Atualidades

EVOLUÇÃO LEGISLATIVA DAS AÇÕES PREFERENCIAIS NO BRASIL E OS INSTITUTOS A ELAS RELACIONADOS

MARCEL GOMES BRAGANÇA RETTO

1. O surgimento das ações preferenciais e sua evolução: A. Conceito e origem; B. Direito de voto e ações preferenciais; C. Evolução legislativa. 2. As ações preferenciais no direito comparado: A. Vantagens das ações preferenciais: a. Itália; b. França; c. Estados Unidos. 3. O novo tratamento dado às preferenciais pela Lei 9.457/1997: A. Dividendo majorado: controvérsias doutrinárias e a interpretação do § 1º do art. 111. 4. O novo tratamento conferido pela Lei 10.303/2001: A. Diminuição da proporção de ações preferenciais emitidas sem direito de voto ou com voto restrito e as novas vantagens conferidas a essa espécie de ação; B. Novas vantagens das ações preferenciais e interpretação do § 3º do art. 8º da Lei de 2001. Referências bibliográficas.

1. O surgimento das ações preferenciais e sua evolução

A. Conceito e origem

Ações de prioridade, ações privilegiadas ou ações preferenciais são denominações atribuídas às ações que conferem a seus possuidores certos direitos e vantagens não outorgadas a todos os acionistas.¹ “Ora,

1. Ernesto Leme, *Das Ações Preferenciais nas Sociedades Anônomas*, p. 23. Spencer Vampré define ações preferenciais como as que conferem aos acionistas mais direitos ou vantagens do que as demais (*Tratado Elementar de Direito Commercial*, v. II, p. 130). Carvalho de Mendonça define as ações de prioridade como as que conferem aos possuidores o direito de preferência sobre os lucros, ou sobre o patrimônio social por ocasião da partilha, ou sobre ambos. Elucida o mestre que os possuidores de ações preferenciais colocam-se em grau superior ao dos outros acionistas (*Tratado de Direito Commercial*, p. 415). Philomeno J. da Costa define ação preferencial como aquela que, tendo vantagens financeiras ou econômicas, não possui, via de regra, a faculdade de direção da anônima. Este autor repele a denominação “ação privilegiada” sob o argumento de que o

em primeiro lugar” — diz Waldemar Ferreira — “as ações serão preferenciais relativamente às ações ordinárias. Preferência é o ato de preferir; e preferir é antepor, dar a primazia, o primeiro lugar; estimular mais, avantajando uma coisa de outra”.²

Baseados no conceito estabelecido de ações de prioridade podem ser exemplificados os privilégios conferidos a essas ações. Pode-se conferir vantagens de ordem patrimonial ou política. Entre as vantagens de ordem patrimonial elencam-se: prioridade na distribuição de dividendos; direito a um percentual maior nos dividendos; prioridade no reembolso do capital, e assim por diante. Entre as vantagens de ordem política, principalmente: privilégio de voto nas assembleias.³

art. 17 da Lei admite apenas prioridades e não efetivos privilégios (*Anotações às Companhias*, v. I, pp. 269 e 295, nota 15). V., ainda, Oscar Barreto Filho, *Das Sociedades de Investimento*, p. 117.

2. *Tratado de Direito Commercial*, 4º v., p. 239.

3. Quanto às formas de privilégio de voto, obtempera Pierre Chesnelong: “L’avantage de l’ac-

Quanto à denominação, como é cediço, no Brasil pacificou-se o uso das expressões ações ordinárias e ações preferenciais. As primeiras, conhecidas também como ações comuns, perante o direito brasileiro, conforme será visto, passaram a ser verdadeiras ações privilegiadas em relação aos direitos políticos.

Tratamento diverso é dado por cada ordenamento a essa espécie de ação. Uns conferem vantagens políticas às ações preferenciais, conferindo-lhes privilégio de voto. Outros restringem os privilégios a vantagens patrimoniais, retirando-lhes o direito de voto.

As ações privilegiadas foram introduzidas no ordenamento brasileiro pelo Decreto 21.536, de 15 de junho de 1932. Até então, do ponto de vista legal, só havia ações comuns (ordinárias).⁴ A despeito dis-

tion privilégiée peut être assuré de plusieurs manières. Il peut consister simplement en l'attribution d'un nombre supérieur de voix. Les actions sont de deux sortes: actions A et B. Les premières donnent droit à dix voix, les secondes à une voix, alors d'ailleurs que leur valeur nominale est la même, et que les unes et les autres ont des droits égaux sur les bénéficiaires ou sur l'actif social. Le nombre de voix de chaque groupe peut aussi être fixé en proportion du nombre d'actions de l'autre groupe, présentes ou représentées à l'assemblée. Il est ainsi éminemment variable, mais de nature à assurer toujours la prépondérance d'un groupe par rapporte à l'autre (...)" (*Le Droit de Vote dans les Assemblées Générales des Sociétés par Actions*, p. 96). Com a Lei 10.303/2001, vale acrescentar, pacifica-se a utilização da *golden share*.

4. Miranda Valverde aduz: "Até o ano de 1932, quando foi publicado o Decr. 21.536, de 15 de junho, não reconhecia, expressamente o nosso direito outra espécie de ação senão a ordinária ou comum. País de economia escassa, sem capitais acumulados e disponíveis para investir na exploração dos grandes ramos da indústria ou em operações de alta finança bancária, não podiam deixar de ser, como ainda são, na sua quase totalidade, as sociedades anônimas brasileiras, mofinas, rotineiras. As grandes organizações que operam no nosso território são desdobramentos de instituições estrangeiras, sociedades anônimas autorizadas a funcionar no país, suas agências ou sucursais, sociedades-filhas. A grande maioria das concessões de serviços públicos continua nas mãos do estrangeiro" (*Sociedades por Ações*, pp. 85-86). Existem, ainda, ações desconhecidas pelo ordenamento pátrio. São exemplos: as ações de trabalho, conferidas ao corpo de empregados. Foram previs-

so, nos dá conta Ernesto Leme que, mesmo sem disposição legal expressa, a doutrina majoritária já admitia a emissão dessas ações, conforme pareceres de Visconde de Ouro Preto e Rui Barbosa conferidos, respectivamente, aos 15 de dezembro de 1898 e de 7 de janeiro de 1899.⁵

A questão voltou a ser debatida quando a Caixa de Liquidação de São Paulo, no intuito de aumentar o capital que deveria ser integralmente tomado pelos credores, dirigiu consulta a Carvalho de Mendonça, Francisco Morato, Gama Cerqueira, Spencer Vampré⁶ e Waldemar Ferreira. Instaurada a discussão a respeito da legalidade ou não da emissão de ações preferenciais, saiu vencedor o entendimento que a admitia. Portanto, mesmo antes da promulgação do Decreto 21.536/1932 já havia o entendimento de que as ações preferenciais podiam ser emitidas, pois não contrariavam o Decreto 434, de 4 de julho de 1891.⁷ E, realmente, a prática já consagrara a emissão de ações preferenciais. Tanto procede a afirmação que o Decreto 21.536/1932, em seu art. 14, dispunha que: "As acções preferenciaes, emitidas antes do presente decreto, deverão conformar-se aos seus dispositivos, sem que estes, porém, as invalidem, nem as deliberações e os actos praticados na conformidade das leis que os regulavam".

tas na Lei francesa de 28 de abril de 1917 e no Código Civil italiano de 1942, art. 2.349; ações de numerário e ações *d'apport*, também originárias da experiência francesa; ações industriais, emitidas em favor de pessoas que prestam serviços à empresa, adotadas pela Lei mexicana de 1934; ações de favor ou prêmio e etc. V. Cunha Peixoto, *Sociedades por Ações*, 1ª v., p. 117; Miranda Valverde, *Sociedades...*, cit., 1ª v., p. 87; Philomeno J. da Costa, *Anotações...*, cit., v. I, p. 268.

5. Ob. cit., pp. 90-91. Para consulta a trechos dos pareceres remetemos o leitor à obra referida, páginas citadas. V., tb., Pontes de Miranda, *Tratado de Direito Privado*, t. L, pp. 53-54.

6. Carvalho de Mendonça entendia ser duvidosa a possibilidade de emissão de ações preferenciais perante o Decreto 434, de 1891 (ob. cit., III, p. 416). Spencer Vampré, entretanto, entendia ser plenamente possível a emissão de ações preferenciais (*Tratado...*, cit., p. 130).

7. Ernesto Leme, ob. cit., pp. 90-101.

O art. 1º, § 1º, especificava as preferências a serem estabelecidas a favor dos acionistas. Consistiam elas em prioridade na distribuição dos dividendos, mesmo fixos e cumulativos; prioridade no reembolso do capital e prioridade na distribuição dos dividendos e no reembolso do capital. Permitia o Decreto, ainda, a criação de ações preferenciais de mais de uma classe. Podia-se, assim, estabelecer diversos privilégios. Exemplo: classe A, com prioridade na distribuição de dividendos. Classe B, com prioridade no reembolso do capital, entre outros. O § 3º do Decreto permitia ao estatuto deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou de conferi-los com restrições. O § 4º vedava, expressamente, a adoção do voto plural. O art. 3º dispunha que o acionista titular de ação preferencial adquiriria o direito de voto sempre que, pelo prazo nos estatutos fixado e nunca superior a três anos, deixasse de ser pago o dividendo fixo, direito esse que seria conservado até que o dividendo fosse efetivamente pago.

