

# Análise do porquê empresas brasileiras utilizam ações preferenciais

Poliana Maria Ramos<sup>1</sup>  Patrícia Maria Bortolon<sup>2</sup>  Marcelo Alvaro da Silva Macedo<sup>3</sup> 

<sup>1,2</sup> Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, Espírito Santo, Brasil

<sup>3</sup> Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil



<sup>1</sup>polianamramos@gmail.com

<sup>2</sup>p.m.bortolon@gmail.com

<sup>3</sup>malvaro@facc.ufrj.br

Editado por:

Moacir Manoel Rodrigues Junior

## Resumo

**Objetivo:** Essa pesquisa se baseia na Teoria da Agência e discute sobre a estrutura de classe única de ações que proporciona menor desvio de direitos aos acionistas. Assim, tem como objetivo investigar as justificativas das empresas brasileiras de capital aberto para a não adoção do princípio “uma ação, um voto”.

**Método:** Foram analisadas 306 justificativas do Informe do Código de Governança de empresas listadas na [B]<sup>3</sup> com ações preferenciais, de 2018 a 2020, através de codificação manual e do software MAXQDA. Também foram realizadas sete entrevistas semiestruturadas com representantes da área de RI analisadas via MAXQDA.

**Resultados:** No Informe, as empresas se justificam baseadas em normas e regulamentos que permitem a emissão de ações preferenciais (53%), apenas 8% mencionam razões para a não adoção, sendo a principal, manter controle. As entrevistas trouxeram novas descobertas ao observar que empresas utilizam ações PN devido à dificuldade e custos envolvidos para adotar apenas ações ordinárias e há previsão de custos após adoção da prática também. Além disso, afirmaram que essa estrutura favorece a visão de longo prazo e a manutenção do controle. Todas as empresas declararam não ter intenção na adoção e acreditam ser necessário manter ações preferenciais, pois há investidores que demandam essas ações.

**Contribuições:** A pesquisa indica que além de razões previstas na literatura há outros motivos pelos quais as empresas utilizam ações preferenciais, com isso, contribui trazendo mais informações para o órgão regulador, mercado e investidores. Para a literatura de Finanças, a abordagem multimétodo com entrevistas semiestruturadas gerou insights relevantes.

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

## Como Citar:

Ramos, P. M., Bortolon, P. M., & Macedo, M. A. da S. (2025). Análise do porquê empresas brasileiras utilizam ações preferenciais. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 18(2), 094–107/108. <https://doi.org/10.14392/asaa.2024180205>

Submetido em: 02 de Maio de 2024  
Revisões Requeridas em: 13 de Maio de 2025  
Aceito em: 17 de Setembro de 2025

## Introdução

O objetivo dessa pesquisa foi investigar as justificativas das empresas brasileiras, de capital aberto, para a não adoção do princípio “uma ação, um voto”. Esse princípio é uma recomendação do Código Brasileiro de Governança Corporativa (CBGC), criado em 2016, e do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), fundado em 1995. Ambos orientam que as empresas possuam apenas ações ordinárias (ON) como boa prática de Governança Corporativa (GC). A adoção do princípio “uma ação, um voto” 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). Entretanto, no Brasil, a Lei 6.404/76 permite que as empresas emitam até 50% de ações preferencias (PN) sobre o total de ações.

A literatura também sugere a adoção do princípio, 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 esses problemas são maiores nas empresas de classe dupla, se comparado com suas contrapartes de classe única. Apesar das críticas que a literatura traz, a adoção da estrutura de classe dupla pode ser estratégica e benéfica para muitas empresas. Ela permite 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, 2015), a manutenção do controle da companhia (Aldrighi & Mazzer Neto, 2007; Burkart & Lee, 2008), manter os benefícios privados dos controladores (Burkart & Lee, 2008; Gompers et al., 2010) e favorecer a visão de longo prazo da empresa (Adhikari et al., 2018; Lauterbach & Pajuste, 2015; Reddy, 2020). Arugaslan et al. (2010) sugerem que a possibilidade de captar recursos no mercado de capitais enquanto os gestores continuam no controle, também leva as empresas a distanciar-se do princípio.

Adicionalmente, evidências recentes desafiam a visão tradicional da Teoria da Agência. Cheng et al. (2020) mostram que empresas com estrutura de classe dupla podem apresentar maior eficiência de investimento, especialmente em áreas como pesquisa e desenvolvimento, o controle desproporcional pode reduzir problemas de agência e promover alocação mais eficaz de recursos. De forma semelhante, Baran et al. (2022) reforçam essa ideia ao mostrar que o controle concentrado pode fomentar a inovação, ao permitir que insiders inovadores tomem decisões de longo prazo sem pressões imediatistas, sobretudo em empresas financeiramente restritas ou expostas a forte concorrência.

No Brasil, há grande percentual de empresa que ainda utilizam ações PN (Andrade et al., 2014; Grandó et al., 2016; Manzanares & Leal, 2021), mesmo havendo recomendações para emissão somente de ações ON. Dados atualizados levantados pelos autores 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%. É 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.

Diante do cenário brasileiro e em meio aos argumentos contrários à estrutura de classe dupla de ações, como problemas de agência e entrenchamento (Adams & Ferreira, 2007) e expropriação do minoritário (Li & Zaiats, 2017a), frente a argumentos favoráveis de favorecer a visão de longo prazo da empresa (Adhikari et al., 2018; Lauterbach & Pajuste, 2015; Reddy, 2020) e maior eficiência de investimento Cheng et al. (2020), esse estudo se propõe a investigar por que as empresas brasileiras listadas na [B]<sup>3</sup> utilizam ações sem direito a voto?

