilian Depositary Receipt*

CBGC – Código Brasileiro de Governança Corporativa

COVID-19 – *Coronavirus Disease 2019*

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

EUA – Estados Unidos da América

FRE – Formulário de Referência

GC – Governança Corporativa

HKEX – *Hong Kong Exchanges and Clearing Limited*

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBRX-100 – Índice Brasil das 100 ações mais líquidas, ponderadas por valor de Mercado

IRAMUTEQ – *Interface de R pour les Analyses Multidimensionnelles de Textes et de Questionnaires*

MAXQDA - *Qualitative Data Analysis*

N1 – Segmento de listagem Nível 1

N2 – Segmento de listagem Nível 2

NASDAQ – *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*

NM – Novo Mercado

NYSE – *New York Stock Exchange*

OCDE – *Organisation for Economic Co-operation and Development*

ON – Ação Ordinária

PN – Ação Preferencial

RI – Relacionamento com Investidores

TCLE – Termo de Consentimento Livre e Esclarecido

UE – União Européia

UFES – Universidade Federal do Espírito Santo

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	12
1.1	Contextualização .....	12
1.2	Problema de pesquisa.....	17
1.3	Objetivos .....	17
1.3.1	Geral .....	17
1.3.2	Específicos.....	17
1.4	Justificativa .....	18
1.5	Contribuições .....	19
<b>2</b>	<b>REVISÃO DE LITERATURA</b> .....	<b>21</b>
2.1	Histórico.....	21
2.2	Estrutura de propriedade e controle .....	21
2.3	Regulação no Brasil e Governança Corporativa.....	26
2.4	Estudos anteriores sobre o cumprimento de Códigos de Governança Corporativa...	28
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA</b> .....	<b>30</b>
3.1	Aspectos gerais .....	30
3.2	Amostra e dados.....	30
3.3	Análise Textual das Justificativas .....	34
3.4	Entrevistas Semiestruturadas .....	38
3.5	Cuidado nas pesquisas realizadas em ambiente virtual .....	42
<b>4</b>	<b>RESULTADOS</b> .....	<b>44</b>
4.1	Resultados da Análise Textual das Justificativas.....	44
4.2	Resultado das Entrevistas Semiestruturadas.....	52
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>59</b>

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Contextualização

Ações preferenciais (PN) não possuem direito de voto, mas possuem prioridade na distribuição de dividendos, já as ações ordinárias (ON) igualam os direitos de votos (direitos políticos) e direitos de fluxo de caixa (direitos econômicos) dos acionistas (ADAMS; FERREIRA, 2007; LU, 2020). No Brasil, a recomendação vigente é que o capital social das empresas de capital aberto seja composto apenas por ações ON, mas legalmente é permitida a emissão de até 50% de ações PN sobre o total de ações das empresas de capital aberto (Lei 6.404/76).

Essa orientação das empresas possuírem classe única de ações sempre foi recomendada pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Fundado em 1995, o IBGC é uma organização referência em Governança Corporativa (GC) que, desde então, contribuiu para o desenvolvimento das empresas, criando e transmitindo conhecimentos sobre as melhores práticas de GC. Através do seu Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (2018), o IBGC recomenda que as empresas devem possuir apenas ações ON em sua estrutura, como uma boa prática de GC.

Em 2013, o IBGC se juntou a outras entidades do mercado de capitais e coordenou o Grupo de Trabalho Interagentes, juntos propuseram discussões e ações para melhorar a competitividade do Brasil no mercado. Desse trabalho, tiveram como principal produto a formulação do Código Brasileiro de Governança Corporativa (CBGC), criado em 2016, tendo como um de suas recomendações a adoção da classe única de ações. Em 2017, a Comissão dos Valores Mobiliários (CVM) incorporou o Informe sobre o CBGC para Companhias Abertas, através da Instrução CVM nº 586/17, que altera a Instrução CVM nº 480/09. Com isso, tornou obrigatória a entrega anual desse relatório pelas empresas de capital aberto.

O CBGC (2016) é composto por cinco categorias: Sócios, Conselho de Administração, Diretoria, Órgãos de Fiscalização e Controle, Conduta e Conflito de Interesse. Em cada uma são apresentados premissas fundamentais e princípios que funcionam como direcionadores para as práticas de governança que as empresas devem ou deveriam adotar. E o foco nessa pesquisa foi discutir e analisar sobre a adoção do primeiro princípio de toda essa estrutura, “uma ação, um voto”. Enquadrado dentro da categoria “Sócios”, o princípio estabelece que cada ação emitida pelas empresas deve dar direito a um voto. A adoção do princípio é recomendada por

ser a estrutura que melhor alinha os interesses entre os acionistas, onde os direitos de voto são proporcionais aos direitos de fluxo de caixa vinculados às ações (CBGC, 2016).

A literatura também sugere a adoção do princípio “uma ação, um voto”, tendo como principal argumento que o controle concentrado nas mãos de poucos acarreta problemas de agência e entrenchamento (ADAMS; FERREIRA, 2007). O problema de agência acarretado pela separação de propriedade e controle já vem a muito tempo sendo destacado pela literatura (JENSEN; MECKLING, 1976; LA PORTA et al., 2000). E considera-se que a propriedade concentrada provoca o efeito entrenchamento, uma vez que os controladores podem usar seu poder para expropriar os acionistas minoritários (LI; ZAIATS, 2017a). Os autores destacam ainda que o problema de agência e o entrenchamento é maior nas empresas de classe dupla de ações, se comparado com suas contrapartes de classe única. Em especial, o efeito entrenchamento é intensificado pela discrepância entre direitos de voto e de fluxo de caixa.

E apesar das críticas que a literatura traz sobre a estrutura de classe dupla de ações, para muitas empresas faz sentido manterem essa estrutura quando os controladores querem reter o controle e ao mesmo tempo utilizar o mercado de capitais como forma de financiamento, além de ser uma estratégia de defesa contra aquisições hostis (PINTO, 2014). Li e Zaiats (2017b) reforçam que a estrutura de propriedade de classe dupla pode ser considerada um forte mecanismo *antitakeover*, funcionando como proteção contra aquisições hostis. Segundo os autores, tais empresas podem ser consideradas praticamente imunes a essas aquisições.

Outros autores elencam mais questões que justificam as empresas possuírem a estrutura de classe dupla. Emitir ações PN pode facilitar a manutenção dos fundadores na liderança do negócio (HOSSAIN, 2017), a manutenção do controle da companhia (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007; BURKART; LEE, 2008), manter os benefícios privados dos controladores (BURKART; LEE, 2008; GOMPERS; ISHII; METRICK, 2010) e favorecer a visão de longo prazo da empresa (ADHIKARI; NGUYEN; SUTTON, 2018; LAUTERBANCH; PAJUSTE, 2015; REDDY, 2020). Arugaslan, Cook e Kieschnick (2010) sugerem que a possibilidade de captar recursos no mercado de capitais enquanto os gestores continuam no controle, também levam as empresas a distanciarem do princípio “uma ação, um voto”.

A utilização de ações sem direito a voto é considerada uma forma de desvio ao princípio, sendo um dos principais mecanismos que dão origem a propriedade desproporcional, ao tornar possível que alguns acionistas controlem uma proporção de votos maior que seus direitos de

fluxo de caixa (ADAMS; FERREIRA, 2007). Com essa desproporção dos direitos dos acionistas, os controladores conseguem exercer o controle da companhia com uma fração menor do patrimônio líquido, enquanto os acionistas minoritários possuem apenas ações sem direito de voto ou com direitos de votos limitados (LU, 2020).

Empresas com perspectiva de grande crescimento, como o Google por exemplo, se mostram resistentes em adotar o princípio “uma ação, um voto” e colocar o poder de eleição de conselheiros a cargo de investidores diversos (BERGER, 2019). Há evidências que grandes empresas do cenário atual, como Google, Facebook, Nike e Polo Ralph Lauren, mantêm estrutura de classe dupla para preservar o poder de voto de acionistas estratégicos ou fundadores (LI; ZAIATS, 2017b).

E recentemente, constatou-se aumento de empresas de classe dupla tanto em países em desenvolvimento, quanto em nações desenvolvidas (LI; ZAIATS, 2017a). Em alguns países, os reguladores abandonaram a exigência de adesão a “uma ação, um voto” e começaram a permitir a listagem de empresas com classe de ações dupla ou múltiplas, destaque para as bolsas americanas NYSE e NASDAQ que foram as precursoras nos EUA, com isso, nas últimas décadas a quantidade de novas empresas listadas utilizando classe dupla cresceu (LU, 2020).

Para completar essa visão global, sobre a emissão de ações no mundo, o relatório da OCDE (2021) mostra que dos 50 mercados analisados a maioria permite emissão de ações sem direito a voto ou com direitos limitados, sendo proibida a emissão apenas em dois países, Indonésia e Israel.

No Brasil, até 2001 era permitido que empresas brasileiras emitissem 2/3 de ações PN do total de suas ações. A partir desse ano, com a revisão da Lei das S.A. (Lei nº 10.303/01), o limite foi revisado e ficou estabelecido que as novas empresas entrantes no mercado só podem emitir, no máximo, 50% de ações sem direito a voto. Vale ressaltar que a emissão de ações PN é totalmente opcional por parte das empresas, a regra é só para o limite máximo, não existe mínimo estipulado. As empresas podem ter apenas ações ON, que é o tema central da discussão nessa dissertação.

Diante desse cenário, o que se tem é um alto número de empresas brasileiras que ainda emitem ações PN e, portanto, adotam duas classes de ações em sua estrutura (ANDRADE; BRESSAN; IQUIAPAZA, 2014; GRANDO et al., 2016; MANZANARES; LEAL, 2021), mesmo havendo recomendações para que as empresas possuam apenas ações ON. Em análise realizada para o

ano de 2007, o percentual de empresas brasileiras que emitiam ações de classe dupla era de 74%, enquanto nos EUA essa fração era de apenas 7,4% (PINTO, 2014). O que corresponde a dez vezes mais. Noutro estudo que analisa o período de 2012 a 2014, observou-se que 40,8% das empresas brasileiras da amostra possuíam dupla classe de ações, porém foram excluídas as empresas do setor financeiro (PINHEIRO et al., 2019).

Para se ter o percentual atualizado, nessa pesquisa foi realizado um levantamento das empresas que possuem duas classes de ações, através da base de dados Comdinheiro. Os dados mostram que o percentual vem diminuindo, entretanto, ainda é elevado. Nos anos de 2017, 2018, 2019 e 2020 os percentuais de empresas com duas classes de ações foram, respectivamente, 45%, 44%, 42% e 39%. E dentre as empresas brasileiras que possuem ações PN, a maioria possui mais de 50% de ações dessa classe. Nesse mesmo levantamento, observou-se para os anos de 2017, 2018, 2019 e 2020, os seguintes percentuais médios de ações PN na estrutura de propriedade desse grupo de empresas: 54%, 53%, 52% e 52%, respectivamente.

As empresas listadas no mercado de capitais brasileiro devem observar as regras definidas por organismos legais e as determinações da CVM, que é a principal entidade reguladora e fiscalizadora do mercado de capitais brasileiro. Nesse contexto, são observados dois marcos relevantes. Em 2009, por meio da Instrução CVM nº 480/09, foi aprovado o Formulário de Referência (FRE) com intuito de aumentar as informações divulgadas pelas empresas. E, posteriormente, em 2017, a partir de discussões que diversas entidades levantaram buscando contribuir com a evolução da GC e com a elaboração do CBGC (2016), a CVM criou uma regulação (Instrução CVM nº 586/17), tomando como base as recomendações do CBGC (2016). Tal regulação incorporou o CBGC (2016) e adotou o modelo “pratique ou explique”, onde as empresas devem informar se adotam as práticas recomendadas ou explicar o porquê nos casos de não adoção ou adoção parcial. Com isso, além de aumentar a transparência das informações divulgadas, afetou a relação das empresas com o mercado ao começar a exigir a regra do “pratique ou explique”.

Com essa aderência ao modelo “pratique ou explique” o Brasil segue uma tendência mundial, uma vez que na União Europeia (EU) o Código de GC segue o modelo “pratique ou explique” e é uma regra de divulgação legal obrigatória para os 28 membros da UE, além disso, a maioria dos países já possui seu próprio Código de GC seguindo o mesmo modelo (ROSE, 2016).

No Reino Unido, o Código de GC foi introduzido em 1998, tornando-se referência internacional para as boas práticas de governança corporativa (ARCOT; BRUNO; FAURE-GRIMAUD, 2009). Os autores destacam que o modelo “pratique ou explique” fornece flexibilidade às empresas que podem adotar as práticas recomendadas ou explicar o porquê não adotam determinada prática. Essa flexibilidade visa encorajar as empresas a aderirem ao Código e, em contrapartida, aumentar a confiança dos investidores, mas, na realidade, foi constatado que as empresas usam essa flexibilidade para não adotar a prática e não explicar o porquê de forma adequada. Muitas vezes, acabam apresentando justificativas consideradas ruins ou deficientes.

Numa perspectiva positiva, dado que o modelo “pratique ou explique” permite às empresas certa flexibilidade no cumprimento e nas explicações, o Informe do Código de Governança pode ser um instrumento que proporcionaria uma melhor governança e, diante dessa premissa básica, o modelo foi adotado por outros países, como Áustria e Alemanha (ARCOT; BRUNO; FAURE-GRIMAUD, 2009).

De acordo com o relatório da OCDE (2021), das 50 jurisdições pesquisadas, 47 (94%) possuem seus Códigos de governança corporativa nacionais baseados na abordagem "pratique ou explique" ou alguma variação dela. Há apenas três exceções, a Índia e os Estados Unidos que não possuem Código de GC e a estrutura legal de GC está baseada em leis, regulamentos e regras de listagem, e a China que possui um Código nacional de governança corporativa, inclusive, atualizado recentemente em 2018, mas que não adota o modelo "pratique ou explique" e pode ser entendido como um regulamento obrigatório.

Há estudos, no Brasil e no mundo, que analisaram o cumprimento dos Códigos de governança corporativa nacionais. Arcot, Bruno e Faure-Grimaud (2009) analisaram a conformidade de empresas britânicas, Seidl, Sanderson e Roberts (2013) também analisaram relatórios e declarações de conformidade de empresas do Reino Unido e da Alemanha, ambos constataram alto grau de conformidade e cumprimento aos Códigos dos países. Rose (2016) analisou recomendações do Código dinamarquês e Manzanares e Leal (2021) verificou o cumprimento do Código brasileiro, nos dois estudos, foram analisadas também as justificativas apresentadas e, de forma geral, confirmaram um alto grau de conformidade, porém, consideraram baixo o grau de qualidade das justificativas apresentadas.

## 1.2 Problema de pesquisa

Com base nas evidências expostas sobre as vantagens de se utilizar classe única de ações e diante das recomendações do Código de governança corporativa para adoção do princípio “uma ação, um voto” indagamos **por que as empresas brasileiras listadas na [B]<sup>3</sup> utilizam ações sem direito a voto?**

## 1.3 Objetivos

### 1.3.1 Geral

A estrutura de classe única é a que melhor alinha os interesses de todos os sócios, sendo essas empresas valorizadas no mercado em comparação às que adotam duas classes de ações (HOSSAIN; KRYZANOWSKI, 2019). Porém, a estrutura de classe dupla é defendida pelos administradores e fundadores, pois favorece a visão de longo prazo, beneficiando todos os acionistas (REDDY, 2020). Além disso, tal estrutura permite às empresas realizarem investimentos de longo prazo (ADHIKARI; NGUYEN; SUTTON, 2018).

Segundo Burkart e Lee (2008) a atual tendência dos mercados é a emissão de ações de classe única. A literatura também sugere outros benefícios relacionados a estrutura de classe única, como melhor desempenho financeiro (SEABORN; OLSEN; HOWELL, 2018; GRANDO et al., 2016), maior proteção ao acionista minoritário (BURKART; LEE, 2008; CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011; CUMMING; MEOLI; VISMARA, 2019) e, de forma ampla, uma melhor governança corporativa (SILVEIRA, 2004).

Assim sendo, o objetivo principal deste estudo é investigar as justificativas das empresas brasileiras de capital aberto para a não adoção do princípio “uma ação, um voto”.

### 1.3.2 Específicos

O objetivo geral é subdividido em dois objetivos específicos: i) analisar as justificativas apresentadas no Relatório do Informe do Código de Governança das empresas que não adotam a classe única de ações, e; ii) analisar as justificativas relatadas em entrevistas pelos representantes da área de Relacionamento com Investidores (RI) das empresas que possuem ações PN.