Com isso, como bem defendeu certa doutrina, deixaram de existir ações comuns. Todas eram privilegiadas. As ordinárias, pois foram transformadas em ações de comando, com privilégio de voto, já que os estatutos podiam privar as ações preferenciais desse direito. As preferenciais, pois gozavam de vantagens patrimoniais em relação às ordinárias.⁸

Cumprе ressaltar que o Decreto 21.536/1932 não limitou o total de ações preferenciais sem voto ou com voto restrito a ser emitido. Essa preocupação está presente no Decreto-lei 2.627/1940, na Lei 6.404/1976 e na Lei 10.303/2001. Como leciona Miranda Valverde, a omissão do

Decreto 21.536/1932 propiciou a constituição de algumas sociedades com o capital representado por 90% (noventa por cento) de ações preferenciais sem direito de voto, concentrando o poder nas mãos de poucos acionistas.⁹

B. Direito de voto e ações preferenciais

A evolução das ações preferenciais sempre carregou consigo uma questão que até hoje agita o espírito dos doutos. Trata-se da questão do voto. Será ele um direito essencial do acionista? O absentefismo que caracteriza as assembléias seria fator suficiente para suprimi-lo? Ou, ao contrário, acaba-se por estimular ainda mais o desinteresse do acionista? Transformou-se o titular de ações preferenciais em verdadeiro credor? Essas são algumas questões que envolvem as preferenciais e sua sistemática e, por certo, não comportam respostas irrefutáveis e definitivas.

Mas é importante ressaltar que as companhias, em sua origem, eram marcadas por profundo caráter oligárquico. Nos dá conta Pontes de Miranda que o estatuto do Banco do Brasil, criado via alvará de 12 de outubro de 1808 pelo príncipe regente, concedia um voto a cada cinco ações.¹⁰ A assembléia, segundo o art. 9º dos estatutos, deveria ser composta pelos quarenta maiores capitalistas da companhia.¹¹ E assim ocorria com as outras companhias em que a administração, geralmente nomeada pelo Estado, era preenchida por acionistas detentores de grande número de ações.¹²

A partir de 1789, os ideários da Revolução Francesa acabaram por influenciar a estrutura da sociedade anônima. A idéia de democratização do poder traz ínsita a influência da Revolução burguesa. Livrou-se o comércio das amarras de uma sociedade estratificada, entre clero e nobreza, com a

8. Ernesto Leme, ob. cit., pp. 125-126; Miranda Valverde, ob. cit., p. 88; Cunha Peixoto, *Sociedades por Ações*, p. 120. Ascarelli pontificou que o fato de as ações preferenciais serem geralmente destituídas de voto faz com que as ações ordinárias cumpram função análoga àquela desempenhada pelas ações de voto plural (v. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, p. 32 e nota 27).

9. Ob. cit., p. 90.

10. Ob. cit., t. L, p. 11.

11. Miranda Valverde, ob. cit., p. 414.

12. A respeito, Luiz G. P. de B. Leães, *Do Direito do Acionista ao Dividendo*, p. 256.

ascensão de uma classe cujo único diferencial era o poder econômico.¹³

Os debates em assembléia restaram influenciados por esse ideário. O voto tomado em assembléia não poderia consistir meramente na escolha de determinada alternativa. A deliberação era elemento intrínseco a esse processo.¹⁴ Daí a verdadeira aversão de parte da doutrina em relação ao acordo de votos e ao voto por correspon-

dência¹⁵ que, sob esse foco, transformam a assembléia em mero órgão alegórico, pois as decisões já são tomadas em momento anterior e eliminam a fase de deliberação.

O gigantismo da anônima e a dispersão da base acionária, contudo, justificam tanto o acordo de votos como o voto por correspondência. Quanto ao primeiro, faz com que haja constância do controle, eliminando as mazelas que uma alternância reiterada pode acarretar. Quanto ao segundo, democratiza a votação, fazendo com que acionistas que não possam comparecer e não queiram outorgar procuração para tanto, possam votar.

B.1 Direito de voto como direito não essencial

Perante o Decreto 434, de 1891, o voto era um direito estatutário.¹⁶ Dispunha o art. 141: “Nos estatutos se determinará a ordem que se há de guardar nas reuniões da assembléia geral, o numero minimo de acções, que é necessario aos accionistas para serem admittidos a votar em assembléia geral, e o numero de votos que compete a cada um na razão do numero de acções que possuir”.

O estatuto podia estabelecer o número mínimo de ações necessário para que o acionista pudesse votar. Podia o estatuto,

de pedido de informação à mesa da assembléia, por via de questões de ordem, ou à diretoria sobre a matéria da ordem do dia; o de expressão do voto, verbalmente ou por escrito (*Tratado...*, cit., p. 310).

15. Dominique Schmidt obtempera: “(...) Mais n'est-ce pas de son intérêt et de celui de la société que de l'obliger à porter la contradiction en assemblée? Une opposition donnée par écrit ne représente qu'une unité supplémentaire dans le décompte des votes hostiles. Mais une opposition défendue en assemblée représente un poids sans commune mesure avec celui de la participation détenue, qui sera évalué d'après le pouvoir de conviction et la justesse des arguments de l'opposant. La société dont les intérêts ne sont pas seulement ceux des majoritaires bénéficie également de cette intervention (...)” (*Les Droits de la Minorité dans la Société Anonyme*, p. 81; v. tb., Vivante, *Trattato di Diritto Commerciale*, v. II, pp. 231-232).

16. Spencer Vampré, ob. cit., p. 178.

13. Assim leciona Luiz G. P. de B. Leães: “Nessa ordem de idéias, fácil é compreender porque a revolução de 1789, e, sobretudo, o liberalismo político e econômico do século XIX modularam uma sociedade anônima em função do sistema democrático implantado, com a finalidade de atender as crescentes necessidades da estrutura econômica então vigente. Sem desprezar a longa herança deixada pelo antigo regime, plasmou-se uma sociedade anônima à imagem e semelhança do Estado liberal burguês. Assim a teoria da vontade popular se transplantou para a anônima, fazendo prevalecer a soberania da assembléia-geral dos acionistas, órgão supremo daí por diante, governada pelo princípio da maioria, ou seja, pelo sufrágio universal em termos de sociedade. Outrossim, aplicou-se a teoria da divisão dos poderes a esse tipo social, de tal sorte que, ao lado do poder legislativo da assembléia, se organizava um poder executivo representado pela administração, subordinada à assembléia de acionistas, obrigada a lhe prestar contas, e por ela nomeada e destituída (...)” (ob. cit., pp. 257-258).

14. Segundo aresto da Câmara Civil da Corte Suprema francesa, de 30.4.1894: “On ne saurait considérer comme indifférente la présence d'un actionnaire, qui, d'après les statuts, n'avait pas sa place à l'assemblée, la part prise par lui à la discussion, l'influence aussi exercée sur le résultat du vote; délibération et vote, c'est un ensemble qu'on ne doit pas séparer; qui prend part à l'une prend part à l'autre et vicie le tout, s'il n'est pas de ceux que la loi appelle à délibérer et à voter”. V. Pierre Chesnelong, ob. cit., pp. 208-209. Pontes de Miranda aduz: “Se se exige a unanimidade, de certo modo se prescinde da assembléia geral, porque a assembléia geral supõe a discussão e a deliberação (...). Mediante as deliberações da assembléia geral evita-se o absolutismo governativo das diretorias. Tanto isso é certo que, sob os governos totalitários italiano e alemão, se procurou diminuir o poder das assembléias gerais e se coordenou o poder dos diretores, digamos a burocracia autoritária” (ob. cit., t. L, p. 251). Waldemar Ferreira já asseverava que o voto não é direito de exercício monossilábico. O direito de voto compreende: o ingresso e presença na assembléia geral; o direito de palavra; o de proposição; o de protesto; o

também, limitar o número total de votos do acionista em assembléia. Ademais, o art. 132 dispunha que as deliberações da assembléia geral seriam tomadas pela maioria dos sócios presentes e não das ações.¹⁷

O Decreto-lei 2.627/1940 agasalhou o Decreto 21.536/1932, com pequenas alterações. O art. 81 conferia ao estatuto a possibilidade de emissão de ações preferenciais sem voto ou com voto restrito. O direito de voto do titular de ações preferenciais continuava, aos olhos do Decreto-lei de 1940, a ser um direito passível de supressão via estatuto. Esse diploma inovou, entretanto, no que corresponde à amplitude da limitação que se conferia ao voto. Perante o Decreto 434, de 1891, como dito, podia o estatuto estabelecer o número mínimo de ações para que o acionista participasse da assembléia. Da mesma forma, podia limitar o máximo de votos do acionista, independentemente do número de ações de que fosse titular. O diploma de 1940, em seu art. 80, estabelecia que a cada ação comum (ordinária) corresponderia um voto nas deliberações da assembléia geral, podendo o estatuto limitar o número de votos dos acionistas. Inovou o Decreto-lei de 1940, ao impedir que o estatuto estabelecesse um limite mínimo de ações para admitir o acionista à votação em assembléia. Dessa forma, o voto, perante esse diploma legal, passou a ser conferido por lei.