A partir de 2017, com a Instrução CVM nº 586/17 que incorporou o CBGC (2016), passando a adotar o modelo “pratique ou explique”, as empresas começaram a ser obrigadas a terem que informar se adotam as práticas recomendadas ou explicar o porquê nos casos de não adoção ou adoção parcial. Logo, as empresas que ainda utilizam ações PN devem apresentar justificativas para tal. Assim, o objetivo principal desta pesquisa foi investigar as justificativas das empresas brasileiras de capital aberto para a não adoção do princípio “uma ação, um voto”. Para alcançar o objetivo foram executadas duas etapas: i) análise das justificativas apresentadas no Relatório do Informe do Código

de Governança das empresas que não adotam a classe única de ações, e; ii) análise das justificativas relatadas em entrevistas com representantes da área de Relacionamento com Investidores (RI) das empresas que possuem ações PN.

Além de combinar métodos qualitativos e quantitativos, ao analisar as justificativas apresentadas no Informe do Código de Governança e realizar entrevistas semiestruturadas, uma abordagem qualitativa pouco utilizada no campo dos estudos de Finanças. A pesquisa busca compreender melhor o assunto, através de entrevistas, num item não obrigatório, que é a adoção de “uma ação, um voto”, onde as empresas não são questionadas por nenhum órgão ou entidades sobre as respostas apresentadas ao Informe. O estudo vem, justamente, para tentar cobrir essa lacuna e questionar com maior profundidade essas respostas, muitas vezes, superficiais.

Indo além dos estudos já existentes, essa pesquisa concentra-se na análise aprofundada de uma única recomendação, observando um horizonte temporal maior (2018 a 2020). A escolha por focar exclusivamente no mercado brasileiro justifica-se pelas suas particularidades regulatórias, em linha com as orientações de Gurrea-Martínez (2021) que recomenda cautela aos reguladores ao analisarem estudos de modelos estrangeiros, pois a regulação ideal para estrutura de ações deve considerar particularidades locais de cada país, como característica de mercado, regras institucionais e jurídicas.

Na prática, este estudo também visa contribuir com o órgão regulador à medida que traz mais informações sobre a qualidade do cumprimento a uma obrigação regulatória, sinalizando para importância de olhar para as justificativas apresentadas. Além de apresentar ao mercado e investidores razões que levam as empresas a adotarem ações PN, o que pode ajudar no entendimento da estratégia de estrutura de ações adotadas por algumas empresas, estes que restritos às informações dos relatórios oficiais talvez não consigam entender de forma adequada essas razões. Descobriu-se que além das justificativas prevista na literatura, as empresas ainda utilizam ações PN devido à dificuldade e o custo envolvido para adoção da prática. E alegaram que há demanda do mercado para essas ações ao destacar que existem investidores que se preocupam mais com o retorno dos seus investimentos em ações do que com o direito de voto. Outro ponto levantado é que a estrutura de classe dupla de ações favorece a coordenação do planejamento estratégico da companhia, restrito a menos acionistas votantes.

## 2 Referencial Teórico

### 2.1 Estrutura de propriedade e controle

O início das sociedades por ações foi baseado na estrutura de “uma ação, um voto” e, mas, com o passar do tempo, surgiram 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 gira em torno da adoção de estrutura de propriedade de classe única de ações.

Discutir estrutura de propriedade é falar de concentração de propriedade e sobre os tipos de acionistas de uma empresa (Tang et al., 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, resultando num desequilíbrio entre os direitos dos acionistas. Esse modelo foi posteriormente formalizado por Jensen e Meckling (1976), que conceituaram o problema de agência como o desalinhamento de interesses entre principal e agente.

Esse desequilíbrio 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 (Li & Zaiats, 2017a). E um dos principais argumentos contra tal assimetria é que essa estrutura está atrelada a figura do controlador e o controle concentrado nas mãos de poucos acarreta problemas de agência e entrenchamento (Adams & Ferreira, 2007). Como destacado por 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.

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 duas classes ações para alcançar esse objetivo (Gompers et al., 2010). E, como os fundadores têm sua riqueza investida nas empresas, suas decisões nem sempre abrangerão os

interesses de todos os acionistas, é natural perseguirem interesses próprios (Hossain, 2015). Com isso, um dos argumentos em prol da estrutura de classe única é, justamente, a proteção dos acionistas minoritários contra a extração de benefícios privados dos controladores, que detêm o poder na companhia (Burkart & Lee, 2008).

Em linha com a visão de que benefícios privados e controladores são ruins para a organização, Seaborn et al. (2018) afirma que o desempenho financeiro das empresas de classe dupla também pode ser prejudicado quando os gestores buscam benefícios privados às custas da empresa. Completando esse aspecto, Kim (2023) destaca o impacto da distância entre os direitos de voto e fluxo de caixa no nível de risco da empresa, evidenciando que o desalinhamento de interesses pode estimular decisões gerenciais menos prudentes, elevando a exposição a riscos financeiros e operacionais. E Ye et al. (2025) reforçam que empresas de classe dupla tendem a adotar estratégias mais arriscadas nos quesitos de alavancagem, crescimento e investimentos.

Esse paradoxo pode ser parcialmente explicado pela dualidade dos benefícios privados de controle. Enquanto tradicionalmente vistos como instrumentos de expropriação, Sauerwald et al. (2019) defendem que tais benefícios podem, sob determinadas condições, ser positivos para o desempenho empresarial, ao passo que os controladores que usufruem de benefícios privados também assumem responsabilidades de monitoramento e aportam capital de longo prazo, o que pode agregar valor à empresa. O que vai contra a corrente tradicional da Teoria da Agência, ao sugerir que os incentivos nem sempre resultam em expropriação, dependendo do contexto institucional. Em certos casos, as empresas de classe dupla possuem perspectivas de retorno de ações e desempenho operacional até superiores a empresas semelhantes de classe única, embora geralmente sejam menos valorizadas pelo mercado (Reddy, 2020).