## 1.4 Justificativa

Há uma literatura extensa sobre a estrutura de classe dupla e, apesar disso, o assunto ainda é muito controverso (BERGER, 2019; PINTO, 2014). O cenário brasileiro pode ser um caso interessante para se abrir uma nova discussão, visto que muitas empresas brasileiras ainda emitem ações PN (ANDRADE; BRESSAN; IQUIAPAZA, 2014; GRANDO et al., 2016; MANZANARES; LEAL, 2021), mesmo havendo recomendações para emissão somente de ações ON. No Brasil, apesar de ser permitido por lei que empresas possuam até 50% das ações do tipo PN, o CBCG (2016) recomenda a adoção do princípio “uma ação, um voto” e, o próprio Novo Mercado, que é um segmento especial de listagem criando no ano 2000, sinaliza para o mercado a importância dessa adoção ao só admitir empresas de classe única.

Adams e Ferreira (2007), em sua revisão bibliográfica, investigaram sobre os mecanismos explícitos que as empresas utilizam para separação de direitos de voto e de fluxo de caixa, analisando pesquisas que utilizaram métodos quantitativos. Um dos mecanismos mais explícitos é a utilização de classe dupla de ações e, sobre esse assunto os autores constataram que os estudos tentaram encontrar comprovações empíricas para esclarecer os desvios desse princípio, mas há muitos resultados inconclusivos e nem sempre se pode inferir algo sobre o assunto. Estudos empíricos são importantes, mas através das tradicionais abordagens quantitativas não seria possível alcançar o objetivo dessa pesquisa, de entender o porquê do uso das ações sem direito a voto pelas empresas brasileiras listadas. Então, foram utilizados métodos qualitativos, combinados aos métodos quantitativos, ao buscar descobrir as justificativas das empresas para se distanciarem do princípio “uma ação, um voto”.

Como visto anteriormente, há estudos, no Brasil e em outros países, que desenvolveram análises qualitativas para verificar a conformidade das explicações apresentadas pelas empresas para atender a parte do “explique” dos Códigos de governança, em situações que as empresas não cumprem as práticas recomendadas. Todos (ARCOT; BRUNO; FAURE-GRIMAUD, 2009; MANZANARES; LEAL, 2021; ROSE, 2016; SEIDL; SANDERSON; ROBERTS, 2013) investigaram o atendimento as recomendações dos Códigos como um todo, analisando todas as recomendações. E essa pesquisa tem foco apenas em uma prática, a adoção de “uma ação, um voto”, onde, além de analisar as justificativas apresentadas no Informe do Código de Governança, foram realizadas entrevistas diretamente com representantes da área de RI, buscando descobrir mais questões que levam as empresas a se distanciarem desse princípio.

Na literatura levantada não foi detectado estudo que chegasse a esse nível de investigação, assim, busca-se trazer mais profundidade na discussão sobre o tema e ampliar o conteúdo da literatura desse assunto, trazendo uma pesquisa diferente da maioria que se tem conhecimento até o momento.

### **1.5 Contribuições**

O CBGC foi aprovado em 2016 e, em 2017, a CVM incorporou o documento à Instrução CVM nº 586, tornando obrigatória a publicação anual do Informe do Código de Governança. Como o relatório utiliza a regra do “pratique ou explique”, as empresas devem informar se cumprem as práticas recomendadas ou então explicar o porquê não adotam ou adotam parcialmente. A CVM orienta sobre como devem ser apresentadas as justificativas, mas não diz se essas respostas são checadas ou se são analisadas de alguma forma. Nesse sentido, a pesquisa busca contribuir com os órgãos reguladores, verificando as explicações fornecidas pelas empresas e sinalizando como as justificativas estão sendo apresentadas.

Como o modelo “pratique ou explique” permite flexibilidade às empresas para o preenchimento do Informe, elas podem responder da maneira que jugarem melhor, porém, alguns autores destacam que nem sempre as explicações do porquê não adotam são apresentadas da forma mais adequada ou da melhor forma que se esperava (ARCOT; BRUNO; FAURE-GRIMAUD, 2009; MANZANARES; LEAL, 2021). Assim, foram direcionados esforços nessa parte do “explique” do Código, buscando identificar as justificativas para a não adoção ao princípio “uma ação, um voto”. Através de análise minuciosa das justificativas buscou-se identificar dentro das respostas o que, de fato, as empresas estão explicando como justificativa, contribuindo deste modo tanto para os órgãos reguladores como para o mercado.

Considerando a literatura já existente, há trabalhos que discutem sobre estrutura de classe dupla de ações em seus diversos aspectos e impactos, podendo citar como exemplo Adams e Ferreira (2007), Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014), Burkart e Lee (2008) e Li e Zaiats (2017a). E sobre a análise do Informe do Código de Governança brasileiro, o trabalho de Manzanares e Leal (2021) analisou as respostas apresentadas pelas empresas em 2018, seu primeiro ano de obrigatoriedade. E essa pesquisa aprofundou a análise sobre apenas uma recomendação observando um horizonte temporal maior, gerando novas contribuições para a literatura acadêmica.

Além disso, foram realizadas entrevistas em profundidade, uma abordagem qualitativa pouco utilizada no campo dos estudos de Finanças, que nesse contexto teve como propósito permitir identificar *insights* que as pesquisas tradicionais não trazem, contribuindo ainda mais com a literatura e mostrando novas descobertas para o mercado.

Na prática, essa pesquisa contribui com o órgão regulador à medida que trouxe mais informações sobre a qualidade do cumprimento a uma obrigação regulatória. E traz para o mercado e investidores razões que levam as empresas a adotarem ações PN, estes que restritos às informações dos relatórios oficiais talvez não consigam entender de forma adequada essas razões.

## 2 REVISÃO DE LITERATURA

### 2.1 Histórico

O início das sociedades por ações foi baseado na estrutura de “uma ação, um voto” e, com o passar do tempo, foram aparecendo outras formas de participação, como a criação de classes distintas de ações, perdendo assim a proporcionalidade entre a participação no capital e no controle (GRANDO et al., 2016).

Historicamente, já houve períodos em que a estrutura mais encontrada era a de classe única de ações, depois as bolsas de valores começaram a aliviar as exigências de listagens, cedendo à pressão das empresas e admitindo estruturas de classe dupla ou múltipla, mas a tendência se inverteu novamente (BURKART; LEE, 2008). A discussão atual é em torno da adoção da estrutura de propriedade de classe única de ações.

Até meados da década de 1920, nos EUA, era predominante ações sem direito a voto. Algumas empresas líderes no mercado emitiram ações sem direito a voto para captar recursos adicionais sem diluir o poder dos acionistas. Essa alternativa foi permitida pela NYSE por vários anos, até surgirem debates e preocupações em torno dessa questão, por volta de 1926. E foi quando o mercado começou a proibir a emissão de ações sem direito a voto. Depois, com a onda de fusões e aquisições, ocorrida nos anos 80, as estruturas de classe dupla voltaram à tona como um mecanismo *antitakeover*, sendo permitidas, inicialmente, pela Bolsa de Valores Americana e pela NASDAQ, com políticas menos rigorosas e, só em 1986, a NYSE refoga a proibição e passa a admitir empresas de classe dupla para permanecer competitiva no mercado (LU, 2020).

No Brasil sempre foi permitida a listagem de empresas com estrutura de classe dupla de ações. A [B]<sup>3</sup>, única bolsa de valores do país, possui vários segmentos que aceitam a estrutura de classe dupla e conta com um segmento específico, o Novo Mercado, que permite a listagem apenas de empresas que adotam a estrutura de classe única, sendo um de seus diferenciais. Um marco na regulação sobre as empresas de classe dupla no mercado brasileiro foi a criação da Lei das S.A. (Lei nº 6.404/76), que estabeleceu limite de 2/3 para emissão de ações PN, limite este que foi alterado na revisão da lei em 2001, sendo reduzido para 50%, percentual vigente até hoje.

### 2.2 Estrutura de propriedade e controle

Falar de estrutura de propriedade é falar de concentração de propriedade e sobre os tipos de acionistas de uma empresa (TANG; YANG, S.; YANG, S., 2020). A tese precursora nesse

assunto é de Berle e Means (1932), que estabelece o modelo de corporação com propriedade dispersa entre muitos pequenos acionistas e controle concentrado nas mãos dos gestores. Contudo, a estrutura de propriedade ao redor do mundo tomou uma dimensão bem maior, não sendo mais possível, simplesmente, caracterizá-la pela média da concentração de propriedade de um país. Tornou-se mais versátil, podendo assumir formas diferentes, e uma poderosa ferramenta para explicar a governança adotada pelas empresas (AGUILERA; CRESPI-CLADERA, 2016).

É amplamente discutido na literatura a relação entre a estrutura de propriedade e a governança corporativa. E a estrutura de propriedade pode ser definida como um dos determinantes de governança corporativa mais importantes (SCHIEHLL; MARTINS, 2016). Nesse sentido, Silveira (2004) sugere que a estrutura de propriedade influencia a qualidade da governança corporativa. Particularmente, ele destaca que o desequilíbrio entre direitos de voto e direitos de fluxo de caixa, afeta negativamente a governança da empresa, ou seja, quanto maior o excesso de direito de voto em poder do controlador, pior será a governança corporativa da empresa.

Esse desequilíbrio de direitos dos acionistas é encontrado nas empresas de classe dupla de ações, que emitem ações sem direito a voto, onde os acionistas majoritários possuem mais direitos de votos que seus direitos de fluxo de caixa, e os minoritários possuem pouco ou nenhum direito de voto. A literatura anterior, referente a estrutura de propriedade de classe dupla, tem sua concentração basicamente nos EUA e pesquisas em outros países são limitadas, apesar da predominância dessa estrutura fora dos EUA (LI; ZAIATS, 2017a).

Um dos principais argumento contra a existência de diferença entre direitos políticos e econômicos dos acionistas e, em prol da adoção do princípio “uma ação, um voto”, é que a essa estrutura está atrelada a figura do controlador e, o controle concentrado nas mãos de poucos, acarreta problemas de agência e entrincheiramento (ADAMS; FERREIRA, 2007). O problema de agência acarretado pela separação de propriedade e controle já vem a muito tempo sendo destacado pela literatura (JENSEN; MECKLING, 1976; LA PORTA et al., 2000).

De acordo com Jensen e Meckling (1976) o problema de agência é oriundo da diferença de interesses entre o principal e o agente. Onde o principal, que pode ser uma ou mais pessoas, firma um contrato com o agente e lhe concede poder de tomada de decisão, a fim de que ele exerça sua função de gestor em prol dos interesses do principal. Porém, como ambas as partes

são maximizadoras de valor, pode haver geração de conflitos quando o agente utiliza seu poder para tomadas de decisão não convergentes aos interesses do principal.

No entanto, quando envolve grandes corporações, o principal problema de agência não seria entre o agente e o principal, mas sim o conflito de interesses entre os investidores externos e o controlador (SHLEIFER; VISHNY, 1997). E La Porta et al. (2000) agrega a discussão ao dizer que em mercados com alta concentração de propriedade, os problemas de agência ocorrem entre os acionistas minoritários e majoritários, visto que este último tem o poder e o incentivo para expropriar os minoritários.

A propriedade concentrada provoca o efeito entrincheiramento, uma vez que os controladores podem usar seu poder para expropriar os acionistas minoritários (LI; ZAIATS, 2017a). Os autores destacam que o problema de agência e o entrincheiramento é maior nas empresas de classe dupla, se comparado com suas contrapartes de classe única. Em especial, o efeito entrincheiramento é intensificado pela discrepância entre direitos de voto e de fluxo de caixa. Efeito este que surge quando os direitos de voto do controlador são maiores que os direitos de fluxo de caixa, causando uma diminuição do valor de mercado das empresas (CLAESSENS et al., 2002).

Um das principais questões que os estudos buscam esclarecer é se a desproporcionalidade entre direito de fluxo de caixa e direito de voto destroem o valor do acionista, mas apesar de haver algumas evidências, é um aspecto complexo de se comprovar empiricamente (ADAMS; FERREIRA, 2007). Na prática, não fica claramente evidenciado que as estruturas de ações de classe dupla, onde há desequilíbrio entre os direitos de voto e direito de fluxo de caixa, destroem o valor dos acionistas, indo contra os argumentos dos ativistas de governança corporativa que defendem a implantação de classe única de ações (CHEMMANUR; JIAO, 2012).

Contudo, em estudos anteriores, evidenciou-se empiricamente que a emissão de duas classes de ações tem efeito negativo sobre o desempenho financeiro da empresa (ANDRADE; BRESSAN; IQUIAPAZA, 2014). Seaborn, Olsen e Howell (2018) constatou que empresas americanas de classe dupla têm, em média, um desempenho inferior a empresas semelhantes de classe única, apesar desse primeiro grupo possuir maior controle interno. Em pesquisa realizada no mercado de capitais brasileiro, foi verificado que empresas com estrutura de classe dupla tiveram agravamento nos conflitos de interesse e aumento nos custos de agência, causando assim efeito

negativo no valor da empresa, ou seja, possuem desempenho de mercado inferior (GRANDO et al., 2016).

Entretanto, em muitos casos, as empresas de classe dupla possuem perspectivas de retorno de ações e desempenho operacional superiores a empresas semelhantes de classe única, mas normalmente são menos valorizadas (REDDY, 2020). Um exemplo é citado por Chemmanur e Jiao (2012), que dizem que se o gestor tiver boa reputação e a empresa operar em setores que podem criar valor, ignorando tendências temporais, as empresas de classe dupla tem mais potencial de gerar valor do que as de classe única.

O desempenho financeiro das empresas de classe dupla também pode ser prejudicado quando os gestores buscam benefícios privados às custas da empresa (SEABORN; OLSEN; HOWELL, 2018). O controlador pode optar por sacrificar o valor da firma em detrimento de manter seus benefícios privados de controle e usar o mecanismo de emitir ações de duas classes para alcançar esse objetivo (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2010).

Um dos argumentos em prol da estrutura de classe única é, justamente, a proteção dos acionistas minoritários contra a extração de benefícios privados dos acionistas controladores, que detém o poder na companhia (BURKART; LEE, 2008). E como os fundadores têm parte significativa de sua riqueza investida nas empresas, suas decisões nem sempre irão abranger os interesses de todos os acionistas, é natural perseguirem seus próprios interesses (HOSSAIN, 2015).

De forma geral, em empresas de classe dupla, a emissão de ações PN facilita a obtenção e manutenção do controle pelos acionistas majoritários, que mesmo com uma parcela pequena dos direitos de fluxo de caixa, conseguem se manter no controle e possuem poder para expropriar os minoritários (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007). Devido ao risco eminente de expropriação nessas empresas, os investidores podem ser resistentes a investir em ações com direito a voto inferior ou sem direito de voto (CUMMING; MEOLI; VISMARA, 2019).

Em economias emergentes, como é o caso do Brasil, a estrutura acionária é concentrada e não existem mecanismos de governança externa tão fortes para proteger os acionistas minoritários (CHHILLAR; LELLAPALLI, 2015). Logo, é oportuno pensar que se pode minimizar o risco de expropriação de investidores com uma governança mais eficiente (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011). E a estrutura de propriedade pode ser um importante mecanismo interno de governança corporativa, nesse caso, adotando a estrutura de classe única reduziria esse risco de expropriação.

Há duas razões principais que levam a alta concentração de propriedade influenciar negativamente a emissão de ações, primeiro os investidores têm mais receio em investir em ações de empresas com poucos acionistas controladores ou apenas um controlador e, segundo, os próprios acionistas controladores temem a perda de poder que pode ocorrer com a emissão de ações (CRISÓSTOMO; PINHEIRO, 2016).

Considerando a concentração de controle e o risco de expropriação, na perspectiva dos investidores institucionais a classe dupla de ações favorece somente os grandes acionistas e, por isso, defendem a estrutura de classe única, visando reduzir esse risco de expropriação (REDDY, 2020). Em contrapartida, na ótica dos controladores, adotar a estrutura de classe única não é interessante, pois a igualdade entre direitos de voto e direitos de fluxo de caixa leva ao enfraquecimento dos grandes proprietários e gera o risco da perda do controle (BURKART; LEE, 2008).