A Lei 6.404/1976 cuida do voto do acionista preferencial no art. 111. Diz o artigo que o estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, embora, nesse caso, seja assegurado ao acionista titular de preferenciais sem voto o direito de comparecer à assembléia e discutir a matéria submetida à deliberação (art. 125, parágrafo único).

Conclui-se, portanto, que o direito de voto das ações preferenciais é e sempre foi,

perante o direito brasileiro, direito não essencial. Pode-se mesmo dizer que o voto não era um dever, mas um ônus, no sentido de que não estava e ainda não está o acionista obrigado a exercê-lo.¹⁸ Desse raciocínio, entretanto, não decorre a afirmação de que o voto podia ou pode ser usado da forma como bem quiser o acionista. Com a Lei de 1976 e o reconhecimento da importância da individualização do controle, a concepção do voto ganha contornos mais nítidos, pois esse direito passa a ser visto como verdadeiro direito-função ou poder-dever.¹⁹ O voto vem a ser, assim, um poder

18. Nesse sentido, Pontes de Miranda: "Os acionistas podem comparecer ou não comparecer à assembléia geral, ordinária ou extraordinária, comparecer e discutir ou não discutir, comparecer e votar ou não votar. As consequências da omissão consistem em não terem dado número para a reunião, ou não terem concorrido para isso, ou terem deixado de convencer, com os seus argumentos, os outros acionistas presentes, ou não terem contribuído para que vencesse aquilo a favor de que teriam votado. Não há *dever*, há *ônus*" (*Tratado...*, t. L, p. 219. V., ainda, Carvalhosa, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, 2º v., p. 333).

19. Diz Pierre Coppens: "(...) le droit de vote apparait tout à la fois comme un moyen de défense du patrimoine de l'actionnaire et comme un procédé de gestion de la société. Aussi lorsque la majorité impose sa volonté, elle exerce simultanément une prérogative et une fonction. Une prérogative, dans la mesure où son vote vise à imprimer une orientation aux capitaux personnels des majoritaires. Une véritable fonction, par le fait que ce même vote règle le sort de actions appartenant à la minorité dissidente et aux absents souvent nombreux" (*L'Abus de Majorité dans les Sociétés Anonymes*, p. 83). Para D. Schmidt, o direito de voto pode ser concebido como instrumento de formação da vontade social, entendido assim como direito social e como meio de defesa dos interesses privados dos acionistas, direito próprio. Entretanto, na medida em que o acionista não pode tirar nenhum proveito direto do exercício do direito de voto, a concepção desse direito como direito social deve prevalecer. Apenas via reflexa o direito de voto deve ser considerado como direito próprio (ob. cit., p. 39). Com propriedade aduz Comparato: "Bem se vê que o voto exercido pelo controlador em assembléias gerais não é a manifestação de uma prerrogativa atribuída pela lei no interesse do próprio votante — como no caso dos não controladores — mas um autêntico poder-dever. É óbvio, nessas circunstâncias, que esse voto se submete a um juízo muito mais severo do que o exerci-

17. Waldemar Ferreira, *Tratado...*, cit., 4º v., p. 406.

jurídico e, como tal, possibilita o exercício de influência na esfera jurídica de outrem.²⁰

C. *Evolução legislativa*

O Decreto-lei 2.627/1940 tratou da matéria no art. 9º e ss. Dispunha o art. 9º que as ações, consoante a natureza dos direitos ou vantagens conferidos aos titulares, seriam comuns ou ordinárias, preferenciais, de gozo ou fruição. Quanto às preferenciais, poderiam ser de uma ou mais classes. O parágrafo único do dispositivo trouxe inovação. Limitou o total de ações preferenciais sem voto a metade do capital da companhia. Isso, contudo, não impedia a emissão de ações preferenciais sem voto até o limite de 50% (cinquenta por cento) do capital da companhia e a emissão de ações preferenciais com voto ou com voto restrito além do limite legal. Frise-se, o limite

do em relação aos não controladores, devendo-se perquirir a natureza egoísta ou altruísta da finalidade visada pelo votante" ("Controle conjunto, abuso no exercício de voto acionário...", *Direito Empresarial*, p. 93).

20. Gasperoni define direito de voto como o poder conferido à pessoa, em decorrência do *status* de sócio, a ser exercido no interesse social (*Le Azioni di Società*, p. 213). Como bem pondera Jaeger, do contrato de sociedade nasce o princípio de colaboração entre os sócios (daí a denominação de contrato de colaboração). Quando vota, o acionista dá execução ao contrato de sociedade, de forma que seu ato é verdadeira prestação que deve ser exercida de boa-fé (*L'Interesse Sociale*, pp. 127 e 193). Há, ainda, os que entendem o voto como uma prerrogativa de caráter individual e não uma verdadeira função, como, entre nós, Carvalhosa (*Comentários...*, cit., 2º v., p. 333). Asquini adota posição intermediária ao dizer: "Continuo a considerare quindi il diritto di voto un diritto di doppia faccia, da un lato diritto soggettivo (al voto) a tutela di un interesse individuale dell'azionista e dall'altro potere concesso all'azionista nell'interesse sociale (droit-fonction), analogo ai diritti pubblici soggettivi, come ha detto Carnelutti" ("I battelli del Reno", *Rivista delle Società* 4/631). Para maior análise do assunto, remetemos o leitor à obra de Erasmo Valladão A. Novaes e França, *Conflito de Interesses nas Assembléias de S/A*, pp. 41-45, em que é analisada pormenorizadamente a corrente que encara o voto como poder, bem como aquela que o entende como direito subjetivo.

cingia-se, apenas, às ações preferenciais sem direito de voto.²¹

Nos termos do art. 10 do diploma de 1940 as preferências eram: prioridade na distribuição de dividendos, mesmo fixos e cumulativos; prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; e acumulação das vantagens supra. Dispunha o parágrafo único que os dividendos, mesmo que fixos ou cumulativos, não poderiam ser distribuídos com prejuízo do capital social, salvo quando, em caso de liquidação da companhia, essa vantagem fosse expressamente assegurada. Esse artigo reproduzia o disposto nos §§ 1º e 2º do art. 1º do Decreto 21.536/1932.

O direito societário brasileiro sempre procurou, ainda que formalmente, sopesar valores. Estabelece a possibilidade de subtração do voto tendo em vista a concessão de vantagens patrimoniais. Mas, em verdade, a despeito das vantagens conferidas pelo Decreto-lei de 1940, os titulares de ações preferenciais não estavam protegidos de se verem privados do voto e, em compensação, receberem uma remuneração irrisória. Ante esse perigo, dispõe Valverde: "O acionista preferencial corre o risco de ver atribuído às suas ações um pequeno dividendo. Êste, a nosso ver, não deverá ser nunca inferior a 6% do valor nominal das ações pois essa é a taxa legal de juros. Isso, é claro, na hipótese de permitirem os lucros a distribuição de um dividendo maior".²²

Ainda que a afirmação do mestre pudesse encontrar supedâneo econômico, na medida em que a concessão de um dividendo pago a taxa menor do que a legal influenciaria a decisão do investidor em aplicar seu dinheiro no mercado de capitais ou de crédito, por exemplo, a verdade é que não havia, na lei, nenhum resguardo ao acionista titular de ações preferenciais quanto

21. A respeito, Cunha Peixoto, ob. cit., 1º v., p. 122.

22. Ob. cit., p. 92.

ao mínimo a ser recebido.²³ A prioridade na distribuição de dividendos passou a significar na prática, simplesmente, o recebimento antecipado de parte dos dividendos. A prioridade no reembolso do capital também não implicava em efetiva vantagem patrimonial, já que, como reconhecido pela doutrina, a existência das sociedades anônimas supera, a maioria das vezes, a dos próprios acionistas.

Dizia mais o Decreto-lei. Os dividendos podiam ser fixos ou cumulativos. Aqui, realmente, não se pode desconhecer a vantagem conferida aos titulares de ações preferenciais considerando o princípio contábil segundo o qual são os exercícios independentes. Isso significa que a companhia pode produzir lucros em determinado exercício e não por isso está obrigada a distribuir dividendos em relação a exercícios anteriores infrutíferos. A possibilidade de se atribuir ao titular de ações preferenciais um dividendo cumulativo garante ao acionista o recebimento de dividendos em exercícios futuros em compensação a exercícios passados em que não houve ou não foi distribuído lucro.