Necessário, uma das principais questões que os estudos buscam esclarecer é se a desproporcionalidade entre direitos destrói o valor do acionista, embora haja algumas evidências, é complexo comprovar empiricamente (Adams & Ferreira, 2007). Na prática, não fica claramente evidenciado que as estruturas de classe dupla destroem o valor dos acionistas, indo contra os argumentos dos ativistas de GC que defendem a implantação de classe única de ações (Chemmanur & Jiao, 2012). E considerando o contexto institucional brasileiro, esse debate ganha relevância, visto que Black et al. (2020) sugere que, em mercados emergentes como no Brasil, o simples fato de existir estruturas concentradas não é suficiente para explicar o desempenho das empresas, se faz necessária uma análise abrangente sobre o

ambiente de governança e outros fatores de proteção aos minoritários.

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 (Aldrichi & Mazzer Neto, 2007). Devido ao risco eminente de expropriação nessas empresas, os investidores podem ser resistentes a investir em ações com direito de voto inferior ou sem direito de voto (Cumming et al., 2019).

Na perspectiva dos investidores institucionais, a concentração de controle e o risco de expropriação oriundo da 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 de fluxo de caixa enfraquece os grandes proprietários e gera o risco da perda do controle (Burkart & Lee, 2008). Já 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.

Considerando a visão de longo prazo, a estrutura de classe dupla favorece as empresas, pois permite realizarem melhores investimentos, 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 et al., 2018). Além disso, Correia et al. (2011) relatam que 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.

## 2.2 Estudos anteriores sobre o cumprimento de Códigos de Governança Corporativa

A literatura sobre governança tem evoluído ao examinar a aplicação da regra “pratique ou explique” em diferentes países, revelando tanto avanços quanto limitações na sua aplicação. Arcot et al. (2009), por exemplo, constataram evolução na conformidade de empresas britânicas ao Código do país, com a taxa de não adoção caindo de 90% em 1998 para 44% em 2004. Os autores realizaram análise qualitativa classificando as explicações em gerais ou específicas e, apesar da melhora nas explicações, des-

tacaram que muitas dessas permaneciam genéricas ou de baixa qualidade, indicando uma fragilidade na efetividade do componente “explique” da norma. Mais tarde, Seidl et al. (2013) também analisaram relatórios e declarações de conformidade de empresas listadas ao Código de Governança do Reino Unido e constataram 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 de seus Códigos.

Estudo semelhante foi conduzido por Rose (2016) no contexto dinamarquês. Foram analisadas 71, das 78 recomendações do Código dinamarquês de GC, constatando que o grau de cumprimento atingiu o patamar de 81,9%, corroborando com os achados anteriores de Arcot et al. (2009) e Seidl et. Al. (2013). Além disso, Rose (2016) complementa que dentre as práticas que não são cumpridas, um terço das justificativas apresentadas foram consideradas insatisfatórias. Entre as razões apontadas para esse resultado estão: (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 GC.

No Brasil, Manzanares e Leal (2021) analisaram o cumprimento da regra “pratique ou explique” no primeiro ano de sua obrigatoriedade, e identificaram que nenhuma empresa cumpriu o Código em sua totalidade. O percentual de conformidade com o Código variou de 98% (empresa que mais cumpriu) a 16% (empresa que menos cumpriu), a média foi de 37% de não conformidade ou desvios das práticas recomendadas, evidenciando um cenário de baixa conformidade. Os autores destacam que as maiores empresas, em geral com mais recursos e maior exposição ao mercado, tendem a apresentar maior adesão, sinalizando que pode existir relação entre recursos disponíveis pelas empresas e o cumprimento das práticas.

### 3 Metodologia

#### 3.1 Amostra e dados

A amostra foi obtida na base de dados da Comdinheiro, em pesquisa realizada em fevereiro/2021. Foram levantadas 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, tomando como base as demonstrações anuais de 31 de dezembro de 2017, 2018 e 2019. Um diferencial dessa pesquisa foi manter empresas do setor financeiro com o objetivo de analisar as justificativas apresentadas por empresas desse setor.

**Tabela 1** - Construção da amostra.

Empresas	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
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	(10)	(7)	(7)
Nível 2 e 3	(177)	(182)	(193)
Sem ações PN	(177)	(182)	(193)
<b>Amostra</b>	<b>142</b>	<b>143</b>	<b>141</b>

Fonte: Elaborado pela autora.

Após definida as empresas da amostra, foi verificado no site da CVM os Informes do Código de Governança disponíveis. 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. Logo, da amostra de 426 empresa-ano, foram coletadas apenas 306 justificativas no período investigado, conforme Tabela 2.

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

Empresas	2018	2019	2020	Total
Amostra no encerramento do exercício anterior	142	143	141	<b>426</b>
Informe de GC não encontrado	(102)	(9)	(9)	<b>(116)</b>
<b>Quantidade de justificativas</b>	<b>40</b>	<b>134</b>	<b>132</b>	<b>306</b>

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 e em 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, tem-se a seleção de 107 possíveis empresas a serem entrevistadas, conforme distribuição da Tabela 3.

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

Painel A: distribuição por setor de atuação		
Setores	Qte	%
Financeiro	27	20,4%
Utilidade Pública	26	19,7%
Bens Industriais	24	18,2%
Consumo Cíclico	20	15,2%
Materiais Básicos	19	14,4%
Outros	16	12,1%
<b>Total de empresas</b>	<b>132</b>	<b>100,0%</b>

  

Painel B: distribuição por percentual de ações PN		
Faixas	Qte	%
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>

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, 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 diversidade nas respostas.

A tentativa de contato ocorreu por correio eletrônico (e-mail) disponíveis na área de RI, nos sites das companhias, por meio de preenchimento de formulário e envio de mensagem na página do site de RI, via rede social de negócios, o LinkedIn, e por meio de contatos da rede de networking pessoal dos pesquisadores.