Na visão de Hossain e Kryzanowski (2019), a estrutura de propriedade mais democrática, para todas as partes interessadas, é a classe única de ações, pois alinha melhor os interesses de todos os sócios. Em contraste, a estrutura de classe dupla pode ser uma provável barreira à democracia acionária, uma vez que acionistas possuem direito de votos diferenciados e, quando há a aplicação de “uma ação, um voto”, acionistas comuns podem interferir em decisões importantes na empresa, uma vez que terão os mesmos direitos políticos (direito de voto) (GOVINDARAJAN; SRIVASTAVA, 2018).

Considerando os ciclos de vida das empresas, quando a empresa ainda está na fase de crescimento, a estrutura de classe dupla se mostra mais eficiente, porque o controle dos gestores dá condições de colocar em prática os planos de desenvolvimento de longo prazo da companhia. Já no amadurecimento, os custos de agência da estrutura de classe dupla podem superar os benefícios, tornando vantajosa a adoção do princípio “uma ação, um voto”, visto que é uma forma interessante para diluição do poder (LAUTERBANCH; PAJUSTE, 2015).

Considerando a visão de longo prazo, a estrutura de classe dupla favorece as empresas, pois permite realizarem investimentos de longo prazo, uma vez que não há a pressão do mercado com exigências a curto prazo, por exemplo, acionistas exigindo melhora do preço das ações para obterem rendimentos rápidos (ADHIKARI; NGUYEN; SUTTON, 2018).

No cenário brasileiro, Correia, Amaral e Louvet (2011) relatam o fato de empresas precisarem de recursos de investidores estrangeiros para financiarem suas atividades, sendo interessante a

adoção de boas práticas de governança para aumentar a confiança dos investidores. Uma dessas práticas é a emissão de ações com direitos econômicos e direitos políticos igualitários, adotando a estrutura de classe única. Em contrapartida, a estrutura de classe dupla pode ser uma forma alternativa de angariar recursos para controladores e/ou fundadores, através da emissão de ações PN no mercado de capitais e, por isso, tem sobrevivido em meio aos desafios externos de órgãos legislativos, grupos de direitos dos acionistas e investidores institucionais.

De modo geral, há certa tendência de empresas brasileiras adotarem boas práticas de governança corporativa. Como Crisóstomo e Girão (2019) observaram, há elevada proporção de empresas contando com comitê de auditoria e conselho fiscal, empresas realizando avaliação da diretoria executiva e do conselho de administração e, também, as que não permitem dualidade entre CEO e presidente do conselho de administração, fatos que para os autores sinalizam essa tendência. Porém, no que tange a adoção da recomendação de possuir apenas ações ON, pode-se dizer que as empresas estão aquém do desejado, visto que 39% das empresas listadas possuíam estrutura de classe dupla de ações, em 2020.

### **2.3 Regulação no Brasil e Governança Corporativa**

O IBGC, desde 1995, é uma referência em Governança Corporativa (GC) no Brasil, o qual busca constantemente reforçar os mecanismos de governança das empresas. Não é um órgão regulador, mas uma organização da sociedade civil que busca disseminar conhecimento sobre governança corporativa. Dada a necessidade de evoluir nas regras de governança no Brasil, em 08 de março de 2013, formou-se o Grupo de Trabalho Interagentes, composto por representantes de onze entidades relacionadas ao mercado de capitais, entre elas o IBGC que coordenou esse projeto, que se reuniram e formularam o CBGC (2016). No intuito de fortalecer os mecanismos de governança das empresas, o referido Código orienta sobre práticas de governança. Se os princípios recomendados no Código forem aplicados adequadamente, podem aumentar a confiança interna de empresas e suas relações com terceiros, incluindo os investidores (CBGC, 2016).

No Brasil, o mercado é regulado em partes pela iniciativa pública, através de leis que determinam algumas regras e por meio de órgãos como a CVM, e pela iniciativa privada, através da própria bolsa de valores, a [B]<sup>3</sup>. Há um amplo escopo legal permitindo procedimentos de separação de direitos de votos e de propriedade, retratando fragilidade na proteção aos minoritários e complacência da Lei das S.A. para com privilégios dos controladores

(ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007). Nos EUA há margem para manobras por parte das empresas também, contrastando com a rigorosa regulamentação de Hong Kong, considerada a mais exigente do mundo (LU, 2020). Neste contexto, o Brasil se aproxima mais do mercado americano.

A [B]<sup>3</sup>, em vistas de desenvolver o mercado de capitais, em 2000, criou o Novo Mercado (NM), Nível 2 (N2) e Nível 1 (N1), que são segmentos diferenciados para listagem com regras específicas de GC. O NM é o segmento de melhor governança, tendo como uma de suas regras mais específica a admissão apenas de empresas de classe única de ações. Posteriormente, a [B]<sup>3</sup> também criou o segmento especial Bovespa Mais, tentado facilitar a entrada de empresas no mercado de capitais de forma gradativa. E em 2014, criou o segmento Bovespa Mais Nível 2, com foco em tornar mais acessível o mercado acionário brasileiro para mais empresas. A listagem nesses segmentos especiais é totalmente voluntária, mas ao se vincularem a eles, as empresas se comprometem em cumprir as exigências e serem transparentes com as informações prestadas.

No contexto de estrutura de propriedade, a Lei das S.A. (6.404/76), em sua revisão de 2001, revisou o limite para emissão de ações sem direito a voto, sendo permitido, no máximo, 50% de ações PN dentro do total das ações emitidas pela empresa, mas foi mantido a preferência na distribuição de dividendos e reembolso de capital para as ações sem direito a voto. Antes disso, o limite era de até 2/3 de emissão de ações PN, portanto, pode-se considerar uma evolução importante na história da regulação brasileira.

Em 31 de maio de 2017, através da Instrução CVM nº 586/17, foi aprovado o Informe sobre o CBGC para Companhias Abertas, o qual utiliza o modelo “pratique ou explique” alinhado a outros Códigos de governança que são referência no mundo. Sendo assim, a partir de 2018, obrigatoriamente todas as empresas de capital aberto devem enviar à CVM o Informe do Código de Governança, até 31 de julho. Nesse relatório a empresa deve informar se adota as práticas recomendadas pelo Código ou então explicar o porquê nos casos de não adoção ou adoção parcial (<https://www.ibgc.org.br/destaques/pratique-explique>, acessado em 22/12/20).

No primeiro ano de sua obrigatoriedade, a abrangência era apenas as empresas presente no Índice Ibovespa e IBrX100 e o prazo de entrega do relatório foi até 31/10/2018. A partir de 2019, estendeu-se para todas as companhias abertas listadas na [B]<sup>3</sup> e prazo começou a valer até 31 de julho de cada ano.

A HKEX, bolsa de Hong Kong, permite a listagem de empresas de classe dupla, mas estipula requisitos rigorosos para controlar sua operação a fim de evitar abusos e expropriação de minoritários por parte dos controladores (LU, 2020). De acordo com suas regras de listagem, um ponto forte a ser destacar são os requisitos para a extinção de ações de classe dupla, caso o detentor de ações com mais poder de voto faleça, se torne incapaz ou deixem de ser diretores por algum motivo, as ações devem ser transformadas em ações ON.

#### **2.4 Estudos anteriores sobre o cumprimento de Códigos de Governança Corporativa**

No Brasil e no mundo há estudos que analisaram o cumprimento aos Códigos de governança nacionais de forma abrangente e em alguns casos, aprofundaram na qualidade das explicações fornecidas pelas empresas. Arcot, Bruno e Faure-Grimaud (2009) analisaram a conformidade e explicação de empresas britânicas ao Código do país e constataram evolução na conformidade, reduzindo de 90% em 1998 para 44% em 2004 de empresas que não adotavam pelo menos um princípio do Código. Em relação às explicações, os autores realizaram análise qualitativa classificando as explicações em gerais ou específicas e, apesar da melhora nas explicações, ainda é muito comum as justificativas genéricas, ou de má qualidade, sinalizando ineficácia para a parte do “explique”, do Código.

Mais tarde, Seidl, Sanderson e Roberts (2013) também analisaram relatórios e declarações de conformidade de empresas listadas ao Código de Governança do Reino Unido e constataram um percentual de não conformidade de apenas 4,7%, a mesma investigação ocorreu na Alemanha e o percentual encontrado foi de 6,3%, ficando evidente que nesses países a maioria das empresas cumprem as recomendações dos Códigos de governança nacionais.

Rose (2016) analisou 71, das 78, recomendações do Código dinamarquês de GC e detectou que o grau de cumprimento é relativamente alto, 81,9% e, dentre as práticas que não são cumpridas, 66,8% tiveram explicações satisfatórias e em 33,2% dos casos foram apresentadas explicações ruins. O autor sugere dois possíveis motivos para as explicações ruins: (i) a empresa não tinha ciência total da obrigatoriedade da regra “pratique ou explique”, ou; (ii) a empresa não estava acostumada a divulgar informações de governança corporativa. Além disso, destacou que as práticas com baixo cumprimento foram as consideradas mais onerosas para serem praticadas pelas empresas.

Manzanares e Leal (2021) analisaram o cumprimento da regra “pratique ou explique” no Brasil em 2018, primeiro ano de sua obrigatoriedade. Nenhuma empresa cumpriu o Código em sua

totalidade e a empresa que teve o pior cenário, deixou de cumprir 36 das 43 recomendações analisadas. O percentual de conformidade com o Código variou de 98% (empresa que mais cumpri) a 16% (empresa que menos cumpri), a média foi de 37% de não conformidade ou desvios das práticas recomendadas. Os autores perceberam que, normalmente, as maiores empresas possuem mais recursos para cumprir as recomendações e, muitas vezes, fazem parte de índices de ações amplamente seguidos, sinalizando que pode existir relação entre recursos disponíveis pelas empresas e o cumprimento das práticas.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 Aspectos gerais

A pesquisa teve como propósito principal investigar as justificativas das empresas brasileiras, de capital aberto, para a não adoção ao princípio “uma ação, um voto”. Para isto, a população do estudo partiu das empresas listadas na [B]<sup>3</sup> que usam ações PN e o material analisado foi o Informe do Código de Governança apresentado pelas empresas à CVM, dados públicos e disponíveis no site desta última. Foram realizadas análises textuais dessas justificativas através de codificação manual e através de *softwares* específicos para análise de dados textuais, MAXQDA e IRAMUTEQ. Visando complementar ainda mais as investigações das justificativas que levam as empresas a não adotarem o princípio, foram realizadas entrevistas semiestruturadas com representantes da área de RI de algumas empresas. E o material obtido a partir das entrevistas foi analisado através do MAXQDA.

Com isso, tem-se uma pesquisa de base positivista quantitativa, mas que ganha um cunho qualitativo ao serem inseridas entrevistas na execução da pesquisa, etapa esta que possui perspectiva antológica fenomenológica. Buscou-se, através da fala dos entrevistados, elementos e aspectos que não são abordados de forma clara e direta nas respostas do Informe do Código de Governança, com objetivo de complementar, de forma geral, as justificativas. Contudo, não foi realizada ligação direta entre a justificativa do Informe e a resposta da empresa, isso porque não seria possível entrevistar todas as empresas das quais tiveram suas respostas do Informe coletadas e analisadas na primeira etapa das análises.

A seguir é apresentado como se deu a construção da amostra e coleta de dados e os procedimentos para execução das análises.

#### 3.2 Amostra e dados

A amostra foi obtida na base de dados da Comdinheiro, em pesquisa realizada em fevereiro/2021. Para chegar ao grupo de interesse, que são as empresas listadas na [B]<sup>3</sup> que possuem ações PN, foi feito o levantamento de todas as empresas com registro ativo na CVM e com ações negociadas na [B]<sup>3</sup> e realizada as exclusões, conforme etapas demonstradas na Tabela 1. A amostra é composta por 426 empresa-ano e o período analisado foram os anos de 2018, 2019 e 2020, visto o objetivo de analisar as justificativas apresentadas pelas empresas no

Informe do Código de Governança, o qual tornou-se obrigatório a partir de 2018, tendo sido instituído em 2017 pela Instrução CVM nº 586/17.

**Tabela 1** – Construção da amostra.

<b>Empresas</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>31/12/2019</b>
Total de ativas	362	365	376
Sem ticket	(5)	(5)	(69)
Em liquidação judicial	(1)	(1)	(1)
Segmento de Balcão	(27)	(27)	(28)
Segmento BDR Nível 2 e 3	(10)	(7)	(7)
Sem ações PN	(177)	(182)	(193)
<b>Amostra</b>	<b>142</b>	<b>143</b>	<b>141</b>

Fonte: Elaborado pela autora.

A Tabela 1 apresenta as etapas da seleção e construção da amostra. Os anos de referência para verificar se as empresas possuíam ações PN em sua estrutura foram 2017, 2018 e 2019, com base nas demonstrações anuais de 31 de dezembro. Isto porque os Informes do Código de Governança, objeto dessa pesquisa, são entregues até o dia 31 de julho do ano seguinte. Logo, os relatórios consultados foram de 2018, 2019 e 2020, respectivamente.

A presente pesquisa focou nas empresas dos segmentos Tradicional, Bovespa Mais, Nível 1 e Nível 2. Empresas negociadas em balcão e BDR foram excluídas. O Novo Mercado, segmento que não admite empresas com ações PN, foi representado na amostra por duas empresas que fizeram a migração para o segmento durante o período investigado, conforme segue: Via Varejo migrou para o Novo Mercado em 2018 e Pão de Açúcar em 2020. Ambas apresentaram justificativa para não adoção do princípio em pelo menos um dos anos analisados e por terem dados disponíveis nesse período foram mantidas na amostra. Um diferencial dessa pesquisa foi manter empresas do setor financeiro com o objetivo de analisar as justificativas apresentadas por empresas desse setor.

Após definida as empresas da amostra, o próximo passo foi verificar se estas disponibilizaram o Informe do Código de Governança no site da CVM. Foram coletadas, uma a uma, as justificativas apresentadas pelas empresas nos respectivos anos e tabuladas em uma planilha no Excel. Porém, não foram encontrados dados disponíveis para algumas empresas, sendo possível que não tenham entregado o relatório, no respectivo ano.

Ao preencher o Informe, referente a recomendação de possuir “uma ação, um voto”, as empresas declaram "Sim", quando possuem apenas ações ON e, portanto, adotam a prática, ou respondem "Não", quando possuem ações PN e, conseqüentemente, não adotam. Para essa

prática não existe a opção de adoção parcial. Assim, o trabalho de avaliação das justificativas contemplou apenas empresas que não adotam o princípio e entregaram o Informe. A Tabela 2 traz a quantidade de justificativas que foram analisadas por ano, de acordo com as entregas do Informe em 2018, 2019 e 2020, respectivamente. Ao todo, foram 422 observações empresa-ano e 306 justificativas no período investigado.

**Tabela 2** – Quantidade de justificativas por ano.

<b>Empresas</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>Total</b>
Amostra no encerramento do exercício anterior	141	142	139	<b>422</b>
Informe de GC não encontrado	(101)	(8)	(7)	<b>(116)</b>
<b>Quantidade de justificativas</b>	<b>40</b>	<b>134</b>	<b>132</b>	<b>306</b>

Nota: a amostra inicial da Tabela 2 é menor que a amostra final encontrada na Tabela 1, pois foram excluídas uma empresa em 2018 e 2019, e duas empresas em 2020, pois na demonstração anual possuíam ações PN e ao consultar o Informe, estas responderam que adotam o princípio. Essa diferença se deve ao fato de a data de divulgação do Informe ser posterior à divulgação das demonstrações contábeis, então, ocorreu essa mudança de classe dupla para classe única em quatro empresas. Fonte: Elaborado pela autora.

Observa-se grande quantidade de relatórios não encontrados em 2018, isto porque foi o primeiro ano de obrigatoriedade de entrega do Informe e apenas as empresas listadas na [B]<sup>3</sup>, pertencentes ao Índice Ibovespa ou IBrX100, eram obrigadas a entregar o relatório até 31 de outubro daquele ano. A partir de 2019, a obrigatoriedade se estendeu para todas as empresas listadas e o prazo passou a valer até 31 de julho de cada ano, que considera sete meses contados da data de encerramento do exercício social. Em 2020, houve uma exceção à regra, devido a pandemia mundial do novo coronavírus (COVID-19), o prazo de entrega do Informe foi prorrogado por dois meses, sendo aceito até 30 de setembro.

As empresas selecionadas para as entrevistas foram filtradas a partir da amostra da Tabela 2. Tomando como base os dados do último ano, para as 132 empresas que entregaram o Informe em 2020 e não adotam o princípio “uma ação, um voto”, foi calculado o percentual de ações PN que cada uma possuía em sua estrutura em 31/12/2019. Depois foi levantado esse percentual num momento mais recente, sendo calculado com base nas demonstrações contábeis de 30/06/2021. A partir dessas informações, foram selecionadas as empresas que se mantiveram na faixa de mais de 25% de ações PN, de 2019 para 2021, pelo fato dessas empresas terem volume expressivo de ações PN, gerando uma expectativa de maior relevância em seus relatos.