Como exposto, o art. 81 do Decreto-lei 2.627/1940 conferia, aos estatutos, em relação às ações preferenciais, a possibilidade de subtração de algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações comuns, inclusive o de voto, ou conferi-los com restrições. O parágrafo único dispunha que as preferenciais adquiririam o direito a voto quando, pelo prazo fixado nos estatutos, não superior a três anos, não fosse pago o

23. Perfilhamos da opinião de Cunha Peixoto, que assevera: "Miranda Valverde e Aloysio Lopes Pontes entendem que, na omissão do valor do dividendo, este não pode ser inferior a seis por cento por ser esta a taxa legal de juros. Não perfilhamos a tese. Os acionistas preferenciais não são credores, mas sócios simplesmente. Conseqüentemente, são apenas detentores de crédito condicional para com a sociedade pelos dividendos e capital. Estão sujeitos ao deliberado pela assembléia geral, que por ser soberana, assenta livremente, o *quantum* do dividendo a ser distribuído aos acionistas, tanto aos preferenciais, como aos ordinários" (ob. cit., 1^o v., p. 129).

dividendo fixo, direito esse conservado até o pagamento e, se cumulativos os dividendos, até que fossem pagos os em atraso.

A primeira pergunta que surge é a seguinte: quais os direitos, exceto o de voto, que podem ser subtraídos das preferenciais? Como bem exemplifica Valverde, o direito à amortização, ou ao resgate, podiam ser negados às ações preferenciais, ou conferidos com restrições.²⁴

A segunda indagação consiste em saber quais restrições ao direito de voto podem ser aplicadas às preferenciais? Cunha Peixoto, forte em Valverde, aduz que as restrições podem consistir em: estabelecer número de ações preferenciais para a obtenção de um voto em assembléia; restrição do voto às deliberações sobre emissão de debêntures, criação de partes beneficiárias e assim por diante.²⁵

A terceira indagação consiste em saber qual a solução a ser dada se o estatuto for omissivo quanto à fixação do prazo necessário para que o acionista adquira o direito de voto no caso de não haver a distribuição de dividendos. Nesse caso, o acionista titular de ações preferenciais adquire o direito de voto assim que os dividendos deixarem de ser pagos. A condição resolutória da cláusula supressiva do direito de voto é, exatamente, a falta de pagamento dos dividendos.²⁶

24. Ob. cit., p. 402. Modesto Carvalhosa, entretanto, entende que o único direito que pode ser suprimido das ações preferenciais é o de voto. Diz o mestre: "A amortização ou o resgate, mencionados pela doutrina como passíveis de restrição estatutária, não se compadecem com a natureza das ações preferenciais. Isto porque a elas se devem atribuir privilégios patrimoniais em troca de restrição ou supressão de direito político. Ora, a amortização ou o resgate (art. 44) constituem vantagens nitidamente patrimoniais, que não podem ser negadas juntamente com a retirada ou diminuição do direito de voto. Seria, com efeito, ilegal a sobreposição de restrições, em vez de sua compensação" (ob. cit., 2^o v., p. 349).

25. Ob. cit., 2^o v., p. 358.

26. A questão foi respondida por Philomeno J. da Costa: "Devemo-nos lembrar de que a retirada do direito de voto é contrapartida da satisfação dos dividendos preferenciais. A lei enseja, apesar de tudo,

C.1 O papel das ações preferenciais no âmbito da Lei 6.404/1976: breve relato histórico

Cumprir fazer pequena digressão quanto as transformações econômicas ocorridas no Brasil, para que se entenda o papel das ações preferenciais, tendo em vista a preocupação do governo em desenvolver o mercado de capitais e, ao mesmo tempo, elaborar um modelo societário que fosse compatível com a mentalidade e realidade empresarial brasileiras.

A partir de 1930, o País adentrou em nova fase de seu desenvolvimento econômico com a expansão do setor secundário. As companhias surgidas encontraram, no Decreto 21.536/1932, importante instrumento de captação com a possibilidade de emissão de ações preferenciais sem voto, conferindo ao empresariado a possibilidade de crescimento sem pôr em perigo o controle da empresa.

Instalada a Revolução de 1964, o primeiro governo militar empenhou-se em desenvolver o mercado de capitais. Instrumentos relevantes para tanto foram os benefícios fiscais, utilizados em três vertentes. A primeira, no intuito de estimular o desenvolvimento de certas regiões do Brasil. A segunda, tendo em vista o estímulo às exportações. E a última, para estimular o mercado de capitais. Três foram os estímulos nessa direção: a) Decreto-lei 157, de 1967, que instituiu a possibilidade de abatimento da renda bruta de pessoas físicas

que exista um prazo, para que o direito de voto se estenda às ações preferenciais. Ela propicia-o, contudo pelo prazo que os estatutos fixarem e não superior a um triênio. Se, não obstante, eles não fixam prazo algum, não há prazo para ser respeitado. Resulta que o prazo válido, inferior a três anos, é aquele prescrito pelos estatutos. Se são omissos, não podemos inferir que se instituiu a tolerância do triênio. Iríamos alongar por presunção uma exceção; esta consistiria na recusa do direito do voto a quem teve já contra si o não pagamento do seu dividendo preferencial. Isto seria contrário à hermenêutica que admitisse inteligência extensiva em matéria excepcional" ("Sociedade anônima. Direito de acionista preferencial", RT 478/41-42).

para aplicação no mercado, e os estímulos às então sociedades anônimas de capital aberto;²⁷ b) podiam as pessoas físicas abater do imposto de renda 50% (cinquenta por cento) das quantias aplicadas na subscrição de ações do Banco do Nordeste e do Banco da Amazônia, devendo ser respeitado o limite de 25% (vinte e cinco por cento) do imposto; e c) as sociedades de capital aberto gozavam das seguintes vantagens fiscais: não incidência do imposto à alíquota de 5% (cinco por cento) sobre os dividendos distribuídos; isenção do recolhimento na fonte do imposto à alíquota de 15% (quinze por cento) sobre os dividendos pagos a outras pessoas jurídicas; optando as pessoas físicas pelo recolhimento do imposto na fonte, a alíquota aplicada era de 10% (dez por cento) em vez de 25% (vinte e cinco por cento); a parcela dos lucros distribuídos, compreendida entre 25% (vinte e cinco por cento) e 50% (cinquenta por cento) do lucro total da empresa, não estava sujeita à incidência do imposto de renda da pessoa jurídica; as pessoas físicas podiam abater 30% (trinta por cento) das quantias aplicadas na subscrição de novas ações nominativas ou endossáveis, da renda bruta, desde que essas ações não fossem negociadas durante dois anos.²⁸

27. O Decreto-lei 157 cuidou de interessante mecanismo. Conferia ao contribuinte a possibilidade de utilizar parte do imposto de renda devido na subscrição de quotas de fundos. O contribuinte nada tinha a perder, ou seja, em vez de pagar o imposto aplicava o dinheiro no mercado de capitais. Essas quotas podiam ser resgatadas no final de quatro anos. E o mecanismo, não se pode negar, foi demais engenhoso. A um mercado de capitais incipiente, que pouca confiança passava, nada mais criativo do que estimular o emprego de uma parte da verba do contribuinte que, caso não optasse pelo investimento, iria, de qualquer forma, para o erário.

28. A respeito, Mário H. Simonsen e Roberto Campos, *A Nova Economia Brasileira*, pp. 143 e ss. Não se pode deixar de consignar que essa realidade de incentivo à criação de um mercado de capitais e, em consequência, à abertura de capital das empresas, acarretou uma distorção no perfil das sociedades anônimas nacionais, muitas delas meramente formais, surgidas em virtude dos incentivos concedidos.

Paralelamente ao esforço de criação de um mercado de capitais solidificado e em consonância à realidade de então, marcada pela necessidade de se buscar instrumentos capazes de direcionar a poupança interna, a predominância das sociedades anônimas familiares (fechadas) e a aversão ao “minoritarismo”, foi promulgada a Lei 6.404/1976 que trouxe importantes alterações no que concerne às ações preferenciais.²⁹

C.2 Ações preferenciais perante a Lei 6.404/1976

A primeira inovação trazida pela Lei a ser analisada consta do § 2º do art. 15. Dizia o dispositivo, antes da Lei de 2001, que o número de ações preferenciais sem direito de voto, ou sujeito a restrição no exercício desse direito, não podia ultrapassar dois terços do total das ações emitidas. Dava-se total segurança ao empresário para que pudesse se capitalizar sem perder o controle de “sua empresa”. As ações preferenciais foram alçadas a efetivas ações de mercado.

O dispositivo fala em “ações emitidas”, ou seja, aquelas validamente criadas pela sociedade, enquanto não inutilizadas legalmente. Não se confundem as ações emitidas com as em circulação, já que a

companhia pode manter parte delas em tesouraria. Também não se confundem as ações emitidas com as ações subscritas, porquanto estas representam as ações do capital que já encontraram tomadores.³⁰

Antes de criticar o dispositivo sob o ponto de vista teórico, cumpre dar à questão o enfoque pragmático que merece. A elevação da possibilidade de emissão das ações preferenciais sem voto ou com voto restrito à fração de 2/3 (dois terços) do total das ações emitidas deve ser considerada segundo a realidade exposta, eis que, sem essa regra, dificilmente diversas empresas teriam se tornado companhias abertas. De nada adiantaria incentivar o investimento se o investidor não pudesse contar com um mercado apto a acolhê-lo.

Ponderado o necessário, mister enfrentar a discussão que envolveu esse dispositivo.