Foi feito contato com 62 das 107 empresas possíveis, sendo obtidas 16 respostas. Porém, três não aceitaram conceder entrevistas, cinco prometeram uma data mais distante e depois não responderam mais e uma não permitiu gravar a entrevista. Por fim, conseguiu-se sete entrevistas gravadas, transcritas e analisadas.

### 3.2 Análise Textual das Justificativas

A análise textual foi realizada através da leitura das 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 Código foi analisada, nem todas as categorias e subcategorias foram

incorporadas à pesquisa, visto que muitas não se adequavam à recomendação de adoção de classe única de ações.

As principais categorias utilizadas 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 Figura 1 detalha as categorias e subcategorias de Manzanares e Leal (2021) e sinaliza quais se aplicam ou não na análise em questão. E 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.

**Figura 1** – Categorias e Subcategorias

Categorias e Subcategorias	Aplicável	Critério para classificação ou motivo para não aplicação
<b>Justificativa deficiente</b>		
Adoção de recomendação sob avaliação.	Não	A prática não tem avaliação, ou a empresa 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. 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 alinhamento a outra norma.	Sim	Informa que não adota ao princípio, mas apresenta data/prazo para adequação.
Declaração de conformidade futura.	Sim	Fornece algum comentário, mas que não justifica nada, de fato.
Justificativa vazia.	Sim	Apenas diz na justificativa que não cumpre a recomendação, sem nenhuma explicação.
Pura divulgação.	Sim	Fornece justificativa totalmente divergente do contexto da recomendação.
Não relacionado à recomendação.	Sim	
<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 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/inefcaz 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 "uma ação um 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 há 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 se 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, e; 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 et al., 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 de tornar mais rápida esse processo de codificação (Nodari et al., 2014).

### 3.3 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 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).

Buscou-se com a realização das entrevistas a percepção da empresa, na visão da área de RI, sobre a utilização de ações PN, o que consideram como atrativos para continuarem utilizando 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”. Para isso, foi montado um roteiro semiestruturado com os aspectos a serem abordados nas entrevistas, em linha com o que a literatura traz como justificativas para não adoção da prática recomendada, conforme Tabela 4. Tal roteiro foi utilizado para orientar e dar suporte ao entrevistador na condução da entrevista, não tendo sido apresentada essa estrutura aos entrevistados.

Tabela 4 – Roteiro das entrevistas.

Aspectos apresentados na literatura como justificativa para emissão de ações PN	
Aspectos investigados	Autores
Manter os fundadores na liderança do negócio	Hossain (2015)
Manter o controle da Companhia	Pinto (2014); Burkart e Lee (2008); Aldrighi e Mazzer Neto (2007)
Manter benefícios privados dos controladores	Burkart e Lee (2008); Gompers et al. (2010)
Proteção contra aquisições hostis	Pinto (2014); Li e Zaiats (2017b)
Forma de financiamento	Pinto (2014); Arugaslan et al. (2010)
Favorecer a visão de longo prazo	Reddy (2020); Lauterbach e Pajuste (2015) Adhikari et al. (2018)

Fonte: Elaborado pela autora.

No início da entrevista, houve a apresentação entre as partes, depois o entrevistador reforçou o objetivo da pesquisa, anteriormente já informado por e-mail. E, na sequência, sobre cada aspecto, foram feitas perguntas abertas e semelhante a todos os entrevistados para que pudessem responder conforme estratégias e práticas dentro de cada empresa.

As entrevistas foram realizadas de forma on-line, por chamada de vídeo, via sala de reunião das plataformas do Google Meet ou Microsoft Teams, de acordo com a preferência do entrevistado. Com o consentimento dos entrevistados, as entrevistas foram gravadas para depois serem transcritas, mantendo-se a confidencialidade e anonimato para proteção dos entrevistados.

Além disso, em observância às questões éticas, houve

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), assinado pelos entrevistados, de acordo com as orientações do CEP/UFES/Campus Goiabeiras e o item IV da Resolução CNS 466/12. O termo explica sobre a pesquisa realizada e formaliza a aceitação do entrevistado em conceder a entrevista.

Após realizadas as entrevistas, as gravações foram transcritas e analisadas por meio do software MAXQDA. As transcrições foram realizadas com suporte do Google Docs, utilizando a ferramenta de digitação por voz. Foram feitas revisões do texto até se ter a transcrição definitiva das entrevistas. Dentro do MAXQDA, a partir das transcrições, foram criadas as categorias, conforme previsto na literatura. A partir daí obtiveram-se os resultados a serem apresentados em sessões seguintes.

Apesar de contribuir para aprofundar a análise, esse processo de entrevistas apresenta limitações. As respostas podem refletir o posicionamento institucional da empresa ou, às vezes, representar apenas a opinião do próprio entrevistado e não há como validar esse aspecto. E a análise do conteúdo envolver certa subjetividade, por não ser um texto objetivo, com respostas diretas.

## 4 Resultados

### 4.1 Resultados da Análise Textual das Justificativas

As justificativas do Informe do Código de Governança foram classificadas conforme a taxonomia desenvolvida por Manzaneres e Leal (2021), tendo seus resultados apresentados na Tabela 5.

**Tabela 5 – 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%
Total	40	100%	134	100%	132	100%	306	100%

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

Destaca-se o alto percentual de justificativas deficientes (70%), condizente com os achados de Manzaneres e Leal (2021) que dizem ser de baixa qualidade as explicações das empresas brasileiras ao Informe. A baixa qualidade das justificativas também foi identificada em empresas britânicas (Arcot et al., 2009) e em empresas dinamarquesas (Rose, 2016). Observou-se que muitas empresas se embasam em leis e normas para justificar a emissão de ações PN. Se somadas as 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 subcategorias giram em torno, basicamente, de dizer que é permitido pela Lei 6.404/76 e/ou atende os regulamentos de listagem do N1 ou N2 da [B]<sup>3</sup>.