Com isso, obteve-se uma seleção de 107 possíveis empresas a serem entrevistadas, conforme distribuição apresentada na Tabela 3. As empresas foram agrupadas por setor de atuação (Painel A) e por faixa de percentual de ações PN (Painel B).

**Tabela 3** – Distribuição de empresas com ações PN.

<i>Painel A: distribuição por setor de atuação</i>		
<b>Setores</b>	<b>Qte</b>	<b>%</b>
Financeiro	27	20,5%
Utilidade Pública	26	19,7%
Bens Industriais	24	18,2%
Consumo Cíclico	20	15,2%
Materiais Básicos	19	14,4%
Consumo Não Cíclico	5	3,8%
Outros	5	3,8%
Comunicações	3	2,3%
Saúde	2	1,5%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	1	0,8%
<b>Total de empresas</b>	<b>132</b>	<b>100,0%</b>

  

<i>Painel B: distribuição por percentual de ações PN</i>		
<b>Faixas</b>	<b>Qte</b>	<b>%</b>
Mais de 66,67%	1	0,8%
No limite de 66,67%	16	12,1%
Entre 50% e 66,67%	42	31,8%
No limite de 50%	12	9,1%
De 25% a 50%	36	27,3%
Até 25%	25	18,9%
<b>Total de empresas</b>	<b>132</b>	<b>100,0%</b>

Nota: Qte – quantidade de empresas. Fonte: Elaborado pela autora.

Como os procedimentos para realização, tratamento e análise das entrevistas são individuais e aprofundados, demandam tempo e a aplicação de muitas entrevistas tornaria essa pesquisa inviável, por isso, os contatos com as empresas foram feitos de forma gradual. Inicialmente, foram selecionadas cinco empresas que possuem o limite máximo de 2/3 de ações PN, em consonância com as determinações da Lei 6.404/76 (Lei das S.A.) antes da revisão em 2001, cinco empresas que estão no limite máximo de 50% de ações PN, conforme determinação vigente da referida lei, e cinco empresas que possuem entre 25% e 50% de ações PN, dando prioridade a empresas de segmentos e setores distintos, buscando aumentar a diversidade nas respostas.

A primeira tentativa de contato ocorreu por correio eletrônico (e-mail), através da área de relacionamento com investidores disponíveis nos sites das companhias. Nos casos que não houve resposta do e-mail inicial no período de uma semana, foi realizada nova tentativa por e-mail. Não havendo o sucesso com a segunda tentativa de contato, foram selecionadas mais 15 empresas, seguindo a mesma lógica inicialmente adotada selecionando empresas de

características semelhantes (% de ações PN, segmento e setor) e iniciou-se uma nova sequência de tentativas.

Para algumas empresas a forma de contato disponível na página do site de RI era através de preenchimento de formulário e envio de mensagem no próprio site. Em seis casos foram realizadas tentativas de contato por meio de envio do formulário via site, mas em nenhum obtivemos retorno. Outra forma de tentativa de contato foi via rede social de negócios, o *LinkedIn*. Foi realizada tentativa com um membro de uma empresa, mas além de demorar, o retorno foi negativo. Houve tentativa de contatos mais diretos às empresas, por meio de pessoas conhecidas que tinham a condição de fazer essa intermediação, como colegas da academia, professores parceiros ou rede de *networking* pessoal. Por meio dessa última via, conseguimos o retorno positivo de uma empresa.

Ao todo, das 107 empresas, foram realizados contatos com 62, sendo obtidas 16 respostas, onde três não aceitaram conceder entrevistas, cinco disseram talvez ou prometeram uma data mais distante e depois quando questionados não responderam mais. Ao todo, foram obtidas oito repostas positivas de empresas que concordaram em contribuir com a pesquisa e participaram da entrevista, porém, uma das empresas não permitiu gravar a entrevista, logo, não conseguimos material para transcrever e analisar, posteriormente. Por fim, conseguiu-se de material sete entrevistas realizadas, gravadas, transcritas e analisadas, conforme descrito na Tabela 4 abaixo.

**Tabela 4** – Obtenção da amostra para as entrevistas.

<b>Empresas</b>	<b>Qte</b>	<b>%</b>
Empresas contatadas	62	100%
Contatos sem retorno	(46)	74%
Respostas obtidas	16	26%
Respostas negativas	(3)	19%
Respostas incertas	(5)	31%
Resposta positiva, mas não permitiu gravação	(1)	6%
<b>Amostra</b>	<b>7</b>	<b>44%</b>

Nota: Qte – quantidade de empresas. Fonte: Elaborado pela autora.

### 3.3 Análise Textual das Justificativas

A análise textual foi realizada através da leitura de todas as 306 justificativas e classificação das mesmas de acordo com o trabalho de Manzanares e Leal (2021). Os autores desenvolveram uma taxonomia com categorias e subcategorias para analisar a qualidade das 43 recomendações do CBGC (2016). Considerando que nessa pesquisa apenas uma recomendação do CBGC

(2016) foi analisada, nem todas as categorias e subcategorias foram incorporadas ao estudo, visto que muitas não se adequavam à recomendação de adoção de classe única de ações.

As categorias principais incorporadas ao estudo foram: i) Justificativa deficiente - a empresa fornece uma justificativa, mas não aborda as razões reais para a não adoção da prática recomendada; ii) Descrição de prática alternativa - a empresa descreve uma prática alternativa para a recomendação, mesmo não sendo uma justificativa adequada, porém é mais completa que a justificativa deficiente, e; iii) Justificativa específica do contexto - a empresa informa que devido a alguma característica específica do seu contexto, a prática recomendada não é aplicável ao seu caso.

A Tabela 5 detalha todas as categorias e subcategorias de Manzanares e Leal (2021), e sinaliza quais se aplicam ou não na análise em questão. Além disso, descreve o critério adotado para enquadramento das justificativas em cada subcategoria e os motivos para a não utilização de algumas subcategorias que foram identificadas como não aplicáveis nessa pesquisa.

**Tabela 5 – Categorias e Subcategorias.**

<b>Categorias e Subcategorias</b>	<b>Aplicável</b>	<b>Critério para classificação ou motivo para não aplicação</b>
<b>Justificativa deficiente</b>		
Adoção de recomendação sob avaliação	Não	A prática não tem avaliação, ou a empresa possui emite ações PN ou já possui apenas ações ON.
Prática alternativa em desenvolvimento	Não	Não há um processo a ser desenvolvido para adoção da prática, ou a empresa adota o princípio ou tem outra prática alternativa, que seria outra categoria.
Declaração de alinhamento a outra norma	Sim	Diz que está de acordo com o estabelecido no estatuto social e/ou orienta consultar o FRE para maiores detalhes, ou apenas cita alguma norma
Declaração de conformidade futura	Sim	Informa que não adota ao princípio, mas apresenta data/prazo para adequação.
Justificativa vazia	Sim	Fornece algum comentário, mas que não justifica nada, de fato.
Pura divulgação	Sim	Apenas diz na justificativa que não cumpre a recomendação, sem nenhuma explicação.
Não relacionado à recomendação	Sim	Fornece justificativa totalmente divergente do contexto da recomendação.
<b>Descrição da prática alternativa</b>		
Prática alternativa em consonância com outra norma	Sim	Cita a outra norma e apresenta detalhes da prática adotada.
Prática alternativa considerada em consonância com o Código	Não	Para estar em consonância com o Código deveria adotar o princípio e, portanto, não haveria justificativa.
Prática alternativa temporária	Sim	Caso haja alguma prática que a empresa esteja fazendo temporariamente e que deixe bem claro isso.
Descrição pura da prática alternativa	Sim	Apenas cita a lei/norma/decreto, sem maiores detalhamentos.
<b>Justificativa com princípios</b>		
Isenção considerada concedida por outra norma	Não	Não há isenção possível a ser concedida caso empresas não adotem a prática.
Ineficácia/ineficiência	Não	Julgar a prática como ineficiente/ineficaz não se aplica para adoção apenas de ações ON.

Prática julgada redundante	Não	A adoção de apenas ações ON não é redundante com outra prática.
<b>Justificativa específica do contexto</b>		
Composição ou tamanho do conselho	Não	Características do conselho não interfere em adotar apenas ações ON.
Tamanho das operações	Não	Tamanho das operações não interfere em adotar apenas ações ON.
Estrutura da empresa	Não	Estrutura da empresa é o cerne do princípio 1 ação 1 voto, não há possibilidade de a estrutura da empresa ser explicação para não adoção ao princípio.
Especificidades do setor	Sim	Quando o setor de atuação da empresa exige ações PN.
Normas internas	Sim	Quando há determinações/motivos internos para emissão de ações PN.
Contexto internacional	Não	Não há situação que o contexto internacional impeça a empresa de possuir somente ações ON.
Requisitos legais/contratuais	Sim	Quando haja algum empecilho legal que limite a empresa de possuir somente ações ON.
Outros	Sim	Outras especificidades de contexto da empresa.
Transição	Sim	Caso a empresa esteja em processo de mudança de todas as ações PN para ON.
<b>Explica, mas na verdade prática</b>	Não	Não se enquadra na recomendação de “uma ação, um voto”, pois esse princípio tem apenas a opção de adota ou não adota.

Fonte: Manzanares e Leal (2021).

Outro aspecto analisado foi se as justificativas das empresas estão em linha com o que se espera de resposta, de acordo com o CBGC (2016). Como o Código segue a regra do “pratique ou explique”, o esperado é que as empresas respondam no Informe se cumprem a prática “uma ação, um voto” ou então expliquem o porquê não cumprem. As explicações devem estar em consonância com o que a CVM (2009) instrui e de acordo com as recomendações do CBGC (2016) para apresentação das justificativas.

Por meio do Anexo 29-A, da Instrução nº 480, de 07 de dezembro de 2009, a CVM diz o seguinte sobre o princípio 1.1: “Cada ação deve dar direito a um voto”:

- “a) informar se o emissor segue a seguinte prática recomendada: “o capital social da companhia deve ser composto apenas por ações ordinárias”;
- b) no caso da não adoção da prática recomendada, apresentar, em linha com as orientações do Código, as razões que levaram o emissor a adotar outras estruturas acionárias.”

O CBGC (2016), estabelecido pelo Grupo de Trabalho Interagentes, recomenda que as empresas que não adotam o princípio “uma ação, um voto” devem apresentar justificativas para tal decisão, abordando os seguintes aspectos:

- “a) a descrição da estrutura acionária atual e dos direitos políticos e econômicos de cada espécie ou classe de ações;
- b) a forma como o controle é exercido; e
- c) eventuais mecanismos que mitiguem a assimetria de direitos políticos e econômicos.”

Para verificar esse alinhamento com o Informe, as justificativas apresentadas pelas empresas foram codificadas e analisadas por meio do MAXQDA, um *software* acadêmico para análise de dados qualitativos e métodos mistos de pesquisa. O MAXQDA foi escolhido porque permite organizar, avaliar e interpretar os dados coletados, além de facilitar a geração de relatórios e resultados (MATIVI; NIVEIROS; CARNEIRO JUNIOR, 2020; NODARI et. al, 2014).

O uso de um *software* de análise de dados qualitativo ajuda no processo de codificação, uma vez que a codificação é feita pelo próprio pesquisador e permite ao mesmo criar e organizar as categorias como melhor desejar. Além disso, há ganho de tempo, porque o *software* agiliza esse processo de codificação, tornando mais rápida essa etapa (NODARI et. al, 2014).

Os textos das justificativas também foram analisados através do *software* IRAMUTEQ, onde os mesmos foram parametrizados para formar o *corpus* textual a ser analisado pelo *software*, buscando identificar características quantitativa do texto. Assim, a partir de dados qualitativos foi possível gerar informações numéricas e representações gráficas para visualizar características do texto.

O IRAMUTEQ (*Interface de R pour les Analyses Multidimensionnelles de Textes et de Questionnaires*) é um *software* de análise de textos que utiliza o ambiente estatístico do *software* R e linguagem *python* para processamento e análise dos dados. Desenvolvido pelo pesquisador francês Pierre Ratinaud, em 2009, inicialmente possuía apenas dicionário no idioma francês, mas depois houve expansão para outros idiomas e, atualmente, o dicionário em língua portuguesa já está bem evoluído (CAMARGO; JUSTO, 2013).

Na academia brasileira, foram identificados vários estudos na área de saúde que utilizam o *software*, mas ainda é pouco utilizado nas áreas de ciências sociais aplicadas. Foram localizados três trabalhos recentes da área de ciências sociais aplicadas que utilizaram o IRAMUTEQ para análise de texto (ABREU et al., 2020; SILVA; SOUZA, 2020; SILVA JUNIOR et al., 2020). Porém, existe potencial para ampliar sua utilização, pois além de ser gratuito e de fácil utilização e compreensão, o *software* ainda permite o processamento de grandes volumes de texto (CAMARGO; JUSTO, 2013).

Dentre as possibilidades de análises textuais oferecidas pelo IRAMUTEQ, foram utilizadas a análise de similitude, que apresenta a conexão entre as palavras, e a nuvem de palavras, que mostra a representatividade das palavras no texto por meio de suas frequências. Os termos e palavras são organizados e graficamente apresentados, tornando de fácil visualização as

conexões existentes no texto e as palavras com maior frequência, dando a estas maior destaque no resultado da análise (CAMARGO; JUSTO, 2013).

### **3.4 Entrevistas Semiestruturadas**

As análises textuais apresentadas anteriormente, foram realizadas com base em informações já disponibilizadas pelas empresas, dados públicos disponíveis no site da CVM, que são as justificativas do Informe do Código de Governança. De modo a complementar a investigação do porquê empresas brasileiras listadas na [B]<sup>3</sup> optam pela emissão de ações sem direito a voto, se distanciando do princípio “uma ação, um voto”, foram realizadas entrevistas semiestruturadas com representantes da área de RI de empresas da amostra.

A entrevista qualitativa é um método de coleta de dados muito utilizado nas ciências sociais empíricas. A entrevista semiestruturada, também chamada de entrevista em profundidade, é aplicada de forma individual dentre um grupo de respondentes e as questões não são totalmente fechadas, deixando certa abertura para que o entrevistado explique sobre o tema em questão (MARTIN; GASKELL, 2008, p.64). Esse método busca compreender uma trajetória, um acontecimento, um processo específico ou emblemático para o problema de pesquisa.

Buscou-se com a realização dessas entrevistas a percepção da empresa sobre a emissão de ações PN. Na visão da área de RI, o que as empresas consideram como atrativos para continuarem emitindo ações PN, ou seja, a razão que as levam a permanecerem com a estrutura de duas classes de ações e não adotar o princípio “uma ação, um voto”. E para alcançar esse objetivo e conseguir obter essas informações foi necessário ouvir os entrevistados de forma mais aberta, por isso, a opção por entrevistas semiestruturadas, ao invés de entrevistas estruturadas ou questionários. Na prática, os tipos de entrevistas se distinguem pelo grau de estruturação das questões, e portanto, seu planejamento, preparação e estruturação se dão de acordo com os objetivos que se quer alcançar (CHERON; SALVAGNI; COLOMBY, 2022).

A entrevista em profundidade deve ser aplicada em grupos menores para que seja possível analisar o conteúdo, o que em grandes quantidades seria inviável. Porém, não há garantia de retorno que todos os abordados irão concordar em conceder as entrevistas. Nessa pesquisa o foco foi conseguir entrevistar diretores da área de RI ou algum outro representante dessa área, caso seja designado para falar em nome da empresa.

As entrevistas foram realizadas de forma online, por chamada de vídeo, via sala de reunião das plataformas do *Google Meet* ou *Microsoft Teams*, de acordo com a preferência do entrevistado. A pesquisa online é uma ferramenta comum em estudos acadêmicos, já é utilizada para esses fins desde a década de 90 e com a pandemia do COVID-19 ganhou ainda mais destaque, pois foi a forma mais viável para contatar os entrevistados e realizar as entrevistas (MELO; DOURADO, 2022). A realização das entrevistas de forma online permitiu a execução da pesquisa de forma segura, visto que foram realizadas durante a pandemia do COVID-19, e sem custos adicionais, do ponto de vista econômico.