Quando da tramitação do anteprojeto que seria convertido na Lei 6.404, o § 2º do art. 15 foi alterado na Câmara dos Deputados, estabelecido o percentual de 50% (cinquenta por cento) do capital da companhia. No Senado, entretanto, os 2/3 (dois terços) foram restabelecidos, assim permanecendo.³¹

A inovação trazida no § 2º do art. 15 mereceu severas críticas doutrinárias. É que tornou possível o controle da sociedade por quem é titular de ações ordinárias representando apenas 16,7% (dezesseis inteiros e sete décimos por cento) das ações que compõem o capital. E esse quadro era mais impressionante antes da Lei 8.021, de 12.4.1990, quando as ações podiam ser emitidas sob a forma ao portador, às quais a Lei não reconhecia o direito de voto.

No que tange às formas de controle, pode-se dizer que a Lei de 1976 estimulava e ainda estimula, expressamente, o con-

29. Em defesa dessa espécie de ação, assim se manifestaram Lamy Filho e Bulhões Pedreira: “A lei vigente cuidou de criar um sistema específico de garantias para o acionista preferencial, que poderá comparecer às assembleias gerais, discutir as matérias, terá sempre direito de eleger um membro do Conselho Fiscal (qualquer que seja a proporção que represente no capital social), e está defendido — pela barreira intransponível da pena de nulidade — contra qualquer alteração que os acionistas votantes, vale dizer, a assembleia geral, pretendam introduzir em seus direitos. Para o acionista minoritário — cujo voto é impotente ante o do controlador — essa é, geralmente, a posição melhor, e, por isso, preferida pelo investidor de mercado: seus direitos patrimoniais são intocáveis, assegurados prioritariamente, e equipara-se ao acionista ordinário em todos os demais direitos — inclusive quanto à circulabilidade — não confundir com liquidez — dos títulos, que podem ser nominativos, à ordem ou ao portador” (*A Lei das SA*, v. I, p. 189).

30. V. Philomeno J. da Costa, *Anotações...*, cit., v. I, p. 278.

31. Egberto L. Teixeira e José Alexandre T. Guerreiro, *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, p. 189.

trole minoritário por meio de um mecanismo legal (emissão de ações sem voto ou com voto restrito até dois terços do total das ações emitidas).³² A separação entre controle e propriedade ocorre, do ponto de vista legal, por meio desse mecanismo e não por meio da dispersão da base acionária. Como resultado prático dessa realidade, não se pode deixar de reconhecer que, sob o ponto de vista legal, as ações ordinárias tornaram-se verdadeiras ações de controle, conferindo às preferenciais a categoria de ações de mercado.³³

Mas as críticas à regra introduzida no § 2º do art. 15 da Lei não se restringiram ao aspecto meramente societário. Calixto Salomão Filho analisou o dispositivo sob a óptica do direito concorrencial, partindo da premissa de que esse ramo do direito tem preferência pelo crescimento interno da empresa sob a justificativa de que somente nesse caso tem-se certeza de que os ganhos de eficiência foram repartidos com os consumidores. Ocorre que, como pondera a doutrina, o incentivo ao “crescimento externo” da empresa foi sempre realidade no Brasil, por meio de processos de reorganização societária. A própria legislação sem-

pre funcionou como estimuladora dessas operações.³⁴

Para o autor, a Lei 6.404/1976, ao propiciar a extrema concentração de poder nas mãos do controlador não procurou sopesar essa realidade com um efetivo sistema de proteção à minoria, pois a participação política desta no âmbito da companhia é ínfima.³⁵ A Lei societária brasileira, segundo essa doutrina, não é neutra, do ponto de vista concorrencial, pois não atribui à minoria os poderes necessários para equilibrar a onipotência do controlador, o que traduz o baixo custo de aquisição do controle das empresas.

A norma do art. 15, § 2º da Lei, entretanto, deve ser analisada segundo o intento exposto, ou seja, de incentivar o surgimento de companhias abertas para a aplicação da poupança formada pelos diversos incentivos argutamente arquitetados. Para isso, exigência primeira consiste em assegurar ao empresário o controle da empresa. Mas se à época fazia sentido essa norma, não se pode aceitá-la se o intento for o de democratizar não só o capital (até porque o capital, sem dúvida, foi democratizado tendo em vista a proliferação de ações preferenciais no mercado), mas também o poder, em um mercado de certa forma já amadurecido. A estrutura de capital das companhias brasileiras, devido ao art. 15, § 2º da Lei, permitia e ainda permite que práticas desonestas do controlador não sejam coibidas de forma tão eficiente como seriam caso todas ou boa parte das ações gozasse de voto. Tentativas de tomada de controle são problemáticas, pois o poder de contro-

32. A respeito, Calixto Salomão Filho, *O Novo Direito Societário*, pp. 162-163.

33. Os autores do anteprojeto, Alfredo Lamy Filho e José L. Bulhões Pedreira, assim se manifestaram a respeito da inovação introduzida no § 2º do art. 15: “O Decreto n. 21.536, de 1932, a exemplo de outros modelos estrangeiros, não fixava limites; o Decreto-lei n. 2.627, numa conjuntura diversa, criou o limite de 50% do capital social; entre as duas soluções o Anteprojeto preferiu o meio termo, fugindo à ilimitação e à restrição demasiada (...). Repita-se o que foi dito na primeira parte deste artigo: o Anteprojeto visa a dar suporte e incentivo à criação e funcionamento da grande empresa privada nacional, capaz de concorrer com as multinacionais e o Estado na nova escala de nossa economia; para isso cria uma enorme gama de títulos e opções para o empresário-empresendedor, e fixa as regras de seu procedimento, em termos estritos, de forma a que o público investidor possa confiar nos títulos que lhe forem oferecidos. As ações preferenciais são um deles, talvez o mais dúctil e adequado para isso. Cumprir favorecer sua emissão, não restringi-la” (*A Lei das S/A*, v. I, ob. cit., p. 193).

34. *Direito Concorrencial — As estruturas*, pp. 234-235.

35. Vale as ponderações de Philomeno J. da Costa: “O direito de voto pode ser cataléptico, mas a faculdade do seu despertar tem a valia da rebelião dos muitos poucos distantes sobre os poucos muitos próximos em divergência. O aumento para dois terços do total das ações emitidas como limite de uma privação do direito de voto representou confessadamente um propósito oligárquico” (*Anotações...*, cit., v. I, p. 274).

le é muito concentrado. Isso implica em garantir ao controlador, ainda que esteja se valendo de política predatória, a certeza de que não sofrerá represálias, seja pelo próprio mercado, seja internamente, por meio do voto.³⁶

Quanto às vantagens pecuniárias atribuídas às preferenciais, a Lei 6.404/1976 praticamente não inovou. Manteve a prioridade na distribuição do dividendo; prioridade no reembolso de capital e a acumulação dessas vantagens. O parágrafo único do art. 10 do Decreto-lei 2.627/1940 passou a ser o § 1º do art. 17 da Lei. No § 2º a Lei inovou. Com efeito, introduziu o legislador de 1976 o dividendo mínimo que não era versado no diploma de 1940. Dizia o § 2º (atual § 4º após a Lei 10.303/2001) que, salvo disposição em contrário do estatuto, o dividendo prioritário não é cumulativo, a ação com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes e a ação com dividendo mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo. Exemplifiquemos: uma ação preferencial com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes. Isso significa que, caso à ação corresponda um dividendo fixo de R\$ 3,00 (três reais), o acionista receberá exatamente esse valor. Sendo o lucro insuficiente para o pagamento das outras ações, paga-se somente as preferenciais com dividendo fixo. Ao contrário, caso haja lucro a ser distribuído, salvo disposição em contrário dos estatutos, essas ações não participam do rateio do remanescente. Ações preferenciais com dividendo mínimo, por sua vez, participam do rateio do remanescente, depois de assegurado às ações ordinárias dividendo igual ao mínimo.³⁷ Como diz certo autor em fe-

liz síntese: “(...) o dividendo fixo é uma prioridade e uma limitação ao mesmo tempo, enquanto o dividendo mínimo é apenas uma prioridade”.³⁸

Ao lado das vantagens patrimoniais, prevê o art. 18 da Lei vantagem política às preferenciais. Assim é que o estatuto pode assegurar a uma ou mais classes dessa espécie de ação o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos da administração. O parágrafo único prevê a possibilidade do estatuto subordinar as alterações estatutárias especificadas à aprovação dos titulares de uma ou mais classes de preferenciais.