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, tem-se: 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)”, e; ii) “A Companhia atende às exigências do Nível 1 de Governança da [B]<sup>3</sup>”. E para exemplificar uma declaração de prática alternativa em consonância com outra norma pode-se utilizar o seguinte trecho: “Essa Estrutura de Capital era necessária em razão das e 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”.

Como no Brasil há uma vasta legislação, ocorre de ter alternativas legais para justificar atendimento de itens sugeridos. E vale ressaltar que, o Informe não obriga o cumprimento das práticas sugeridas, logo, não é uma obrigação legal e está abaixo das leis. O que pode ocorrer de melhoria futura é a legislação revisar quais pontos seriam importantes e passíveis de serem obrigatórios e incluí-los em leis, mas esse aspecto envolveria outras partes e uma discussão bem mais detalhada.

As justificativas vazias tiveram percentual representativo da amostra, 16% foram enquadradas nessa subcategoria, conforme 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 NM na [B]<sup>3</sup>”.

Durante a leitura das justificativas observou-se que muitas empresas, simplesmente, repetem a mesma resposta em

anos diferentes, sendo que das 306 justificativas, 145 foram repetidas. Essa repetição pode estar ligada ao fato de a empresa não ter tomado nenhuma ação de mudança de um ano para o outro e, permanecendo da mesma forma, apresenta a mesma resposta já validade pela organização no ano anterior, ou ainda ser decorrente de pouca importância dada pelas empresas às justificativas apresentada no Informe. Essas possibilidades só poderiam ser confirmadas se conseguíssemos contato direto com todas as empresas. De todo modo, estão atreladas a baixa qualidade das justificativas já mencionada por Manzaneres e Leal (2021).

Considerando esse fato, para a etapa da análise textual das justificativas via o software MAXQDA, foram utilizadas apenas 161 respostas que continham textos distintos. 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. Os resultados estão detalhados na Tabela 6.

**Tabela 6** – Justificativas em linha com o CBGC (2016).

Recomendações	Qte.	% em relação as 161 justificativas
Descrição da estrutura acionária	141	88%
Descrição dos direitos políticos e econômicos	85	53%
Forma como o controle é exercido	35	22%
Mecanismos para mitigar assimetrias de direitos	17	11%
Apresenta razão para não adoção	13	8%
Ética Médica	16	100%

Qte – quantidade de justificativas. Fonte: elaborada pela autora por meio do software MAXQDA.

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. A maioria 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 8%. Com maior representatividade, tendo sido identificadas em 141 justificativas, algumas empresas descrevem a estrutura acionária de forma objetiva, como “O Capital Social é composto atualmente por Ações ON e Ações PN” e outras apresentam 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”.

Nas 85 justificativas que falam dos direitos dos acionistas, houveram duas linhas principais de respostas, uma que específica, basicamente os direitos de cada tipo de ação e reforça que demais definições estão no Estatuto Social, por exemplo, “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 direcionavam o item do Formulário de Referência (FRE) para maiores informações, e outra linha que apresentaram a lista de direitos completos, elencando tópico a tópico, trazendo as informações do FRE para a resposta do Informe. Este último caso não foi exemplificado aqui devido a extensão dos textos.

Além disso, em 35 justificativas foram contempladas informações de como o controle é exercido e 17 apresentaram mecanismos adotados visando mitigar as assimetrias entre os direitos políticos e econômico dos acionistas, como por exemplo: “Para mitigar a diferença de direitos políticos, a Companhia entendeu por bem prever, no 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”.

Respondendo a questão de pesquisa, nessa fase foram identificadas 13 justificativas de empresas que dizem o porquê utilizam ações sem direito a voto, evidenciadas nos trechos a seguir: i) “A estrutura dual de ações da Companhia permite maior flexibilidade na estrutura de controle e de capitalização da Companhia”; ii) “a conversão das Ações ON em Ações PN implicaria em perda de controle acionário do Estado”, e; iii) “não seria possível atender à prática sem resultar na perda do controle acionário por parte da União Federal”, em linha com a justificativa prevista na literatura de manutenção do controle (Pinto, 2014; Burkart & Lee, 2008; Aldrighi & Mazzer Neto, 2007).

#### 4.2 Resultado das Entrevistas Semiestruturadas

Foram realizadas sete entrevistas, com duração média de 31min33s e no total foram 03h40min54s de conteúdo gravado. As transcrições das entrevistas foram analisadas através do MAXQDA, onde cada entrevista corresponde a um documento. Todas as empresas apresentaram

alguma justificativa já citada na literatura e foram identificadas mais 24 menções de justificativas que não estavam previstas na literatura, as quais foram distribuídas em quatro categorias, conforme apresenta a Tabela 7.

**Tabela 7** – Distribuição dos segmentos codificados por categoria.

Categoria	Seg. codificados	% Seg. codificados	Documentos
<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.

Todas as empresas reconheceram que possuir as ações PN favorece a visão de longo prazo, reafirmando o que foi sugerido em estudos anteriores (Adhikari et al., 2018; Lauterbach & Pajuste, 2015; Reddy, 2020). Na literatura, a justificativa mais citada é a manutenção do controle (Aldrighi & Mazzer Neto, 2007; Burkart & Lee 2008; Pinto, 2014) e ela esteve entre as razões mais citadas nas entrevistas, como menciona a Empresa 7: “de imediato ele perderia o comando, a gestão da companhia, só de transformar PN para ON”.