Com o consentimento dos entrevistados, as entrevistas foram gravadas para depois serem transcritas. Os dados coletados são confidenciais e foi mantido o anonimato dos entrevistados, de forma a deixá-los mais confortáveis em suas falas. Esse aspecto de cuidado e proteção com os dados foi reforçado aos entrevistados no momento da entrevista.

Como a pesquisa envolveu seres humanos e em observância às questões éticas nesse contexto, o projeto dessa pesquisa passou por avaliação do comitê de ética em pesquisa com seres humanos da Universidade Federal do Espírito Santo (CEP/UFES/Campus Goiabeiras). E em respeito aos princípios éticos de não maleficência, beneficência, justiça e autonomia aos sujeitos, foi elaborado o Termo de Consentimento Livre e Esclarecido (TCLE), de acordo com as orientações do CEP/UFES/Campus Goiabeiras e o item IV da Resolução CNS 466/12. Esse termo, disponível no Apêndice A, explica sobre a pesquisa realizada e formalizou a aceitação do entrevistado em conceder a entrevista. O pesquisador (entrevistador) enviou uma via do TCLE assinada ao entrevistado para que este a assinasse registrando seu consentimento e devolvesse a via assinada.

Para a execução das entrevistas, foi montado um roteiro com questões chaves que serviram para orientar e dar suporte na condução da entrevista. Considerando que é fundamental que o roteiro seja testado em uma entrevista “não-válida” para evitar embaraços no momento das entrevistas reais (DUARTE, 2004), foi realizado um teste com um colega do grupo de pesquisa Governança e Mercado da UFES com objetivo de treinar a pesquisadora a realizar a entrevista de forma mais proveitosa possível.

As questões foram elaboradas com base no que a literatura traz como justificativas para não adoção da prática recomendada, conforme roteiro apresentado na Tabela 6. Vale ressaltar que

este roteiro não foi apresentado ao entrevistado, ele apenas serviu como direcionador para o pesquisador, não sendo feitas as perguntas na forma e ordem que se apresentam.

**Tabela 6** – Estrutura do roteiro das entrevistas.

<b>Abertura da entrevista</b>		
<b>Aspecto</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Questões de pesquisa</b>
Perfil do entrevistado	Verificar se há alguma tendência observadas nas respostas que possam estar relacionadas ao perfil dos entrevistados.	Nome; Função Tempo no cargo atual Tempo na empresa Tempo de experiência na área de RI
Abertura da entrevista	Deixar o entrevistado à vontade e ir ganhando a confiança para responder as perguntas seguintes.	Fale um pouco sobre a área de RI e essa abertura em atender o público externo.
<b>Aspectos gerais sobre o Informe do Código de Governança</b>		
<b>Aspectos investigados</b>	<b>Autores</b>	<b>Questões de pesquisa</b>
Falta de costume nas divulgações de GC	Rose (2016)	Na prática, percebe-se os benefícios trazidos pela adoção de boas práticas de GC? Como é visto as divulgações de informações sobre GC que a empresa tem que apresentar?
Entendimento do modelo "pratique ou explique"	Rose (2016)	O que dizer sobre o Informe de GC que tem que ser entregue todo ano e apresentar explicações para as práticas não adotadas? Qual a postura da empresa nas explicações? Busca dar respostas mais detalhadas ou responder apenas o básico?
<b>Aspectos apresentados na literatura como justificativa para emissão de ações PN</b>		
<b>Aspectos investigados</b>	<b>Autores</b>	<b>Questões de pesquisa</b>
Manter os fundadores na liderança do negócio	Hossain (2015)	Os fundadores ainda estão no comando do negócio? Ou atuam na empresa? Ou quanto tempo ficaram no comando? De que forma a emissão de ações PN ajudam a manter os fundadores no comando?
Manter o controle da Companhia	Pinto (2014) Aldrighi e Mazzer Neto (2007)	Como é exercido o controle atual da companhia? Existe pretensão de que o controle permaneça dessa forma por muito tempo? Ou há previsão de troca/mudança do controlador? Quais os pontos atrativos para o investidor adquirir ações PN da companhia?
Manter benefícios privados dos controladores	Burkart e Lee (2008) Gompers, Ishii e Metrick (2010)	Como pode ser vista a relação entre os acionistas majoritários e minoritários, no que diz respeito a benefícios?
Proteção contra aquisições hostis	Li e Zaiats (2017b)	A empresa adota algum mecanismo de proteção contra aquisições hostis? Discorra sobre. Acredita que possuir ações PN possa ajudar nesse aspecto? Como a emissão de ações PN pode ser uma forma de proteção contra essas aquisições?

Forma de financiamento	Pinto (2014)	Os gestores veem o mercado de capitais como uma forma de financiamento? De que forma a emissão de ações PN pode ser uma estratégia para captar recursos no mercado? Quais suas vantagens?
Favorecer a visão de longo prazo	Reddy (2020) Adhikari, Nguyen e Sutton (2018) Lauterbach e Pajuste (2015)	Estar no mercado de capitais interfere na visão de longo prazo da empresa. Em que aspectos? Possuir acionistas minoritários, sem direito a votar, favorecem a empresa prosseguir na visão de longo prazo?

---

**Aspectos observados nas justificativas do Informe do Código de Governança**

---

Aspectos investigados	Autores	Questões de pesquisa
Dificuldades de atender plenamente as orientações do Código	Trecho da resposta empresa A: "A dificuldade/impossibilidade (resultados obtidos, tamanho etc.) de utilizar plenamente o mercado de valores mobiliários inibe o atendimento a orientação do Código.	A empresa já discutiu, cogitou ou pretende converter todas as ações PN em ON? O que a empresa vê como impedimento/dificuldade em converter todas as ações PN em ON? Por que é interessante continuar emitindo ações PN? Ou porque a empresa não considera interessante possuir apenas ações ON?
Resistência a mudanças	Trecho da resposta empresa B: "As estruturas de propriedade estão enraizadas nas companhias e observou-se a dificuldade de abertura para mudança."	Quais as percepções quanto a adotar o princípio "uma ação, um voto", dentro da empresa? O quanto a cultura e tradição da empresa, em especial dos diretores, impedem a virada de chave da estrutura de classe dupla para única? Houve alguma mudança recente na estrutura de propriedade da companhia? Caso sim, comente. Ou o consentimento geral da companhia é que possuir ações PN é mais benéfico que adotar a classe única de ações e pretendem seguir com essa estrutura? Como você elencaria esses principais benefícios.

---

**Aspecto geral de encerramento**

---

Aspecto	Objetivo	Questões de pesquisa
Perguntas para fechar a entrevista.	Abrir a oportunidade do entrevistado falar algo mais que gostaria e fechar a entrevista de forma mais descontraída.	Sobre os aspectos que conversamos, gostaria de acrescentar algo a mais? De forma geral, teria algum ponto que não foi abordado e gostaria de aproveitar a oportunidade para falar?

Fonte: Elaborado pela autora.

Após realizadas as entrevistas, as gravações foram transcritas e analisadas através do MAXQDA, *software* utilizado em análise de entrevistas. Nesse caso, sua utilização permitiu importar os textos transcritos das entrevistas e realizar as análises para alcançar o objetivo proposto nessa dissertação. Para essa pesquisa foi escolhido o *software* MAXQDA por ter uma interface mais amigável, sendo de fácil compreensão e utilização.

As transcrições foram realizadas com suporte do *Google Docs*, utilizando a ferramenta de digitação por voz. Com essa funcionalidade o *Google Docs* captou o som dos vídeos e foi

transformando-os em textos corridos. A ferramenta não tem precisão perfeita, não pontua corretamente e algumas palavras foram destorcidas ou não foram perfeitamente entendíveis. O processo de transcrição automático foi acompanhado pela pesquisadora, a qual revisou toda a transcrição, ouvindo os áudios novamente e fazendo as correções no texto até se ter a transcrição definitiva das entrevistas.

O programado do MAXQDA foi baixado e instalado no computador da pesquisadora, ficando apto para utilização. Após finalizada a etapa de transcrição, os textos obtidos foram importados para dentro do programa em formato de documento do *Word* para ser manuseado. Dentro do MAXQDA foram criadas as categorias, conforme previsto na literatura e, depois, foi realizada a leitura minuciosa dos textos transcritos. Os segmentos de texto foram marcados e categorizados de acordo com a categoria de justificativa que melhor se enquadrava. A partir daí obteve-se os resultados a serem apresentados em sessões seguintes.

### **3.5 Cuidado nas pesquisas realizadas em ambiente virtual**

Como a pesquisa ocorreu em ambiente virtual, este, por sua vez, pode envolver riscos ao participante de divulgação de voz e/ou imagem gravadas e risco de divulgação de dados confidenciais registrados no termo de consentimento. Por isso, foram adotadas medidas de controle para mitigação desses riscos e vale ressaltar que só houve gravação com o consentimento do entrevistado.

Em relação aos e-mails de contato, estes foram enviados do e-mail pessoal da pesquisadora principal para o e-mail institucional do entrevistado, sendo um remetente e um destinatário em cada mensagem, não havendo compartilhamento de informações entre entrevistados. Ao aceitar participar da entrevista, foi enviado outro e-mail agendando a entrevista, de acordo com a agenda do entrevistado e junto, foi enviado o TCLE assinado digitalmente pela pesquisadora principal. No momento da entrevista foi esclarecido, verbalmente, as informações do TCLE pela pesquisadora ao entrevistado e, então, foi solicitado que o entrevistado assinasse o TCLE declarando seu consentimento e o enviasse para a pesquisadora, por e-mail. Foi orientado também que o entrevistado guarde uma cópia do documento assinado em local seguro.

No TCLE fica claro que o entrevistado teria total esclarecimento sobre o estudo em qualquer aspecto que desejar e estaria livre para participar ou recusar-se a participar da pesquisa. Além disso, poderia retirar seu consentimento ou interromper a participação a qualquer momento,

sem ter que apresentar justificativa ou explicações para tal. Sendo que sua participação é voluntária e a recusa em participar não acarretaria qualquer penalidade.

Os registros das entrevistas e os TCLE devidamente assinado pelas duas partes envolvidas, foram baixados e salvos no disco C, do computador da pesquisadora principal. Vale reforçar que apenas a pesquisadora tem acesso a seu computador e que os documentos e registros não foram salvos em nuvem ou qualquer rede de compartilhamento.

Os benefícios previstos para os participantes da pesquisa são indiretos. O levantamento sobre possíveis vantagens e desvantagens na emissão de ações PN podem aumentar a discussão no mercado e chamar a atenção de órgãos reguladores para o tema. Além do mais, firma-se o compromisso de divulgação dos resultados do estudo aos participantes da pesquisa e suas respectivas instituições que contribuíram com os dados para essa pesquisa.

Por fim, reforça-se o compromisso ético de que houve e haverá total confidencialidade quanto as informações e dados das partes envolvidas, e apenas a pesquisadora principal terá acesso as gravações e aos documentos. Os relatos registrados nas entrevistas serão de uso exclusivo para essa pesquisa e seus respondentes não sejam identificados.

## 4 RESULTADOS

### 4.1 Resultados da Análise Textual das Justificativas

Esse tópico apresenta os resultados obtidos através das análises textuais realizadas sobre as justificativas das empresas apresentadas no Informe do Código de Governança e colhidas no site da CVM. O material foi analisado de forma qualitativa, sendo todas as justificativas classificadas conforme a taxonomia desenvolvida por Manzanares e Leal (2021). Porém, diferente dos autores que tomaram por base 43 recomendações do CBGC (2016), nessa pesquisa foi investigada apenas uma recomendação, logo, nem todas as categorias se mostraram aplicáveis. A Tabela 7 apresenta os resultados da primeira etapa da análise textual das justificativas.

**Tabela 7** – Análises das Justificativas.

Categorias e Subcategorias	2018		2019		2020		TOTAL	
	Qte.	%	Qte.	%	Qte.	%	Qte.	%
Justificativa deficiente	25	63%	96	72%	92	70%	213	70%
Declaração de alinhamento a outra norma	19	48%	49	37%	45	34%	113	37%
Justificativa vazia	3	8%	23	17%	24	18%	50	16%
Pura divulgação	1	3%	12	9%	10	8%	23	8%
Não relacionado à recomendação	2	5%	12	9%	13	10%	27	9%
Descrição de prática alternativa	14	35%	30	22%	32	24%	76	25%
Em consonância com outra norma	11	28%	18	13%	20	15%	49	16%
Descrição pura da prática alternativa	3	8%	12	9%	12	9%	27	9%
Justificativa específica do contexto	1	3%	8	6%	8	6%	17	6%
Normas internas	0	0%	3	2%	3	2%	6	2%
Requisitos legais/contratuais	1	3%	2	1%	2	2%	5	2%
Outra justificativa específica do contexto	0	0%	1	1%	1	1%	2	1%
Transição	0	0%	2	1%	2	2%	4	1%
<b>Total</b>	<b>40</b>	<b>100%</b>	<b>134</b>	<b>100%</b>	<b>132</b>	<b>100%</b>	<b>306</b>	<b>100%</b>

Nota: Qte – quantidade de empresas. Fonte: Elaborado pela autora.

O ponto que mais chama a atenção é o alto percentual de justificativas deficientes (70%), o que é condizente com os achados de Manzanares e Leal (2021) que diz ser de baixa qualidade as explicações das empresas brasileiras ao Informe do Código de Governança. A baixa qualidade das justificativas também foi identificada em empresas britânicas (ARCOT; BRUNO; FAURE-GRIMAUD, 2009) e em empresas dinamarquesas (ROSE, 2016), em estudos que analisaram as explicações do Informe nesses países.

Um fato identificado durante a leitura das respostas, e que merece destaque, é que muitas empresas se embasam em leis e normas para justificar a emissão de ações PN. Apesar de não

estarem na mesma categoria, se somados os percentuais das subcategorias “Declaração de alinhamento a outra norma” com 37% e “Prática alternativa em consonância com outra norma” com 16%, obtém-se o percentual de 53%. As explicações dessas categorias para justificar a emissão de ações PN giram em torno, basicamente, de dizer que é permitido pela Lei 6.404/76 (Lei das SA) e/ou atende os regulamentos de listagem do Nível 1 ou Nível 2. A diferença entre as duas subcategorias está no detalhamento da resposta, a primeira apenas cita a norma, enquanto a segunda dá mais detalhes sobre a prática alternativa.

Como exemplos de declarações alinhadas a outra norma, que teve o maior percentual de justificativas (37%), são expostos dois trechos que falam da Lei 6.404/76 e regulamentos da [B]<sup>3</sup> que foram considerados como outras normas nessa análise: i) “O Capital Social da Companhia é composto atualmente por Ações ON e Ações PN, em conformidade com a Lei 6.404/76, de 1976 (Lei das SA).”, ii) “A Companhia atende às exigências do Nível 1 de Governança da [B]<sup>3</sup>.”, e; iii) “A Companhia possui Estrutura de Capital Social composta por Ações ON e Ações PN, conforme previsto e autorizado pela Lei 6.404/76”. Seguida pela categoria de declaração de prática alternativa em consonância com outra norma, com 16%, que traz os exemplos: i) “Essa Estrutura de Capital era necessária em razão das limitações de titularidade de capital votante de companhias aéreas por estrangeiros, nos termos da Lei nº 7.565/1986 (“Código Brasileiro de Aeronáutica”), antes das alterações trazidas pela Lei nº 13.842/2019, resultante da conversão da Medida Provisória nº 863/2018.”, e; ii) “A existência das Ações PN se justifica principalmente devido à proibição regulatória sobre a titularidade de Ações ON de companhias aéreas por estrangeiros, acima de 20%, nos termos da Lei 7565/86”.

As justificativas vazias também tiveram um percentual representativo da amostra, 16% das justificativas foram enquadradas nessa categoria e para exemplificar, segue dois exemplos: i) “Desde seu registro, a Companhia tem seu capital dividido em Ações ON e Ações PN. O volume de Ações ON e Ações PN emitidas atende o teto previsto em lei e o desejo dos acionistas.”, e; ii) “A exigência não se aplica à Companhia uma vez que ela não pertence ao segmento do Novo Mercado na [B]<sup>3</sup>”.

Outro comportamento observado é que muitas empresas, simplesmente, repetem a mesma resposta em anos diferentes, sendo que das 306 justificativas, 145 foram repetidas. Considerando esse fato, para a etapa da análise textual das justificativas via os *softwares* MAXQDA e IRAMUTEQ foram utilizadas apenas 161 respostas que continham textos distintos, denominados de justificativas únicas.