O art. 111 da Lei, com pequenas alterações de redação, trata do que vinha disposto no *caput* do art. 81 do Decreto-lei 2.627/1940, ou seja, confirma a tendência da legislação brasileira de conferir ao estatuto a possibilidade de suprimir das prefe-

do fixo nada mais tem a haver o acionista, mesmo que os lucros melhor aquinhoem as ações ordinárias. Por isso, diz a lei que o dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes. No caso de dividendo mínimo, porém, satisfeito o pagamento estabelecido pelo estatuto, nesse mínimo, e havendo lucros a mais que favoreçam as ações ordinárias, participam com elas em igualdade de condições as ações preferenciais, depois de a estas estar assegurado dividendo igual ao mínimo” (*Curso de Direito Comercial*, 2º v., p. 82). Correta a explicação do professor paranaense. Apenas não se pode concordar com o final de seu pensamento. Com efeito, as ações preferenciais que gozam de dividendo mínimo participam do rateio dos lucros remanescentes em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas, ordinárias, assegurado dividendo igual ao mínimo. Do contrário, estaria assegurado às preferenciais com dividendos mínimos um valor adicional em relação às ordinárias, valor esse igual ao mínimo recebido, pois passariam a participar do lucro remanescente em igualdade de condições com estas últimas depois de assegurado o dividendo (mínimo), o que, sem dúvida, não é compatível com o espírito da lei. O próprio § 2º do art. 17 (atual § 4º, com a Lei de 2001) não deixa dúvida ao dispor: “(...) a ação com dividendo mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas” — ordinárias — “assegurado dividendo igual ao mínimo”.

38. José Edwaldo Tavares Borba, *Direito Societário*, p. 198.

36. Brian Cheffins, *Company Law*, p. 492.

37. Diz Rubens Requião: “Uma coisa é dividendo fixo e outra é dividendo mínimo, sistemas que o estatuto pode adotar para atender os rendimentos das ações preferenciais. O dividendo fixo é estabelecido de forma imutável no estatuto, geralmente em percentagem sobre o capital social. Pago o dividen-

renciais, algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o voto, admitindo-se, também, a restrição desse direito. O § 1º, entretanto, e como ponderado inúmeras vezes pela doutrina, inovava. Ao contrário do que dispunha o parágrafo único do art. 81 do Decreto-lei de 1940, esse dispositivo aduz que as preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito adquirirão esse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto que não poderá ser superior a três exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos, direito esse que será conservado até que sejam pagos os dividendos, inclusive cumulativos.³⁹ A primeira inovação reside no fato de especificar que os exercícios estabelecidos pela Lei (três exercícios) são consecutivos e não alternados. O Decreto-lei 2.627/1940 apenas aduzia que os estatutos não podiam exceder o prazo de três anos, mas não elucidava se se tratavam de anos consecutivos ou se podiam ser alternados. A segunda inovação consiste na referência a três exercícios e não a três anos, como fazia o Decreto-lei 2.627/1940 o que consiste em avanço, já que o período de apuração dos lucros não necessariamente corresponde ao lapso temporal de um ano.

2. As ações preferenciais no direito comparado

A. Vantagens das ações preferenciais

a. Itália

A Itália instituiu o título mais interessante para discussão. Cuida-se das *azioni di risparmio*, expressão utilizada pela primeira vez no Projeto De Gregorio, de 1966. Os projetos anteriores utilizavam a expressão *azioni senza voto*.⁴⁰ As *azioni di ris-*

parmio surgiram ante a constatação da existência de acionistas com objetivos diversos. Os *imprenditori*, diretamente envolvidos com a administração da companhia, e os *risparmiatori*, preocupados com o retorno do investimento. O primeiro visa o poder; o segundo, o retorno pecuniário.⁴¹

A difusão dessas ações, como ocorreu no Brasil, teve auxílio da legislação fiscal. Com efeito, a Lei 576, de 2.12.1975, conferiu ao dividendo natureza de custo, permitindo a dedução do rédito da empresa. Essas ações foram introduzidas pela Lei 216, de 7.6.1974. Podem ser emitidas quando houver aumento de capital ou pela conversão das ações ordinárias ou de outra espécie. Não podem ser emitidas quando da constituição da sociedade, pois têm como pressuposto a cotação em bolsa das ações ordinárias. Frise-se, não podem ser emitidas, mas nada obsta seja deliberada a emissão ainda que não cotadas as ações ordinárias.⁴² Diversas razões são dadas pela doutrina no sentido de explicar a exigência legal. Entre elas: a cotação das ações ordinárias é forma de proteção ao acionista titular de ação *di risparmio*, pois pode adquirir no mercado ações ordinárias caso a administração não esteja desempenhando seu papel; a diferenciação entre acionista empreendedor (*imprenditore*) e poupador (*risparmiatore*) é fenômeno característico da grande empresa identificada com a companhia cotada; submete a companhia a supervisão da CONSOB (*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*), devendo prestar maiores informações ao mercado.⁴³

As *azioni di risparmio* não podem ser emitidas em quantidade superior a 50% (cinquenta por cento) do capital social. As vantagens patrimoniais conferidas a essas ações consistem na distribuição prioritária

39. Como explicam Lacerda Teixeira e Tavares Guerreiro, a razão da aquisição do direito de voto consiste, exatamente, em se conferir ao acionista um instrumento capaz de mudar os rumos da empresa com a intervenção em sua direção (ob. cit., p. 192).

40. Balzarini, *Le Azioni senza Diritto di Voto*, nota 1, p. 3.

41. *Ibid.*, pp. 4-5.

42. *Ibid.*, p. 57. Balzarini defende a manutenção das ações *di risparmio* ainda que as ações ordinárias deixem de ser cotadas. A cotação é pressuposto para a emissão e não para a manutenção das referidas ações.

43. *Ibid.*, nota 22, p. 11.

do lucro até o percentual de 5% (cinco por cento) do valor nominal da ação. O lucro residual é repartido entre todas as ações. Entretanto, às *azioni di risparmio* deve ser conferido um dividendo majorado de 2% (dois por cento), em relação às ordinárias, sobre o valor nominal da ação. Não bastasse, quando o dividendo a ser distribuído for inferior ao conferido à essas ações, a diferença deve ser computada e paga nos dois exercícios seguintes. Outra característica das *azioni di risparmio* consiste no direito imediato ao lucro assim que houver aprovação do balanço que o aponte. Resulta dessa realidade que, caso haja deliberação para que não seja distribuído o lucro, o acionista titular de ações *di risparmio* mantém seu direito de crédito que deve ser satisfeito.⁴⁴

As ações *di risparmio* são cotadas de pleno direito. Desconhece o direito italiano ações dessa espécie não cotadas. São, ainda, ações destituídas do direito de voto e, inclusive, do direito de intervir nas deliberações das assembleias. A organização dos acionistas *di risparmio* muito se assemelha à dos debenturistas. A Lei italiana prevê a assembleia especial desses acionistas a qual compete a nomeação de um “representante” comum, legitimado a exigir a deliberação da assembleia, e a tutelar os interesses dos acionistas nas relações com a sociedade. Esse “representante” é órgão da comunidade de acionistas e não da sociedade.⁴⁵

Como se percebe, a organização da comunidade de acionistas *di risparmio* muito se assemelha à dos debenturistas. A natureza desse título também foi alvo de controvérsias na Itália, bem como parte da doutrina viu o acionista como verdadeiro

credor, tal qual o debenturista. Entretanto, com maior razão, parte da doutrina discorda dessa corrente, embora reconheça as características peculiares do instituto.

b. França

As ações de prioridade, na França, foram autorizadas por Lei de dezembro de 1903. As ações gozavam de vantagem política, consistente na prática do voto plural. Servia o mecanismo para assegurar o controle das sociedades e foram muito usadas posteriormente à Primeira Grande Guerra contra a ameaça estrangeira. Ainda assim, essas ações de prioridade foram criticadas sob o argumento de que se estava dissociando o poder da responsabilidade, tamanho era o número de votos dessas ações. Lei de 1933 restringiu os casos de emissão de ações de voto plural, o que foi mantido pela Lei de 1966.⁴⁶

O direito de voto sempre foi defendido na França. Como sustenta a doutrina, ao contrário do que ocorreu na Itália, em que a ação *di risparmio* foi introduzida tendo por base a realidade que diferencia os objetivos dos acionistas — alguns preocupados mais com a gestão e com as consequências que daí advém do que com o rendimento de seus títulos, outros mais preocupados com o retorno pecuniário —, na França, as ações com dividendos prioritários sem voto foram introduzidas visando, exatamente, as empresas de pequeno e médio porte que necessitavam de capital, mas temiam recorrer à poupança popular e pôr em risco o poder de controle.⁴⁷ É fato, entretanto, que esse título teve pouco sucesso, em parte pela opção de investimento em debêntures.

As ações com dividendos prioritários sem voto somente podem ser emitidas por sociedades que produziram lucro nos dois últimos exercícios, independentemente de tê-los distribuído.

44. “Il diritto dell’azionista di risparmio” — diz Balzarini — “è un vero e proprio diritto di credito nascente *ex lege* e come tale sottratto alla discrezionalità dell’assemblea per la parte relativa al dividendo minimo garantito (‘gli utili netti risultanti dal bilancio regolarmente approvato devono essere distribuiti alle azioni di risparmio’)” (ob. cit., p. 33).