Conforme traz Li e Zaiats (2017b) e Pinto (2014), 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 a lógica das ações PN serem uma forma de proteger contra aquisições hostis. Segundo ele, “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 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 Arugaslan et al. (2010) e 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”. A justificativa “manter benefícios privados dos controladores” foi pouco citada, mas entende-se que pode ser delicado para o entrevistador declarar a respeito dos benefícios, visto que isso é, tradicionalmente, interpretado como aspecto negativo da concentração de controle (Kim, 2023; Seaborn et al., 2018; Ye et al., 2025). E em relação aos fundadores, muitas empresas nem sempre tem o fundador à frente do negócio mais, fato que pode justificar a baixa menção da justificativa “manter os fundadores na liderança”.

Além de corroborar com a literatura, reforçando que as empresas se justificam com base no que estudos anteriores sugeriam, essa pesquisa contribui ao trazer insights sobre outras justificativas que as empresas alegaram para a não adoção ao princípio “uma ação, um voto”. Todas afirmaram que devido ao interesse de investidores por ações PN é interessante continuar com a estrutura de classe dupla. Segundo relatos, 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 o poder de voto, muitas vezes o principal atrativo é a perspectiva de retorno, os dividendos pagos. Então, pautados nisso, as empresas afirmaram que é interessante ter as ações PN para atender esse perfil de investidor.

O entrevistado da Empresa 2 abordou 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 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 para que adotar a classe única de ações sendo que o público de investidor da empresa dele tem interesse nas ações PN.

Algumas empresas complementaram dizendo que não é tão simples implementar as práticas recomendadas e, às vezes, é custoso, o que impede transformar todas as ações PN para ON. Condizente com a sinalização feita por Manzanares e Leal (2021) de que pode existir relação entre recursos disponíveis pelas empresas e o cumprimento das práticas. Outro ponto mencionado

foi 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 que ao manter o controle a empresa “mantém uma coisa muito importante, que é o alinhamento estratégico”. Para Ye et al. (2025), empresas de classe dupla tendem a adotar estratégias mais arriscadas, como alavancagem elevada, crescimento acelerado e investimentos de maior incerteza, visto que o controle concentrado lhes permite isso.

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 discute a recomendação proposta pelo CBGC (2016), mas sem interesse de adoção no momento. Diante disso, reforça a postura que todos os entrevistados tiveram em defender a permanência das ações PN e alguns até se questionam se essa prática de possuir apenas ações ON traria grandes vantagens para empresa.

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 alegar que na prática gera trabalho e requer mudanças na empresa para a adoção das recomendações. Nessa mesma linha, a Empresa 4 disse para “adotar as melhores práticas, além de todas as exigências e prazos regulatórios, haveria custo adicional para as empresas e que nem todas, às vezes, veem o custo-benefício” da adoção. A Empresa 2 falou do custo num cenário dos minoritários terem o direito de voto: “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, trazer custo ou invés de estar beneficiando a companhia ao votar”.

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, foi o mais citado, podendo ser exemplificado com algumas falas: i) “Então, acho que a questão da reputação, às vezes, prevalece sobre uma questão só de estrutura de classe de ações sabe, ele [investidor] 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”.

## 5 Discussão dos resultados

A pesquisa teve como propósito principal investigar as justificativas das empresas brasileiras, de capital aberto e que possuem ações PN, para a não adoção do princípio “uma ação, um voto”. Foram levantadas as justificativas apresentadas no Informe do Código de Governança e realizadas entrevistas com representantes da área de RI por meio de roteiro semiestruturado. Ambos os materiais foram analisados através do software MAXQDA. As justificativas do Informe também foram codificadas de acordo com a taxonomia de Manzanares e Leal (2021).

A partir da realização e análise das entrevistas semiestruturadas, foram descobertos novos achados, além do já previsto pela literatura. As empresas informaram razões como a dificuldade na implementação de algumas práticas e o custo envolvido para adoção de práticas como barreiras para a adoção do princípio “uma ação, um voto”. Além disso, também falaram de possíveis custos, como maiores despesas com maior volume de participantes em assembleias e maior número de envio de documentos para mais acionistas, custos esses previstos de ocorrer com a adoção da prática já em vigor. O fato de as empresas apontarem os custos como barreira, pode servir como uma sinalização para os reguladores para reverem os processos e exigências em torna da adoção do princípio. Será que há uma forma de simplificar e/ou reduzir os custos para as empresas migrarem da classe dupla de ações para a classe única? Talvez possa ser um fator relevante para mais empresas aderirem. Outro fato relevante foi que todas as empresas declararam não ter intenção em adotar a prática e acreditam que é necessário manter as ações PN, pois são atrativas para certos investidores que se preocupam mais com o retorno do que com os direitos de voto. Ou seja, se justificaram que permanecem com as ações PN em suas estruturas porque há investidores que querem investir nesse tipo de ação. Com isso, não enxergam a viabilidade e ganho em adotar a estrutura apenas com ações ON.

Com base nas entrevistas pode-se concluir também que as razões mencionadas na literatura fazem parte das razões que levam as empresas a não adotarem o princípio “uma ação, um voto”. 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 mencionadas pelas empresas entrevistadas. Isso reforça aspectos positivos das concentrações de controle que as empresas observam ao decidir permanecer com a estrutura de classe dupla. Ou seja, apesar de tradicionalmente, o desalinhamento entre direitos dos acionistas ser visto de forma negativa, focando decisões gerenciais ruins ou arriscadas (Kim, 2023; Ye et al., 2025) ou nos casos de os controladores sacrificarem o valor da firma e desempenho financeiro em prol de benefícios privados (Gompers et al., 2010; Seaborn et al., 2018). A estratégia de manter o controle pode, em determinados casos, ter bons retornos operacionais e financeiros (Reddy, 2020; Sauerwald et al., 2019).