O objetivo nessa fase foi verificar se as empresas que não adotam o princípio “uma ação, um voto” apresentaram a justificativa ao Informe de acordo com as recomendações do CBGC (2016) e se citaram razões para adoção de outras estruturas acionárias. A CVM (2017) instrui que as justificativas estejam em linha com as recomendações do CBGC (2016) que diz que as empresas devem descrever como é composto o capital social da companhia, informar os direitos dos acionistas, como é exercido o controle e descrever formas de mitigar as assimetrias de direitos políticos e econômicos dos acionistas. E espera-se que sejam informadas razões que levaram o emissor a adotar outras estruturas acionárias diferentes da estrutura de “uma ação, um voto”.

Por meio da análise realizada no MAXQDA, das 161 justificativas únicas analisadas, observa-se de forma geral que as empresas não incluem todos os aspectos sugeridos pelo CBGC (2016) em suas respostas ao justificarem a não adoção da prática recomendada. Por meio do Gráfico 1 nota-se que a maioria das empresas fala apenas da estrutura acionária vigente na empresa e dos direitos dos acionistas, já a proporção das justificativas que contêm razões para não adotar a classe única de ações é baixa, apenas 13 respostas, o que corresponde a 8% das 161 justificativas únicas analisadas nessa fase.

Com maior representatividade nessa análise, tendo sido identificadas 141 justificativas (87% das 161 justificativas), as informações de descrição da estrutura acionária nem sempre seguiram a mesma tendência, houve respostas muito objetivas, como “O Capital Social é composto atualmente por Ações ON e Ações PN” e outras com maior nível de detalhe, como por exemplo “Do capital autorizado acham-se subscritos e integralizados R\$1,3 bi, representados por 38.571.591 ações nominativas, sem valor nominal, sendo 15.527.137 Ações ON com direito a voto e 23.044.454 Ações PN, também nominativas, sem direito a voto”.

Ao falar dos direitos dos acionistas, seguiram a mesma linha, porém, num percentual menor, 53% das 161 justificativas analisadas contêm informações sobre os direitos de cada classe de ações. Houve resposta do tipo “Ações ON dá direito a um voto nas Assembleia Geral e as Ações PN, Classe A e Classe B, gozam de prioridade no recebimento de um dividendo mínimo e prioridade no reembolso de capital pelo valor do patrimônio líquido, no caso de liquidação da Companhia, nos termos do Estatuto Social da Companhia” e completaram acrescentando “Para mais informações sobre os direitos políticos e econômicos de cada espécie de ações da Companhia, ver item 18.1 do Formulário de Referência”, sendo que cada empresa direcionou ao item corresponde do seu FRE.

Muitas empresas apresentaram a lista de direitos completos, elencando tópico a tópico, trazendo as informações do FRE para a resposta do Informe. Como exemplo, é exibida a resposta de um banco que diz: “Ações PN confere ao seu titular o direito a voto restrito, exclusivamente nas seguintes matérias: (a) transformação, incorporação, fusão ou cisão da Sociedade; (b) aprovação de contratos entre o Banco e o Acionista Controlador, diretamente ou por meio de terceiros, assim como de outras sociedades nas quais o Acionista Controlador tenha interesse, sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em Assembleia Geral; (c) avaliação de bens destinados à integralização de aumento de capital do Banco; (d) escolha de instituição ou empresa especializada para determinação do Valor Econômico do Banco, conforme parágrafo primeiro do Artigo 47; (e) alteração ou revogação de dispositivos estatutários que alterem ou modifiquem quaisquer das exigências previstas no item 4.1 do Regulamento do Nível\_2, ressalvado que esse direito a voto prevalecerá enquanto estiver em vigor o Contrato de Participação no Nível\_2 de Governança Corporativa; As Ações PN emitidas pelo Banco asseguram aos seus titulares as seguintes vantagens:(a) prioridade no reembolso de capital em caso de liquidação do Banco, sem prêmio; (b) participação nos lucros distribuídos em igualdade com as Ações ON; e (c) direito de serem incluídas em oferta pública de aquisição de ações em decorrência de Alienação de Controle do Banco ao mesmo preço e nas mesmas condições ofertadas às Ações de Controle, conforme definições previstas no Capítulo IX deste Estatuto Social”.

**Gráfico 1** – Análise do alinhamento das justificativas.



Fonte: elaborada pela autora por meio do *software* MAXQDA.

Em 22% (35) das justificativas foram contempladas informações de como o controle é exercido, como exemplo pode ser citado o trecho: “O controle acionário da Companhia é exercido pelo Acionista Controlador, detentor de 99,80% das ações com direito a voto”. E os mecanismos

adotados pelas empresas visando mitigar as assimetrias entre os direitos políticos e econômico dos acionistas foram abordados em 11% (17) das justificativas. Como exemplo desse segundo caso, tem-se o detalhamento: “Para mitigar a diferença de direitos políticos, a Companhia entendeu por bem prever, no art. 5º, §3º de seu Estatuto Social, a distribuição de dividendos às Ações PN, 35 vezes superior ao distribuído para as Ações ON, bem como direito de serem incluídas na oferta pública em decorrência de alienação de controle, nas mesmas condições e ao preço pago por ação equivalente a 35 vezes o preço por Ações ON pago ao Controlador, entre outros direitos”.

Seguindo a metodologia de Manzanares e Leal (2021) não havia uma categoria com foco em verificar as justificativas específicas para a recomendação “uma ação, um voto”, pois o trabalho foi desenvolvido numa abordagem geral de todas as recomendações do CBGC (2016). Porém, por meio da análise desenvolvida no MAXQDA foi dado foco em verificar se as empresas apresentam as razões para a não adoção dessa prática especificamente. Como resultado, identificou-se 13 razões que, de fato, justificam a não adoção da classe única de ações, como por exemplo, uma empresa disse que “A estrutura dual de ações da Companhia permite maior flexibilidade na estrutura de controle e de capitalização da Companhia”, indo em linha com ao que a justificativa prevista na literatura de manutenção do controle.

Duas empresas de economia mista deixaram claro que permanecem com a estrutura de ações ON e PN porque a adoção da prática acarretaria a perda de poder do controlador, como fica evidente nos trechos a seguir: i) “a conversão das Ações ON em Ações PN implicaria em perda de controle acionário do Estado”, e; ii) “não seria possível atender à prática sem resultar na perda do controle acionário por parte da União Federal”. Outro exemplo que merece destaque é o caso de duas empresas que já decidiram por converter as ações PN em ON e estão aguardando apenas a aprovação em assembleia, conforme segue: i) “foi aprovada pela maioria do capital votante, a conversão da totalidade das Ações PN de emissão da Companhia, em Ações ON, mas até a presente data, não foi possível reunir o quórum necessário para a referida conversão”, e; ii) “o Conselho de Administração da Companhia aprovou a proposta que contemplava o início do processo de conversão da totalidade das ações de uma Ação ON para cada uma Ação PN convertida, com extinção das Ações PN”, sendo que nesse segundo caso ainda seria convocada a assembleia geral extraordinária (AGE) para votação.

Para próxima etapa das análises, realizadas pelo IRAMUTEQ, as 161 justificativas únicas foram formatadas em parágrafos, sendo um para cada justificativa. Nos termos com mais de

uma palavra, foi inserido o símbolo “\_” (*underline*) para serem entendidos como um elemento, como por exemplo, nos casos de “ações\_ON”; “ações\_PN” e “estatuto\_social”, entre outras. Foi realizada toda codificação necessária para formar o *corpus* textual que foi analisado através do IRAMUTEQ. O *corpus* textual total contém 1784 formas (palavras e termos distintos) e destas 684 são *hápax* (formas que aparecerem apenas uma vez), a partir da análise desse material foram gerados como resultados as Figuras 1 e 2.

Por questões visuais, na análise de similitude (Figura 1) foi considerada frequência mínima 30 para as palavras e excluído alguns termos que, por si só, não representam nenhuma significância, como por exemplo “mesmo” e “caso”. Assim, é possível perceber as conexões entre as palavras e identificar as palavras com maior relevância. A maior frequência foi da palavra “companhia”, que se repete 532 vezes, seguida por “ações\_pn”, com 500 repetições, “ações\_on”, com 406 e “direito” com 398.

Apesar de “companhia” ter maior frequência, o termo “ações\_pn” ficou no centro da das conexões, o que é esperado e justificável, uma vez que o objetivo das respostas das empresas é explicar o porquê da emissão de ações PN. Ligada fortemente a “ações\_pn” está a palavra “direito” e o termo “ações\_on”, resultado alinhado com o que foi identificado na análise através do MAXQDA, onde percebe-se que a maioria das empresas informa os percentuais de ações ON e PN, descrevendo sobre a estrutura acionária, e abordam sobre os direitos dos acionistas, conforme recomendações do CBGC (2016). Logo, se justifica a alta relevância desses três termos sinalizada na análise do IRAMUTEQ.

A Figura 1 demonstra graficamente que a maioria das companhias descreve como é a estrutura acionária atual, informando os percentuais de ações ON e PN, e muitas ainda acrescentam que asseguram os direitos dos acionistas, alinhadas com o orientado pelo CBGC (2016). Essas informações vão em linha com o que foi percebido na leitura minuciosa das justificativas e com os resultados obtidos nas análises via MAXQDA. Contudo, reforça que a observância às orientações do CBGC (2016) se dá em parte, visto que o principal seria explicar o porquê não adotam o princípio “uma ação, um voto” ou para estarem mais fortemente alinhados com o Código, deveriam, pelo menos, apresentar eventuais mecanismos que mitiguem a assimetria de direitos políticos e econômicos entre os acionistas, além de informar como é exercido o controle da Companhia. Esses dois últimos quesitos tiveram baixa representatividade nos resultados do MAXQDA e, por isso, faz sentido que não tenham sido percebidos no IRAMUTEQ.





## 4.2 Resultado das Entrevistas Semiestruturadas

Foram realizadas entrevistas com sete empresas distintas, com duração média de 31min33s e no total foram 03h40min54s de conteúdo gravado. As tentativas de contatos foram realizadas com empresas de setores e segmentos diferentes, também foi observada a faixa do percentual de ações PN contidas na estrutura da empresa, conforme detalhado na metodologia, a fim de diversificar a amostra. Porém, a grande maioria das tentativas foi sem sucesso, logo, foram realizadas as entrevistas com as empresas que aceitaram contribuir com a pesquisa. A Tabela 8 apresenta as principais características descritivas das sete empresas.

**Tabela 8** – Descritiva das empresas entrevistadas.

<b>Empresa</b>	<b>Setor</b>	<b>Segmento</b>	<b>TAM (milhões)</b>	<b>% PN</b>
Empresa 1	Bens Industriais	Bolsa	454,96	66,67%
Empresa 2	Bens Industriais	Nível 1	6.692,47	63,92%
Empresa 3	Materiais Básicos	Bolsa	1.131,67	64,99%
Empresa 4	Financeiro	Nível 1	85.929,00	65,64%
Empresa 5	Financeiro	Nível 2	15.177,61	48,99%
Empresa 6	Materiais Básicos	Nível 1	72.354,18	66,42%
Empresa 7	Utilidade Pública	Nível 1	51.067,39	66,57%

Nota: TAM – Tamanho da empresa medido pelo Ativo Total em milhões de reais. Fonte: Elaborado pela autora.

O primeiro ponto a se analisar é a distribuição dos Códigos em relação aos arquivos de transcrição das sete entrevistas. A Tabela 9 mostra quantas empresas apresentaram justificativas já citadas na literatura, sendo que todas apresentaram alguma justificativa. E foi unânime que todas as empresas reconhecem que a estrutura de classe dupla de ações, ou seja, possuir as ações PN, favorece a visão de longo prazo, sendo uma forte justificativa para as empresas não adotarem o princípio “uma ação, um voto”, reafirmando o que foi sugerido em estudos anteriores (ADHIKARI; NGUYEN; SUTTON, 2018; LAUTERBANCH; PAJUSTE, 2015; REDDY, 2020).

Na literatura, a justificativa mais citada é a manutenção do controle (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007; PINTO, 2014). Das sete empresas entrevistadas, seis usaram essa justificativa que pode ser exemplificada com os dois trechos a seguir, o representante da Empresa 4 disse: “eu acho que é mesmo para manter o controle” e o da Empresa 7 foi enfático ao afirmar que: “de imediato ele perderia o comando, a gestão da companhia, só de transformar PN para ON”.

Contudo, uma empresa tem a visão contrária quanto a perda de controle. Segundo o representante da Empresa 6, o comitê de estratégia discuti sobre as tendências de governança,

inclusive sobre a recomendação de adotar apenas ações ON e, na visão dele, “migrar para classe única de ações não significa perda de controle”, e ele se justifica complementando que “é possível ter o controle apenas com uma classe de ações porque tem outras formas de controle”.

Conforme traz Li e Zaiats (2017b), ter a estrutura de classe dupla, pode ser uma forma de proteção contra aquisições hostis e quatro dos entrevistados confirmaram que essa é uma justificativa para continuarem com as ações PN. O entrevistado da Empresa 2 explicou toda a lógica das ações PN serem uma forma de proteger contra aquisições hostis, pois para fazer a aquisição de uma companhia, o comprador precisa adquirir 50% + 1 das ações com direito a voto e finaliza afirmando que “dá para dizer que a princípio sim, uma estrutura com ON e PN, ela é mais propensa a defender uma tomada hostil do que uma estrutura só com ON”.

Outros quatro entrevistados afirmaram que possuir as ações PN pode ser uma forma de financiamento, corroborando com Pinto (2014). A Empresa 3 declarou que na época de implantação de um grande projeto “não tinha forma de como você custear o projeto, o financiamento do processo de construção da fábrica e, na época, umas das formas encontradas foi a emissão de ações preferenciais”.

Principalmente, no momento de abertura de capital a emissão de ações PN pode ser uma boa forma de financiamento, como coloca também a Empresa 5. O entrevistado em questão acrescenta que, além da emissão de ações PN ser uma forma de financiamento para a empresa, “é muito comum a emissão de ações PN, em empresa de capital aberto, como forma de remuneração dos administradores ou de alguns executivos ou de toda a base de colaboradores, dependendo da empresa”. A utilização de ações PN como forma de remuneração é uma linha interessante para explicar o porquê as empresas continuam emitindo ações PN, mas só foi levantada por uma empresa e não foi aprofundada nessa pesquisa.

As justificativas “manter benefícios privados dos controladores” e “manter os fundadores na liderança” foram pouco citadas, apenas uma afirmativa para cada uma. Sobre manter os benefícios, observou-se que pode ser um aspecto delicado para o entrevistado fazer uma afirmativa a tal ponto. E em relação aos fundadores, muitas empresas nem sempre tem o fundador à frente do negócio mais. Fatos que podem explicar o baixo índice para essas duas justificativas.

Na análise realizada através do MAXQDA cada entrevista corresponde a um documento e em todos foram identificadas justificativas já citadas na literatura como se apresenta na Tabela 9.

**Tabela 9** – Distribuição das justificativas citadas na literatura por documentos.

<b>Justificativas citadas na literatura</b>	<b>Documentos</b>	<b>%</b>	<b>% (válida)</b>
Favorecer a visão de longo prazo	7	100,00	100,00
Manter o controle da Companhia	6	85,71	85,71
Proteção contra aquisições hostis	4	57,14	57,14
Forma de financiamento	4	57,14	57,14
Manter benefícios privados dos controladores	1	14,29	14,29
Manter os fundadores na liderança	1	14,29	14,29
Documentos com Código(s)	7	100,00	100,00
Documentos sem Código(s)	0	0,00	-
Documentos analisados	7	100,00	-

Fonte: elaborada pela autora por meio do *software* MAXQDA.

De forma geral, pode-se observar que ao responderem o Informe do Código de Governança, as empresas tendem a ser mais objetivas e sucintas nas respostas. Como identificado na análise textual das justificativas, as empresas não dão muitas explicações das razões que as levam não adotarem o princípio “uma ação, um voto”. Porém, ao serem questionadas diretamente, ao serem levantadas possíveis razões trazidas na literatura elas confirmam que sim, que tais justificativas estão entre as razões para continuarem emitindo ações PN e não adotarem a classe única de ações. Com isso, fica evidente o benefício trazido para a academia ao mesclar métodos quantitativos e qualitativos numa mesma pesquisa.