45. Balzarini, ob. cit., p. 66.

46. Ripert e Roblot, *Traité de Droit...*, p. 1.134.

47. Balzarini, ob. cit., p. 190.

Duas restrições incidem sobre a emissão de ações com dividendos prioritários sem voto. A primeira limita a emissão a um quarto do capital. A segunda impede que o diretor-presidente, os administradores e demais diretores da companhia sejam titulares dessas ações.⁴⁸ As ações são privilegiadas em relação à distribuição de dividendo, não gozando do direito de voto e de intervenção em assembléia. Os dividendos são prioritariamente distribuídos a essas ações, de forma que nos exercícios em que forem insuficientes são cumulados para pagamento nos exercícios posteriores. Os dividendos não podem ser inferiores a 7,5% (sete inteiros e cinco décimos por cento) da importância liberada da fração de capital representada pelas ações com dividendo prioritário sem voto. Outra vantagem patrimonial conferida a essas ações consiste no direito de preferência na reembolso do capital pelo valor nominal da ação.⁴⁹

O direito de voto pode ser adquirido caso a sociedade não pague os dividendos mínimos conferidos por três exercícios, ficando esse direito conservado até que sejam pagos os dividendos em atraso, inclusive os cumulativos. Tutela-se a posição dos acionistas titulares de ações com dividendo prioritário sem voto, em caso de aumento de capital, pelo direito de preferência. Consta a Lei à assembléia o poder de restringir o direito de preferência à subscrição, apenas, de ações sem voto.

Os acionistas titulares de ações de prioridade sem voto não assistem em assembléias gerais.⁵⁰ Organizam-se em assembléia especial para aprovar a deliberação da assembléia geral que tenha causado modificação na esfera de seus direitos. Podem os acionistas, reunidos em assembléia especial, emitir opinião sobre qualquer questão tratada em assembléia geral. Podem, ainda, nomear um ou mais mandatá-

rios para expor essa opinião na assembléia.⁵¹

c. Estados Unidos

Sobre as ações preferenciais do direito norte-americano, ilustrativo é o pensamento de André Tunc: "Une société peut aussi émettre des actions privilégiées (*preferred shares*). Leur émission peut être prévue par le *articles* ou laissée à la discrétion du conseil. En toute hypothèse, ce sont des titres qui ne méritent guère leur nom".⁵² Justifica-se a colocação do professor da Universidade de Paris – eis que as ações preferenciais recebem, geralmente, um dividendo fixo prioritário. Após essa distribuição, o restante do lucro é repartido entre os acionistas titulares de ações ordinárias. O dividendo pode ser cumulativo ou não.

As ações preferenciais podem outorgar ao seu titular o direito de receber, além do dividendo prioritário, uma fração do lucro. O privilégio pode consistir, também, no recebimento de determinada quantia quando da liquidação da sociedade.

Esse título é, normalmente, desprovido do direito de voto. Prevê-se, habitualmente, que o não pagamento de dividendos em determinado número de vezes dá ao acionista o direito de voto ou de eleger membros do conselho de administração (*board of directors*). A Bolsa de Nova Iorque exige mesmo que se lhes confirmem a

51. Sobre a questão, aduz Balzarini: "L'utilizzo di tale facoltà conferisce all'assemblea speciale, direttamente o per il tramite del mandatario, un potere molto importante. Pur se il parere non è vincolante, per tale via gli azionisti senza voto possono far conoscere la propria posizione anche su argomenti che non rientrano nelle materie di loro competenza ed influenzare, indirettamente, le decisioni dell'assemblea generale: può essere anche questa una 'compensazione' riconosciuta per la privazione del diritto di voto e di intervento in prima persona in assemblea" (ob. cit., p. 199). V., ainda, Ripert e Roblot, ob. cit., p. 1.133.

52. *Le Droit Américain de Société Anonymes*, p. 56.

48. Ripert e Roblot, ob. cit., p. 1.132.

49. Balzarini, ob. cit., p. 195.

50. Ripert e Roblot, ob. cit., p. 1.141.

possibilidade de eleger, ao menos, dois membros do conselho na hipótese em que seis dividendos trimestrais, sucessivos ou não, não sejam pagos.⁵³

3. O novo tratamento dado às preferenciais pela Lei 9.457/1997

Fábio K. Comparato, ao comentar o anteprojeto de Lei de Sociedades por Ações, posteriormente convertido na Lei 6.404/1976, obtemperou: "Penso que já é tempo de se conferir a tais ações o caráter efetivamente preferencial, abolindo-se a sua condição de papéis de segunda classe, como sucede entre nós. Tal como na prática norte-americana, a supressão do direito de voto deve ser contrabalançada por um reforço dos direitos patrimoniais, e não pelo mero enunciado de vantagens formais, sem conteúdo econômico efetivo".⁵⁴

E, com efeito, os direitos conferidos às ações preferenciais até a promulgação da Lei 9.457/1997 consistiam em "vantagens" formais, muitas vezes de ordem meramente cronológica.

Tentativas não faltaram no sentido de aperfeiçoar o tratamento legal conferido às preferenciais, tendo a Comissão de Valores Mobiliários apresentado dois projetos com esse objetivo que, embora não tenham vingado, tiveram o mérito de procurar aperfeiçoar o sistema de "vantagens" das preferenciais em contrapartida da perda do direito de voto.⁵⁵

A. Dividendo majorado: controvérsias doutrinárias e a interpretação do § 1º do art. 111

A Lei 9.457/1997 introduziu alteração na redação do art. 17 da Lei 6.404/1976,

53. *Ibid.*, mesma p.

54. "Anteprojeto de Lei de Sociedades por Ações", *RDM* 17/120.

55. V. a respeito, Luiz L. Cantidiano, "O novo regime das ações preferenciais", in *A Reforma da Lei das S/A*, Jorge Lobo (coord.), pp. 88-89.

aplicável tanto à preferencial negociada como à não negociada no mercado secundário. Diz o artigo, com a redação dada pela Lei de 1997, que as preferências ou vantagens das preferenciais consistem em: dividendos no mínimo 10% (dez por cento) maiores do que os atribuídos às ações ordinárias, salvo no caso de ações com direito a dividendos fixos ou mínimos, cumulativos ou não; sem prejuízo dessa vantagem e no que com ela for compatível, podem ainda ser concedidas as seguintes vantagens: a) prioridade na distribuição de dividendos; b) prioridade no reembolso de capital, com ou sem prêmio; c) acumulação das vantagens anteriormente enumeradas.

Quanto à primeira vantagem, a Lei é imperativa e categórica, ou seja, fora as ações com dividendos fixos ou mínimos, cumulativos ou não, os dividendos devem ser 10% (dez por cento), no mínimo, maiores que os dividendos atribuídos às ações ordinárias. Além dessa vantagem que decorre de lei, podem os estatutos conferir às ações preferenciais: prioridade na distribuição de dividendos; prioridade no reembolso de capital, com ou sem prêmio e a acumulação dessas vantagens.

Modesto Carvalhosa, que propugna o fim das ações preferenciais sem voto, defende que essas ações devem gozar do dividendo majorado, mesmo se gozarem de dividendos fixos ou mínimos, sob pena de adquirirem o direito de voto. Parte o eminente jurista do pressuposto de que somente se justifica a supressão do voto caso sejam outorgadas vantagens patrimoniais efetivas às ações preferenciais.⁵⁶

56. Diz Carvalhosa: "Por força das inovações moralizadoras trazidas ao art. 17 pela Lei 9.457, de 1997, temos a seguinte configuração jurídica: as preferenciais com dividendo calculado sobre o lucro do exercício obrigatoriamente terão direito a receber o diferencial de 10% sobre o valor pago às ordinárias. Conseqüentemente, poderá o estatuto suprimir total ou parcialmente o direito de voto (arts. 111 e 19). Às ações com dividendo fixo ou mínimo, somente poderá ser restringido o direito de voto se o estatuto previr a suplementação do dividendo, 10% maior do que o valor pago às ordinárias a cada exercício" (ob.

A despeito de concordar com as críticas formuladas pelos primeiros comentaristas da Lei de 1997 quanto aos abusos e distorções a que o art. 17 pode dar margem, defende Mauro Rodrigues Penteado que, seja em seu texto original, seja com a redação dada pela Lei de 1997, a Lei das Sociedades por Ações não permite afirmar que o dividendo majorado constitui vantagem das ações preferenciais com dividendos fixos e mínimos, cumulativos ou não. Também não se pode sustentar que o pagamento dos dividendos sem os dez por cento maiores, por três anos consecutivos, confira direito de voto a essa espécie de ação.⁵⁷ Com efeito, como observa Penteado, o § 2º (atual § 4º após a Lei 10.303/2001) do art. 17 permanece inalterado. Dispõe o referido parágrafo que as ações com dividendo fixo não participam dos lucros remanescentes, salvo disposição estatutária, e as ações com dividendos mínimos participam dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias. Pois bem, como não participam do lucro remanescente ou o fazem em igualdade de condições com as or-

cit., v. 1, pp. 142-144). No mesmo sentido, Nelson Eizirik dispõe: "A partir da vigência da Lei 9.457/1997 a prioridade na distribuição do dividendo, para ensejar legitimamente a supressão ao direito de voto dos preferencialistas, refere-se ao seu valor, não à sua cronologia (...). O único direito que pode ser suprimido ao titular da ação preferencial é o direito de voto, desde que: 1. haja disposição estatutária expressa; e 2. exista uma vantagem patrimonial efetiva a compensar a privação do direito de voto". Mais adiante ressalta: "O sistema ora adotado significa que: a) os titulares de ações preferenciais com dividendo calculado sobre o lucro do exercício têm o direito de receber sempre o diferencial a maior de 10% (dez por cento) sobre o valor pago aos titulares de ações ordinárias; b) os titulares de ações com dividendo mínimo podem não receber dividendos superiores em 10% aos pagos aos titulares de ações ordinárias; em tal caso, porém, adquirem o direito de voto" (*Reforma das S/A & do Mercado de Capitais*, pp. 41, 42 e 45).