As análises das justificativas do Informe trouxeram como principais achados 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 princípio “uma ação, um voto”, o que só foi identificado em 8% das justificativas, a maioria das justificativas estão alinhadas com pelo menos alguma recomendação do CBGC (2016), destaque para as informações de descrição da estrutura societárias (88%) e direito dos acionistas (53%). Aqui, poderia ser revistos as recomendações do código ou a forma que está sendo exposto, pois, nota-se que as empresas usarem a prerrogativa da resposta estar alinhada com o código e não respondem o porquê da não adoção, de fato. Se a resposta do Informe fosse um pouco mais rigorosa com posterior análise individualizada, provavelmente, o percentual de justificativas deficientes reduziria (neste estudo foi de 70%) e haveria informações mais consistentes para análise em estudos como esse.

De forma geral, observa-se que a grande contribuição desse estudo é voltada para os órgãos reguladores, sinalizando tanto deficiências no processo de justificativas das empresas, como análises mais particularizadas no mercado brasileiro a fim de trazer, talvez, recomendações e exigências mais próximas da realidade das empresas brasileiras, conseguindo por fim, mal grande de cumprimento do Código de Governança, como em países desenvolvidos (Arcot et al., 2009; Seidl et. al., 2013; Rose, 2016).

## 6 Considerações Finais

De forma geral, observou-se uma postura de defesa pela permanência das ações PN. Todas as empresas disseram que não há discussão ou interesse em adotar o princípio “uma ação, um voto”. E alguns até se questionam se possuir apenas ações ON traria grandes vantagens para empresa. A associação dos métodos quantitativos e qualitativos trouxe ganho para a pesquisa,

visto que através dos relatos dos entrevistados, foram levantados pontos particulares de cada empresa e identificados insights. Há várias esferas das pesquisas em Finanças que podem utilizar essa associação de métodos para aprofundar determinadas investigações.

Nesse estudo, a associação dos métodos possibilitou a triangulação entre os dados do Informe e os discursos obtidos por meio das entrevistas. Isso permitiu compreender que as justificativas comumente observadas na literatura, como a manutenção do controle (Aldrighi & Mazzer Neto, 2007; Burkart & Lee, 2008; Pinto, 2014), a proteção contra aquisições hostis (Li & Zaiats, 2017b; Pinto, 2014), a emissão de ações como forma de financiamento (Arugaslan et al., 2010; Pinto, 2014), e o foco em uma visão de longo prazo (Adhikari et al., 2018; Lauterbach & Pajuste, 2015; Reddy, 2020) seguem sendo fatores relevantes nas decisões corporativas quanto à estrutura acionária.

Essa escolha de multimétodos também contribuiu com a literatura, especialmente, ao reforçar aspectos positivos da concentração de controle, visto que as empresas e investidores que optam por suas ações PN não olham só para o lado negativos da concentração de controle, mas conseguem visualizar vantagens na estrutura de classe dupla, em linha com os benefícios destacados por Sauerwald et al. (2019), Cheng et al. (2020) e Baran et al. (2022), como realização de investimento de longo prazo e maior monitoramento, o que agrega valor à empresa, maior eficiência de investimentos e fomento a inovação, respectivamente.

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 et al. (2022). Relacionado ao baixo retorno obtido nas tentativas de contato, tem-se uma limitação na pesquisa, a dificuldade de aceitação das empresas concederem as entrevistas. Além disso, não há validação sobre as falas dos entrevistados, independente se realistas ou não, tomamos como verdade para efeito de análise na nossa investigação.

Partindo do fato que o aspecto mais confirmado pelas empresas foi em relação ao perfil do investidor, 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. Também fica como sugestão para pesquisas futuras a investigação sobre a utilização de ações PN como forma de remuneração, ponto que foi levantado por uma

empresa, sendo possível aplicar a mesma metodologia das entrevistas semiestruturadas utilizada nessa pesquisa.

## Referências

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). One Share, One Vote: The Empirical Evidence (SSRN Scholarly Paper ID 987488). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.987488>
- Adhikari, H. P., Nguyen, T. T., & Sutton, N. K. (2018). The power of control: The acquisition decisions of newly public dual-class firms | EndNote Click. <https://kopernio.com/viewer?doi=10.1007%2Fs11156-017-0665-6&token=WzMwMDc3MzEsIjEwLjEwMDcvzExMTU2LTAxNy0wNjY1LTiXQ.oGbGfpDhn8XM4tkAozYYvhs8OpU>
- Aldrichi, D. M., & Mazzer Neto, R. (2007). Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 61(2), 129–152. <https://doi.org/10.1590/S0034-71402007000200001>
- Andrade, L., Bressan, A., & Iquiapaza, R. (2014). Estrutura Piramidal de Controle, Emissão de Duas Classes de Ações e Desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras (Pyramidal Ownership Structure, Dual Class Shares and Firms' Financial Performance in Brazilian Market). *Revista Brasileira de Finanças*, 12, 555–595.
- Arcot, S., Bruno, V., & Faure-Grimaud, A. (2009). Corporate Governance in the UK: Is the Comply or Explain Approach Working? *International Review of Law and Economics*, 30, 193–201. <https://doi.org/10.1016/j.irl.2010.03.002>
- Arugaslan, O., Cook, D. O., & Kieschnick, R. (2010). On the decision to go public with dual class stock. *Journal of Corporate Finance*, 16(2), 170–181. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2009.07.004>
- Baran, L., Forst, A., & Via, N. (2022). Dual-class share structure and innovation. *Journal of Corporate Finance*, 72, 102154. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102154>
- Berle, A. & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, New York.
- Black, B. S., de Carvalho, A. G., Khanna, V., Kim, W., & Yurtoglu, B. B. (2020). Which aspects of corporate governance do and do not matter in emerging markets. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 5(1), 137–177. <https://doi.org/10.1561/108.00000043>
- Burkart, M., & Lee, S. (2008). One Share-One Vote: The Theory\*. *Review of Finance*, 12(1), 1–49. <https://doi.org/10.1093/rof/rfm035>
- Chemmanur, T. J., & Jiao, Y. (2012). Dual class IPOs: A theoretical analysis. *Journal of Banking & Finance*, 36(1), 305–319. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.07.010>
- Cheng, J., Mpundu, B. M., & Wan, D. (2020). Investment efficiency: Dual-class vs. single-class firms. *International Review of Financial Analysis*, 69, 101465. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101465>
- Cheron, C., Salvagni, J., & Colomby, R. K. (2022). The Qualitative Approach Interview in Administration: A Guide for Researchers. *Revista de Administração Contemporânea*, 26(4), e210011–e210011. <https://doi.org/10.1590/10.1590/1982-7849rac2022210011.en>
- Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas / Grupo de Trabalho Interagentes; coordenação Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2016. [https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21148/Codigo\\_Brasileiro\\_de\\_Governanca\\_Corporativa\\_Companhias\\_Abertas.pdf](https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21148/Codigo_Brasileiro_de_Governanca_Corporativa_Companhias_Abertas.pdf)
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (2009). Instrução CVM n.º 480, de 7 dezembro de 2009. <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (2017). Instrução CVM n.º 586, de 8 junho de 2017. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009. <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst586.html>
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45–63. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000100004>
- Cumming, D., Meoli, M., & Vismara, S. (2019). Investors' choices between cash and voting rights: Evidence from dual-class equity crowdfunding. *Research Policy*, 48(8), 103740. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2019.01.014>
- Gompers, P. A., Ishii, J., & Metrick, A. (2010). Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. *Review of Financial Studies*, 23(3), 1051–1088. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp024>
- Grando, T., Júnior, A. C. B., Machado, D. G., & Zanini, F. (2016). Empresas Dual Class: Um estudo do impacto no valor das empresas Brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 35(2), 67–86. <https://doi.org/10.4025/>