Além de corroborar com a literatura, reforçando que as empresas se justificam com base no que estudos anteriores sugeriam, considera-se que a contribuição mais importante nessa pesquisa foram os *insights* sobre outras justificativas que as empresas alegaram para a não adoção ao princípio “uma ação, um voto”. A Tabela 10 dá destaque aos novos achados, onde houve empresas que complementaram suas justificativas dizendo que não é tão simples implementar, adotar as práticas recomendadas pelo Informe do Código de Governança e, às vezes, é custoso, empecilhos esses que podem travar a transformação de todas as ações PN para ON.

Como nova descoberta, também foi mencionado sobre a manutenção do planejamento estratégico da companhia, como sendo uma justificativa para permanecerem com ações PN em suas estruturas. A Empresa 1, ao ser questionada sobre a manutenção do controle, reforçou dizendo que ao manter o controle “mantém uma coisa que é muito importante, que é o alinhamento estratégico”. Este é um ponto que poderá ser investigado com maior profundidade, em pesquisas futuras.

Através da Tabela 10 fica evidenciado que todas as empresas citaram, pelo menos, uma outra justificativa além das que estavam mapeadas pela literatura base dessa pesquisa. E, conforme foram sendo identificadas novas menções, elas foram agrupadas por similaridade formando mais quatro categorias de justificativas.

**Tabela 10** – Distribuição das outras justificativas por documentos.

<b>Outras justificativas apresentadas pelas empresas</b>	<b>Documentos</b>	<b>%</b>	<b>% (válida)</b>
Há demanda por PN, o investidor tem interesse	7	100,00	100,00
Há custos ao praticar as recomendações	3	42,86	42,86
Manter o alinhamento estratégico	2	28,57	28,57
É difícil praticar todas as recomendações	2	28,57	28,57
Documentos com Código(s)	7	100,00	100,00
Documentos sem Código(s)	0	0,00	-
Documentos analisados	7	100,00	-

Fonte: elaborada pela autora por meio do *software* MAXQDA.

Algo relevante notado na pesquisa é a percepção em relação ao investidor, onde todos os entrevistados usaram argumentos semelhantes ao falar dessa outra parte. Quando questionados sobre o porquê de continuar com as ações PN na estrutura da empresa, disseram que os investidores demandam esse tipo de ações, porque dependendo do perfil do investidor, eles não estão interessados muito na governança, em cumprir todas as práticas e nem em ter e exercer seu poder de voto, muitas vezes o principal atrativo é a perspectiva de retorno, os dividendos pagos. Então, pautados na outra parte, as empresas afirmaram que é interessante ter as ações PN para atender determinado perfil de investidor que visam essas ações PN.

O entrevistado da Empresa 2 abordou vários aspectos relacionados ao investidor, conforme fala: “entendo a referência do código de governança, eu acho que o Brasil se alinhou ao resto do mundo quando produziu o seu próprio código, mas eu acho que ali, eu acho que a gente tem que ter opções na prateleira”, nesse ponto fazendo referência em ser fundamental ter opções de ações ON e PN para o investidor escolher. Segue a fala: “A pergunta que eu faço hoje para o meu investidor: você quer ter poder de voto? Você quer exercer seu poder político? Tem cara que tem na sua política de investimentos não votar. Então, para que ele quer ON? Se no nosso caso PN e ON tem o mesmo dividendo?”. Com essas indagações ele questiona sobre para que adotar a estrutura de classe única sendo que o público de investidor da empresa dele tem interesse nas ações PN.

A análise dos dados das entrevistas resultou num total de 61 segmentos de textos codificados, distribuídos entre as justificativas que embasaram teoricamente o referencial e serviram para formular o roteiro da entrevista e as outras justificativas mencionadas pelos entrevistados durante a execução das entrevistas. Essas outras justificativas não foram identificadas na literatura e, portanto, podem ser consideradas como novos achados sobre o levantamento em questão.

Através das entrevistas buscou-se identificar também se as empresas teriam interesse ou estaria discutindo sobre a adoção ao princípio “uma ação, um voto” e todas disseram que não há esse interesse no momento, em algumas até se discuti a recomendação proposta pelo CBGC (2016), mas sem interesse de adoção no momento. Diante disso, reforça a postura que todos os entrevistadores tiveram de defender a permanência das ações PN e alguns até se questionam se essa prática de possuir apenas ações ON traria grandes vantagens para empresa. A Tabela 11 detalha a distribuição dos segmentos de texto codificados por categorias das justificativas.

**Tabela 11** – Distribuição dos segmentos codificados por categoria.

<b>Categoria</b>	<b>Seg. codificados</b>	<b>% Seg. codificados</b>	<b>Documentos</b>
<b>Justificativas citadas na literatura</b>	<b>28</b>	<b>45,9%</b>	<b>7</b>
Favorecer a visão de longo prazo	7	11,5%	7
Manter o controle da Companhia	11	18,0%	6
Proteção contra aquisições hostis	4	6,6%	4
Forma de financiamento	4	6,6%	4
Manter benefícios privados dos controladores	1	1,6%	1
Manter os fundadores na liderança	1	1,6%	1
<b>Outras justificativas apresentadas pelas empresas</b>	<b>24</b>	<b>39,3%</b>	<b>7</b>
Há demanda por PN, o investidor tem interesse	15	24,6%	7
Há custos ao praticar as recomendações	4	6,6%	3
Manter o alinhamento estratégico	2	3,3%	2
É difícil praticar todas as recomendações	3	4,9%	2
<b>Não há interesse em adotar "uma ação, um voto"</b>	<b>9</b>	<b>14,8%</b>	<b>7</b>
<b>TOTAL</b>	<b>61</b>	<b>100,0%</b>	<b>7</b>

Fonte: elaborada pela autora por meio do *software* MAXQDA.

Observa-se que todas as justificativas sugeridas pela literatura foram citadas ao menos uma vez nas entrevistas. Porém, uma se destacou, sendo citada mais de uma vez pelas empresas ao abordarem o que as levam a permanecerem com as ações PN em sua estrutura e não adotarem somente ações ON. A justificativa de manter o controle da companhia foi citada por seis empresas (dados da Tabela 9) e foi mencionada 11 vezes, indicando que foi o aspecto mais falado e reforçado pelos entrevistados.

Além disso, foram identificadas mais 24 menções de justificativas que não estavam previstas na literatura, as quais foram distribuídas em quatro categorias. Sobre essas novas justificativas

os entrevistados argumentam vários pontos para defenderem sua posição, os quais serão descritos na sequência. Em relação à dificuldade em praticar todas as recomendações, eles entendem a importância das recomendações do CBGC (2016), mas a Empresa 1 disse que: “No manual de governança, num livro, na academia tudo é muito simples, mas a vida prática é totalmente diferente”, ao defender que na prática gera trabalho e mudanças na empresa para implementar novas ações. Seguindo essa linha, a Empresa 4 afirma que: “para adotar as melhores práticas, além de todas as exigências e prazos regulatórios que tem, isso teria um custo adicional para as empresas e que nem todas, às vezes, vêm o custo-benefício”, e acrescenta que essas discursões em cima da não adoção deveria ser “uma das possibilidades de pensar na complexidade” para a adoção de algumas práticas de governança corporativa recomendadas pelo código.

Reforçando a visão de geração de custo ao adotar apenas ações ON, a Empresa 2 foi específica ao explicar sua visão sobre quando todos os acionistas têm o direito de voto, aqui incluindo os minoritários e diz: “Ele não vai fazer diferença nenhuma no voto, inclusive vai atrapalhar a companhia, se utilizar a ON para votar, ele vai gerar um custo indireto, se ele for participar da assembleia ele vai ter que acessar os documentos e “atualizar” a participação dele. Ele vai fazer mais mal, ele vai trazer custo ou invés de estar beneficiando a companhia ao votar”.

Apesar da categoria “há demanda por PN, o investidor tem interesse” ser, de certa forma, particular, uma vez que envolve uma outra parte não ouvida, as empresas entendem que como há demanda pelas ações PN, há perfil de investidor que deseja seguir investindo nesse tipo de ação, o que torna interessante para as empresas permanecerem com a classe de ações PN em sua estrutura. E esse aspecto, de haver demanda por ações PN, mesmo não sendo mencionado na literatura utilizada, foi mais falado do que a justificativa de manter o controle da companhia. Algumas falas exemplificam essa justificativa: i) “Então, acho que a questão da reputação, às vezes, prevalece sobre uma questão só de estrutura de classe de ações sabe, ele sabe que ele vai abrir mão de certas coisas, mas, em contrapartida, tem uma pessoa ali que está gerindo a empresa de uma forma prudente...”; ii) “raramente, você vai encontrar investidor com esse potencial e com essa vontade de participar da gestão da companhia, então o que o “cara” faz, o “cara” vai para a PN, que é a preferencial.”, e; iii) “o preferencialista, ele, a maioria das vezes, a maioria assim, praticamente 100%, ele não tem foco muitas vezes na governança, ele quer retorno”.

Além das codificações e análises realizadas através do MAXQDA, merece destaque algumas falas das empresas no contexto da GC e estrutura de propriedade das empresas. A Empresa 2 bate na tecla de que toda a análise e questionamentos feitos vai depender muito da atividade da companhia, mas reconheceu e defendeu que a governança é um aspecto muito importante. O entrevistado disse que: “essa visão de que a companhia só com ON vai performar melhor, ela em geral é retirada de um contexto em que as companhias são medidas como se fosse todas iguais, como se estivesse no mesmo ramo de atividade, como se fizessem a mesma coisa, e isso não é a realidade. Então, por isso, que eu insisto no ponto de que tem que olhar a realidade de cada empresa, para entender qual a melhor estrutura de governança. Eu entendo que no Informe não dá para deixar aberto, porque é um formulário padrão que você tem que responder. Mas o acionista em geral, ele não olha para o Informe, eu nunca recebi nenhum questionamento de nenhum acionista sobre o Informe”.

Como resumo de todos os achados obtidos através da realização e análise das entrevistas semiestruturadas, pode-se concluir que as razões mencionadas na literatura fazem parte das razões que levam as empresas a não adotarem o princípio “uma ação, um voto”, atualmente. Destaque para as justificativas de manter o controle da Companhia, favorecer a visão de longo prazo, proteger contra aquisições hostis e utilizar a emissão de ações PN como forma de financiamento, sendo as razões mais mencionadas. E complementando ao já previsto na literatura, foi descoberto que a dificuldade e o custo envolvido para adoção da prática, podem ser barreiras para a adoção, além dos custos previstos com a adoção da prática já em vigor. Ademais, todas as empresas declararam não ter intenção em adotar a prática e acreditam que é necessário manter as ações PN, pois elas são atrativas para certo público de investidores que se preocupam mais com o retorno do que com os direitos de voto.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa teve como propósito principal investigar as justificativas das empresas brasileiras, de capital aberto, para a não adoção do princípio “uma ação, um voto”. Para isto, a população do estudo partiu das empresas listadas na [B]<sup>3</sup> que usam ações PN e o material analisado foi o Informe do Código de Governança apresentado pelas empresas à CVM, dados públicos e disponíveis no site desta última. Foram realizadas análises textuais dessas justificativas através de codificação manual e através de *softwares* específicos para análise de dados textuais, MAXQDA e IRAMUTEQ. Visando complementar ainda mais as investigações das justificativas que levam as empresas a não adotarem o princípio, foram realizadas entrevistas semiestruturadas com representantes da área de RI de algumas empresas. E o material obtido a partir das entrevistas foi analisado através do MAXQDA.

Foram analisadas as justificativas das empresas ao Informe e os relatos dos entrevistados utilizando a combinação de métodos quantitativos e métodos qualitativos a fim de responder à questão central dessa dissertação: por que as empresas brasileiras listadas na [B]<sup>3</sup> utilizam ações sem direito a voto?

Os resultados obtidos a partir da análise das justificativas colhidas do Informe do Código de Governança disponibilizados pelas empresas na CVM trouxe como principais achado que grande parte das empresas se justificam baseadas em normas e regulamentos de listagem que permitem a emissão de ações PN e, apesar de ser baixa a evidência de razões para a não adoção da prática “uma ação, um voto”, o que só foi identificado em 8% das justificativas, mesmo assim, a maioria das justificativas estão alinhadas com pelo menos alguma recomendação do CBGC (2016), destaque para as informações de descrição da estrutura de propriedade (88%) e direito dos acionistas (53%).

A partir da realização e análise das entrevistas semiestruturadas, pode-se concluir que as razões mencionadas na literatura fazem parte das razões que levam as empresas a não adotarem o princípio “uma ação, um voto”, atualmente. Destaque para as justificativas de manter o controle da Companhia, favorecer a visão de longo prazo, proteger contra aquisições hostis e utilizar a emissão de ações PN como forma de financiamento, sendo as razões mais mencionadas. E complementando ao já previsto na literatura, as entrevistas trouxeram novas descobertas ao observar que as empresas ainda utilizam ações PN devido à dificuldade e o custo envolvido para adoção da prática e porque há investidores interessados em ações PN, além da estrutura de

classe dupla favorecer a manutenção do planejamento estratégico da companhia. Ademais, todas as empresas declararam não ter intenção em adotar a prática e acreditam que é necessário manter as ações PN, pois elas são atrativas para certo público de investidores que se preocupam mais com o retorno financeiro do que com os direitos de voto.

Essa pesquisa traz grande contribuição ao sinalizar outros aspectos que se tornam limitadores ou, simplesmente, não atrativos para as empresas modificarem sua estrutura de propriedade, deixando de utilizarem ações PN e adotarem o princípio “uma ação, um voto”, além de corroborar com os estudos anteriores, confirmando que as empresas se justificam com aspectos já levantados na literatura.

De forma geral, observou-se uma postura de defesa pela permanência das ações PN. Todas as empresas disseram que não há discussão ou interesse, no momento, em adotar o princípio “uma ação, um voto”. E, algumas, até se questionam se essa prática de possuir apenas ações ON trariam grandes vantagens para empresa.

Um dos pontos percebidos na realização das entrevistas é que, ao lidar com grandes executivos, de grandes empresas que, normalmente, são altamente demandados e num meio onde prevalece a máxima de que “tempo é dinheiro”, as pessoas nem sempre possuem tempo e estão dispostas a contribuir, voluntariamente, com pesquisas de cunho acadêmico. Além disso, nem sempre esse modelo tradicional de entrevista de fazer uma introdução, tentar introduzir o tema de forma mais explicativa é bem-visto, as empresas querem algo mais objetivo e direto, que não haja muita demora, dispêndio de tempo.

Sobre a operacionalização da pesquisa, destaca-se duas fragilidades: i) a demora na etapa de produção dos dados (processo de análise e aprovação do comitê de ética), e; ii) baixa receptividade dos entrevistados, pontos já destacados por Cheron, Salvagni e Colomby (2022). Relacionado ao baixo retorno obtido nas tentativas de contato, tem-se uma limitação na pesquisa que é a dificuldade de aceitação das empresas concederem as entrevistas.

Em contrapartida, pode-se destacar que ao associar métodos quantitativos e qualitativos houve ganho para a pesquisa, visto que as análises quantitativas tendem a generalizar os resultados da amostra para um grupo maior e com as análises qualitativas, através dos relatos dos entrevistados, foram levantados pontos particulares de cada empresa trazendo contribuições singulares ao tema em discussão. Há várias esferas das pesquisas em finanças que podem utilizar essa associação de métodos para aprofundar determinadas investigações.

Partido do fato que o aspecto mais confirmado pelas empresas foi em relação ao perfil do investidor, que há demanda por parte deles pelas ações PN, se justificando a permanência das empresas com a estrutura de classe dupla, sugere-se para pesquisas futuras envolver as duas partes, tanto as empresas que possuem as ações como os investidores que demandam pelas ações. A associação de uma investigação envolvendo a percepção das duas partes poderá agregar a discussão em torno do tema.

A utilização de ações PN como forma de remuneração foi levantada por uma empresa, mas devido ao baixo quórum e como seguiria outra linha de raciocínio, não foi aprofundada nessa pesquisa. Porém, seria uma sugestão para pesquisas futuras, podendo ser utilizada a mesma metodologia das entrevistas semiestruturadas, conforme aplicada nessa pesquisa.

## REFERÊNCIAS

- ABREU, M. E. DE O.; VIANA, V. C.; SIMÃO, M. R.; HOTT, A. R. A Contabilidade ambiental e a evidencição das informações ambientais: Um estudo das demonstrações financeiras das empresas brasileiras do setor de mineração. In: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 17, 2022, São Paulo. **Anais eletrônicos...** Disponível em: <<https://congressosp.fipecafi.org/anais/20UspInternational/congressinho-consultar-trabalho-por-titulo.html>>. Acesso em: 01 ago. 2021.
- ADAMS, R. B.; FERREIRA, D. One Share, One Vote: The Empirical Evidence. **Rochester, NY: Social Science Research Network**, 1 dez. 2007.
- ADHIKARI, H. P.; NGUYEN, T. T.; SUTTON, N. K. The power of control: the acquisition decisions of newly public dual-class firms. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 51, p. 113-138, 2018.
- AGUILERA, R. V.; CRESPI-CLADERA, R. Global corporate governance: On the relevance of firms' ownership structure. **Journal of World Business**, v. 51, p. 50-57, jan. 2016.
- ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 61, n. 2, p. 129–152, jun. 2007.
- ANDRADE, L.; BRESSAN, A.; IQUIAPAZA, R. Estrutura Piramidal de Controle, Emissão de Duas Classes de Ações e Desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 12, p. 555–595, 1 dez. 2014.
- ARCOT, S.; BRUNO, V.; FAURE-GRIMAUD, A. Corporate Governance in the UK: Is the Comply or Explain Approach Working? **International Review of Law and Economics**, v. 30, p. 193–201, 1 jul. 2009.
- ARUGASLAN, O.; COOK, D. O.; KIESCHNICK, R. On the decision to go public with dual class stock. **Journal of Corporate Finance**, v. 16, n. 2, p. 170–181, 1 abr. 2010.
- BERGER, D. J. Why Dual Class Stock? A Response to CII's Petition to Nasdaq For Mandatory Sunset Provisions. **Rochester, NY: Social Science Research Network**, 28 mar. 2019.
- BERLE, A.; MEANS, G. The Modern Corporation and Private Property. Macmillan, New York, 1932.
- BURKART, M.; LEE, S. One Share - One Vote: the Theory\*. **Review of Finance**, v. 12, n. 1, p. 1–49, 2008.
- CAMARGO, B. V.; JUSTO, A. M. IRAMUTEQ: Um Software Gratuito para Análise de Dados Textuais. **Temas em Psicologia**, v. 21, n. 2, p. 513–518, 2013.
- CHEMMANUR, T. J.; JIAO, Y. Dual class IPOs: A theoretical analysis. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 1, p. 305–319, jan. 2012.
- CHERON, C.; SALVAGNI, J.; COLOMBY, R. K. The Qualitative Approach Interview in Administration: A Guide for Researchers. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 26, n. 4, p. e210011–e210011, 2022.

CHHILLAR, P.; LELLAPALLI, R. V. Divergence or convergence: paradoxes in corporate governance? **Corporate Governance**, v. 15, n. 5, p. 693–705, 1 jan. 2015.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H., LANG, L. H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**, 57(6), 2741–2771, 2002.

**Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas / Grupo de Trabalho Interagentes**; coordenação Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2016.

Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 5.ed. /Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. - São Paulo, SP: IBGC, 2018.

Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (2009). **Instrução CVM nº. 480**, de 7 dezembro de 2009. <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>.

Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (2017). **Instrução CVM nº. 586**, de 8 junho de 2017. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst586.html>

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 55, p. 45–63, abr. 2011.

CRISÓSTOMO, V. L.; PINHEIRO, B. G. Estrutura de Capital e Concentração de Propriedade da Empresa Brasileira. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 4, n. 1, p. 1–30, 5 fev. 2016.

CUMMING, D.; MEOLI, M.; VISMARA, S. Investors' choices between cash and voting rights: Evidence from dual-class equity crowdfunding. **Research Policy**, The Digital Transformation of Innovation and Entrepreneurship. v. 48, n. 8, p. 103740, 1 out. 2019.

DUARTE, R. Entrevistas em pesquisas qualitativas. **Educar em Revista**, v. 20, n. 24, p. 213–225, 2004.

GOMPERS, P. A.; ISHII, J.; METRICK, A. Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 3, p. 1051–1088, mar. 2010.

GOVINDARAJAN, V.; SRIVASTAVA, A. Reexamining dual-class stock. **Business Horizons**, v. 61, n. 3, p. 461–466, 1 maio 2018.

GRANDO, T.; BRUNOZI JÚNIOR, A. C.; MACHADO, D. G.; ZANINI, F. Empresas Dual Class: Um estudo do impacto no valor das empresas Brasileiras. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 35, n. 2, p. 67–86, 24 ago. 2016.

HOSSAIN, A. T. Dual-class firms and governance: an acquisition perspective. **Managerial Finance**, v. 41, n. 11, p. 1221–1235, 9 nov. 2017.

HOSSAIN, A. T.; KRYZANOWSKI, L. A review of the literature on dual-class firms. **Managerial Finance**, 9 set. 2019.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, out. 1976.

- LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, Special Issue on International Corporate Governance. v. 58, n. 1, p. 3–27, 1 jan. 2000.
- LAUTERBANCH, B.; PAJUSTE, A. The long-term valuation effects of voluntary dual class share unifications. **Journal of Corporate Finance**, v. 31, p. 171–185, 1 abr. 2015.
- Lei no 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações., 6404, Diário Oficial da União (1976). <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404compilada.htm)>. Acesso em: 07 agosto. 2020.
- LI, T.; ZAIATS, N. Information environment and earnings management of dual class firms around the world. **Journal of Banking & Finance**, v. 74, p. 1–23, jan. 2017a.
- LI, T.; ZAIATS, N. Corporate governance and firm value at dual class firms. **Review of Financial Economics**, 18 jul. 2017b.
- LU, L. The regulation of the dual-class share structure in China: a comparative perspective. **Capital Markets Law Journal**, v. 15, n. 2, p. 224–249, 1 abr. 2020.
- MANZANARES, M. D.; LEAL, R. P. C. The First Year of Mandatory Comply-or-Explain in Brazil. **Latin American Business Review**, v. 22, n. 1, p. 1–32, 2 jan. 2021.
- MARTIN, W. B.; Gaskell, G. **Pesquisa Qualitativa com Texto, Imagem e Som**. Petrópolis: Editora Vozes, 2002. 516 p.
- MATIVI, C. S.; NIVEIROS, S. I.; JUNIOR, J. B. A. C. Softwares de Análisis de Datos Cualitativos (Qda): Un análisis de artículos publicados em las bases de datos SPELL y SCIELO. **Revista Estudos e Pesquisas em Administração**, v. 4, n. 2, p. 156–173, 24 maio 2020.
- MELO, N. C. M. DE; DOURADO, D. C. P. Clues for the Paradigmatic Development of Online Qualitative Methods. **RAC - Revista de Administração Contemporânea (Journal of Contemporary Administration)**, v. 26, n. 4, p. 210015–210015, 2022.
- NODARI, F.; SOARES, M. C.; WIEDENHOFT, G. C.; OLIVEIRA, M. Contribuição do Maxqda e do NVivo para a realização da Análise de Conteúdo. ENCONTRO DA ANPAD, 38, 2014, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos...** Disponível em: <[http://anpad.org.br/eventos.php?cod\\_evento=&cod\\_evento\\_edicao=73&cod\\_edicao\\_subsecao=1084&cod\\_edicao\\_trabalho=17470](http://anpad.org.br/eventos.php?cod_evento=&cod_evento_edicao=73&cod_edicao_subsecao=1084&cod_edicao_trabalho=17470)>. Acesso em: 04 mar. 2022.
- OECD. Equity Market Development in Latin America: Enhancing Access to Corporate Finance, 2021.
- PINHEIRO, L. E. T.; NEVES, P. A.; SOUZA, R. M.; CASABIANCA, M. L. Conflito entre acionistas, governança corporativa e valor da empresa: uma análise em empresas brasileiras. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 16, n. 41, p. 3–22, 31 dez. 2019.
- PINTO, G. M. E. Why they persist? An analysis of dual class structures and the unification process in the U.S. and Brazil. **Revista Direito GV**, v. 10, p. 23–52, jun. 2014.
- REDDY, B. More than Meets the Eye: Reassessing the Empirical Evidence on US Dual-Class Stock. **Rochester, NY: Social Science Research Network**, 14 mar. 2020.

ROSE, C. Firm performance and comply or explain disclosure in corporate governance. **European Management Journal**, v. 34, n. 3, p. 202–222, 1 jun. 2016.

SCHIEHL, E.; MARTINS, H. C. Cross-National Governance Research: A Systematic Review and Assessment. **Corporate Governance an International Review**. 11 jan. 2016.

SEABORN, P.; OLSEN, T. D.; HOWELL, J. Is Insider Control Good for Environmental Performance? Evidence From Dual-Class Firms: **Business & Society**, 30 jan. 2018.

SEIDL, D.; SANDERSON, P.; ROBERTS, J. Applying the ‘comply-or-explain’ principle: discursive legitimacy tactics with regard to codes of corporate governance. **Journal of Management & Governance**, v. 17, n. 3, p. 791–826, ago. 2013.

**Segmentos de listagem | B3.** Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/)>.

Acesso em: 12 agosto. 2020.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, jun. 1997.

SILVA, J. V. DA; SOUZA, P. A. R. O Ambiente de Gestão de Microempresas: uma análise a partir do software IRAMUTEQ. **Revista De Tecnologia Aplicada**, v. 8, n. 3, p. 54–66, 25 maio 2020.

SILVA JUNIOR, A. R. DA.; GORDIANO, C. A. S. G.; ALENCAR, R. C. DE.; ARAGAO, I. R. B. N. et al. Governança corporativa em empresas piauienses: estudo de caso de um grupo familiar de capital fechado. ENCONTRO DA ANPAD, 44, 2020, Evento on-line. **Anais de congresso...** Disponível em: <[http://www.anpad.org.br/eventos.php?cod\\_evento=1&cod\\_evento\\_edicao=106&cod\\_edicao\\_subsecao=1726&cod\\_edicao\\_trabalho=27893](http://www.anpad.org.br/eventos.php?cod_evento=1&cod_evento_edicao=106&cod_edicao_subsecao=1726&cod_edicao_trabalho=27893)>. Acesso em: 29 ago. 2021.

SILVEIRA, Alexandre Di Maceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2006. 254 f. Tese (Doutorado em Administração) Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

TANG, P.; YANG, S.; YANG, S. How to design corporate governance structures to enhance corporate social responsibility in China’s mining state-owned enterprises? **Resources Policy**, v. 66, p. 101619, jun. 2020.



UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS  
PPGCON – PROGRAMA DE POS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
Av. Fernando Ferrari - 514 – Campus Universitário – Goiabeiras  
29.075-910 - Vitória - ES – Tel.: (27) 4009.2794

## **APÊNDICE A - TERMO DE CONSENTIMENTO LIVRE E ESCLARECIDO**

O Sr.(a) está sendo convidado(a) a participar da pesquisa intitulada “Análise do porquê empresas brasileiras utilizam ações PN” sob responsabilidade da pesquisadora Poliana Maria Ramos.

Nessa pesquisa buscamos investigar as justificativas das empresas para a emissão de ações preferenciais (PN), e demais aspectos em torno da adoção da estrutura de propriedade de classe dupla, ou seja, empresas que possuem tanto ações ordinárias com direito a voto, quanto ações preferencias sem direito a voto. Há muita discussão em torno de adotar estruturas de classe única (quando só há emissão de ações ordinárias com direito a voto) ou classe dupla, logo, uma investigação mais aprofundada contribuirá em entender melhor as justificativas das empresas de classe dupla. O objetivo principal deste estudo é investigar as justificativas das empresas brasileiras de capital aberto para a não adoção do princípio “uma ação, um voto”, e através de entrevistas verificar o posicionamento dos representantes das empresas sobre a emissão de ações PN.

Parte dos dados da pesquisa foram obtidos através da base de dados da Comdinheiro e no site da CVM, as demais informações a serem analisadas serão coletas nas entrevistas com representantes das empresas. Estima-se que as entrevistas durarão entre 30 e 60 minutos e serão gravadas caso o entrevistado autorize, apenas para facilitar a transcrição e análise do pesquisador, sem a publicação do áudio/vídeo. As entrevistas serão realizadas de forma virtual, através do Google Meet, portanto, o pesquisador irá assinar digitalmente a via desse termo e enviá-la, por correio eletrônico, ao entrevistado para que ele assine no campo determinado, confirmando seu consentimento em conceder a entrevista, e a devolva ao pesquisador, também através de correio eletrônico.

Os riscos envolvidos na pesquisa consistem em eventual desconforto em tratar do tema abordado pelo pesquisador, e preocupações com o sigilo das informações. O Sr.(a) poderá recusar-se a responder às perguntas que o deixarem desconfortável. Os pesquisadores tratarão a sua identidade com padrões profissionais de sigilo, atendendo a legislação brasileira (Resolução Nº 466/12 do Conselho Nacional de Saúde), utilizando as informações somente para os fins acadêmicos e científicos. Seu nome ou o material que indique sua participação não será liberado sem a sua permissão. O(A) Sr.(a) não será identificado(a) em nenhuma publicação que possa resultar desta pesquisa. Como a pesquisa ocorrerá em ambiente virtual, este, por sua vez, pode envolver riscos ao participante de divulgação de voz e/ou imagem, nos casos das entrevistas gravadas, ressaltando que só haverá gravação com consentimento do entrevistado, e risco de divulgação de dados confidenciais registrados no termo de consentimento. Por isso, serão adotadas medidas de controle para mitigação desses riscos. Os e-mails são enviados de forma individual, não havendo compartilhamento de dados entre entrevistados. Os registros das entrevistas e os TCLE devidamente assinado pelas duas partes envolvidas, serão baixados e salvos no disco C, do computador da pesquisadora principal. Reforçamos que apenas a pesquisadora tem acesso a seu computador e que os documentos e registros não serão salvos em nuvem ou qualquer rede de compartilhamento.

Os benefícios previstos para os participantes da pesquisa são indiretos. O levantamento sobre possíveis vantagens e desvantagens na emissão de ações PN podem aumentar a discussão no mercado e chamar a atenção de órgãos reguladores para o tema.

A participação do(a) Sr.(a) nessa pesquisa não lhe acarretará nenhum custo e nem receberá qualquer vantagem financeira, entretanto, caso tenha alguma despesa, gentileza informar que esta lhe será ressarcida. Apesar disso, caso sejam identificados e comprovados danos provenientes desta pesquisa, o Sr.(a) tem assegurado o direito a buscar indenização. O Sr.(a) terá o esclarecimento sobre o estudo em qualquer aspecto que desejar e estará livre para participar ou recusar-se a participar. Poderá retirar seu consentimento ou interromper a participação a qualquer momento, que ter que apresentar justificativa às explicações para tal. A sua participação é voluntária e a recusa em participar não acarretará qualquer penalidade.

Em caso de dúvidas sobre a pesquisa ou para relatar algum problema, o(a) Sr.(a) pode contatar a pesquisadora Poliana Maria Ramos nos telefones (27)99732-1617, ou no endereço Rua Constante Sodré, 986, Praia do Canto, Vitória-ES. Reforçamos que em caso de necessidade de reportar denúncias ou para relatar algum problema, CEP deverá ser contatado. O(A) Sr.(a) pode contatar o Comitê de Ética em Pesquisa do Centro de Ciências da Saúde da Universidade Federal do Espírito Santo (CEP/UFES/Campus Goiabeiras) através do telefone (27) 3145-9820, e-mail cep.goiabeiras@gmail.com, pessoalmente ou pelo correio; endereço: Av. Fernando Ferrari, 514, Campus Universitário, sala 07 do Prédio Administrativo do CCHN, Goiabeiras, Vitória - ES, CEP 29.075-910. O CEP/UFES/Campus Goiabeiras tem a função de analisar projetos de pesquisa visando à proteção dos participantes dentro de padrões éticos nacionais e internacionais. Seu horário de funcionamento é de segunda a sexta-feira, das 8h às 17h.

Declaro que fui verbalmente informado e esclarecido sobre o presente documento, entendendo todos os termos acima expostos, e que voluntariamente aceito participar deste estudo. Também declaro ter recebido uma via deste Termo de Consentimento Livre e Esclarecido, de igual teor, assinada por você e pelo(a) pesquisador(a) principal ou seu representante, rubricada em todas as páginas.

Vitória, \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2022.

---

Participante da pesquisa/Responsável legal

Na qualidade de pesquisador responsável pela pesquisa “Análise do porquê empresas brasileiras utilizam ações PN”, eu, Poliana Maria Ramos, declaro ter cumprido as exigências do(s) item(s) IV.3 e IV.4 (se pertinente), da Resolução CNS 466/12, a qual estabelece diretrizes e normas regulamentadoras de pesquisas envolvendo seres humanos.

---

Poliana Maria Ramos