enfoque.v35i2.30016

Gurrea-Martínez, A. (2021). Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate. *European Business Organization Law Review*, 22(3), 475–515. <https://doi.org/10.1007/s40804-021-00210-4>

Hossain, A. T. (2015). Dual-class firms and governance: An acquisition perspective. *Managerial Finance*, 41(11), 1221–1235. <https://doi.org/10.1108/MF-05-2014-0141>

Hossain, A. T., & Kryzanowski, L. (2019). A review of the literature on dual-class firms. *Managerial Finance*. <https://doi.org/10.1108/MF-10-2018-0505>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Kim, S. (2023). Dual-class share structure and firm risks. *Pacific-Basin Finance Journal*, 80, 102110. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102110>

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)

Lauterbach, & Pajuste. (2015). The long-term valuation effects of voluntary dual class share unifications. *Journal of Corporate Finance*, 31, 171–185. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.02.004>

Lei 6.404 compilada. [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm)

Li, T., & Zaiats, N. (2017a). Information environment and earnings management of dual class firms around the world. *Journal of Banking & Finance*, 74, 1–23. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.09.009>

Li, T., & Zaiats, N. (2017b). Corporate governance and firm value at dual class firms. *Review of Financial Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2017.07.001>

Manzanares, M. D., & Leal, R. P. C. (2021). The First Year of Mandatory Comply-or-Explain in Brazil. *Latin American Business Review*, 22(1), 1–32. <https://doi.org/10.1080/10978526.2020.1749844>

Martin, W. B.; Gaskell, G. (2008). *Pesquisa Qualitativa com Texto, Imagem e Som*. Petrópolis: Editora Vozes, 516 p.

Mativi, C. S., Niveiros, S. I., & Junior, J. B. A. C. (2020). 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*, 4(2), 156–173. <https://doi.org/10.30781/repad.v4i2.10318>

Nodari, F., Soares, M. do C., Oliveira, M., & Wiedenhoff, G. C. (2014). Contribuição do Maxqda e do NVivo para a Realização da Análise de Conteúdo. <https://repositorio.pucrs.br/dspace/handle/10923/10235>

Pinto, G. M. E. (2014). Why they persist? An analysis of dual class structures and the unification process in the U.S. and Brazil. *Revista Direito GV*, 10, 23–52. <https://doi.org/10.1590/S1808-24322014000100002>

Reddy, B. (2020). More than Meets the Eye: Reassessing the Empirical Evidence on US Dual-Class Stock (SSRN Scholarly Paper ID 3554428). *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3554428>

Rose, C. (2016). Firm performance and comply or explain disclosure in corporate governance. *European Management Journal*, 34(3), 202–222. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2016.03.003>

Sauerwald, S., Lin, Z. J., Peng, M. W., & Dimitrova, D. (2019). Are all private benefits of control ineffective? Principal–principal benefits, external governance quality, and firm performance. *Journal of Management Studies*, 56(4), 725–757. <https://doi.org/10.1111/joms.12397>

Seaborn, P., Olsen, T. D., & Howell, J. (2018). Is Insider Control Good for Environmental Performance? Evidence From Dual-Class Firms: *Business & Society*. <https://doi.org/10.1177/0007650317749221>

Seidl, D., Sanderson, P., & Roberts, J. (2013). Applying the ‘comply-or-explain’ principle: Discursive legitimacy tactics with regard to codes of corporate governance. *Journal of Management & Governance*, 17(3), 791–826. <https://doi.org/10.1007/s10997-011-9209-y>

Tang, P., Yang, S., & Yang, S. (2020). How to design corporate governance structures to enhance corporate social responsibility in China’s mining state-owned enterprises? *Resources Policy*, 66, 101619. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2020.101619>

Ye, L., Tian, J., & Wang, N. (2025). Does dual-class share structure increase risk-taking? Evidence from Chinese firms in the United States. *Finance Research Letters*, 75, 104170. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.104170>