57. "A Lei 9.457/1997 e a tutela dos direitos dos acionistas minoritários", in *Reforma da Lei das Sociedades por Ações*, Waldirio Bulgarelli (coord.), p. 66. Priscila Maria P. C. da Fonseca perfilha doutrina semelhante: "Na verdade, contudo, a vantagem conferida pelo inciso I é bastante tímida para se mostrar eficaz já que, como ressalta o próprio texto, não

dinárias, conclui-se que não pode haver dividendo majorado.⁵⁸

Embora a introdução do dividendo majorado para as ações preferenciais (com exceção daquelas que recebem dividendos fixo ou mínimo), deva ser vista com bons olhos, a atecnia do legislador de 1997 fez-se presente, trazendo incertezas quanto ao direito de voto dessas ações, posto que o § 1º do art. 111 restou inalterado. Com efeito, nos termos do dispositivo, as ações preferenciais sem voto adquirirão esse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto não superior a três exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos e mínimos a que fizerem jus.

O dispositivo refere-se a dividendos fixos e mínimos, nada dizendo em relação ao dividendo obrigatório majorado em relação às ordinárias. Essa omissão do legislador, quanto à alteração do § 1º do art. 111, não pode ser interpretada de forma a prejudicar os titulares de ações preferenciais. É claro que o direito de voto lhes é suprimido pelo fato de gozarem de vantagem patrimonial em relação às ordinárias. Se a companhia não distribui dividendos por

se aplica às ações preferenciais com dividendo fixo ou mínimo. Permite-se, assim, a subsistência destas últimas sem quaisquer outras prerrogativas ou direitos, inclusive o de voto". Alterações ao Capítulo III. *A Reforma da Lei...*, cit., p. 115, também assim Jorge Lobo: "(...) a Lei 9.457, de 1997, estabeleceu, corretamente, que, salvo no caso de ações com direito a dividendos fixos ou mínimos, cumulativos ou não, as preferências ou vantagens das ações preferenciais consistem no direito a dividendos no mínimo 10% maiores do que os atribuídos às ações ordinárias, sendo razoável pensar que a Lei n. 9.457, de 1997, pretendeu estimular os acionistas controladores a alterarem, se necessário, o estatuto social, para inserir regras peremptórias disciplinando o dividendo fixo ou mínimo, cumulativo ou não, sob pena de, no silêncio do estatuto, a remuneração do capital investido pelos acionistas preferenciais ser superior a 10% do que for pago às ordinárias (...)" (*A Reforma da Lei das S/A*, Lei n. 9.457, de 5.5.1997", *A Reforma da Lei das S/A*, Jorge Lobo (coord.), pp. 14-15. V., ainda, Luiz Leonardo Cantidiano, "O novo regime das ações preferenciais", *Reforma...*, cit., Jorge Lobo (coord.), p. 92).

58. "A Lei 9.457/1997...", cit., p. 66.

prazo superior ao estatutário devem os acionistas titulares de ações preferenciais com dividendo majorado adquirir o direito a voto.

Por fim, não se deve confundir a sistemática das ações preferenciais brasileiras após a Lei de 1997 e aquela das *azioni di risparmio* do direito italiano. Como visto, estas ações já têm direito ao dividendo assim que se apuram lucros no balanço. Os acionistas preferenciais, no Brasil, adquirem esse direito apenas quando a assembleia delibera pela distribuição do lucro entre os acionistas. Outrossim, o dividendo das *azioni di risparmio* é cumulativo, além de majorado. No Brasil, os dividendos podem ou não ser cumulativos, e as ações com dividendos fixos ou mínimos, com a Lei de 1997, não recebem dividendos 10% (dez por cento) maiores do que os atribuídos às ordinárias. Não bastasse, a organização dos acionistas *di risparmio* assemelha-se mais com a dos debenturistas. Os acionistas preferenciais, no Brasil, podem participar das assembleias (art. 125, parágrafo único), mas, se assim determinado nos estatutos, não podem votar.

Percebe-se, portanto, que as *azioni di risparmio* contam com arcabouço normativo muito mais aperfeiçoado do que as ações preferenciais no Brasil. Mesmo com a alteração da Lei, não há como se desconhecer que, em determinadas situações, como exposto, as ações preferenciais não gozam de benefício algum. Essa realidade, entretanto, confronta com o intento do legislador de 1976. Realmente, é pacífico que o escopo buscado foi o de tornar as ações preferenciais verdadeiras ações de mercado. Pois bem, para tanto, faz-se necessário dotar as referidas ações de atrativos efetivos no sentido de captar a poupança popular. Como explicar, então, esse relativo sucesso das preferenciais? A resposta salta aos olhos eis que a dispersão dessa espécie de ação perante o público investidor vinha sustentada pela regra contida no § 2º do art. 15 da Lei, ou seja, a possibilidade de emissão de ações preferenciais sem voto ou com

voto restrito até o limite de 2/3 (dois terços) do total das ações emitidas. Se assim é, transformam-se as ações ordinárias em verdadeiras ações de comando, sobrando ao mercado as ações preferenciais. Por isso não nos convence o argumento dos que defendem as ações preferenciais como se fossem dotadas de um inerente poder atrativo, eis que, a despeito de carregar consigo o nome de preferencial, pode, muitas vezes, não preferir a nada.

4. O novo tratamento conferido pela Lei 10.303/2001

A. Diminuição da proporção de ações preferenciais emitidas sem direito de voto ou com voto restrito e as novas vantagens conferidas a essa espécie de ação

O § 2º do art. 15 da Lei foi alterado de modo a diminuir o limite máximo de ações preferenciais emitidas sem voto ou com voto restrito a 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas. Volta, assim, ao percentual estabelecido pelo Decreto-lei 2.627/1940.

B. Novas vantagens das ações preferenciais e interpretação do § 3º do art. 8º da Lei de 2001

A Lei de 2001 reestruturou o art. 17, elencando as vantagens das ações preferenciais. Entre elas: a) prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; b) prioridade no reembolso do capital, com ou sem prêmio; ou c) na acumulação das vantagens anteriores.

Dispositivo voltado especificamente às companhias abertas, o § 1º dispõe que, independentemente do direito de receberem ou não o valor de reembolso do capital, com ou sem prêmio, as ações preferenciais sem voto ou com voto restrito somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se lhes forem atribuídas, ao menos, uma das seguintes vantagens: I

— direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, no mínimo, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, que dispõe sobre o dividendo obrigatório, de acordo com o seguinte critério: a) prioridade no recebimento dos dividendos anteriormente mencionados correspondentes a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido conforme a letra a, supra; ou II — direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou III — direito a serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas pelo art. 254-A e assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ordinárias.

Cumpra observar em harmonia com certa doutrina, a respeito da primeira vantagem disposta no § 1º, I, do art. 17 (dividendo mínimo de 3% sobre o patrimônio líquido da ação), que a Lei refere-se ao patrimônio líquido contábil da ação. Como bem pondera Cantidiano, a Lei de 2001 não admite mais a negociação no mercado de valores mobiliários de ações preferenciais com prioridade no recebimento de dividendo fixo, sem participação no lucro remanescente.⁵⁹

A segunda alternativa prevista em lei (dividendo mínimo 10% superior ao atribuído às ações ordinárias) já constava da Lei 6.404/1976 em virtude da alteração advinda com a Lei 9.457/1997, embora fosse aplicável a todas as companhias, abertas e fechadas. A Lei de 2001 restringe tal vantagem às companhias abertas, como será visto mais detidamente infra.⁶⁰

59. *Reforma...*, cit., pp. 77 e 78.

60. Mesmo essa vantagem tem sido alvo de críticas, como se constata das palavras de Cantidiano: "Lamento que, em função da negociação feita para

A terceira opção consiste no direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, ou seja, devendo receber 80% (oitenta por cento) do preço pago às ações de controle, assegurado dividendo ao menos igual ao das ações ordinárias.

O art. 254-A prevê, no § 4º, que o adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle. Embora a cabeça do artigo refira-se apenas às ações com voto, aplica-se o disposto no § 4º do art. 254-A aos titulares de ações preferenciais sem voto ou com voto restrito, caso essas ações preferenciais gozem do direito disposto no inciso III do § 1º do art. 17.⁶¹

A Lei não alterou o § 1º do art. 111, segundo o qual as ações preferenciais sem direito de voto readquirem esse direito se a companhia deixar de pagar, pelo prazo disposto no estatuto, não superior a três exercícios consecutivos, os dividendos fixos ou

afastar as objeções que haviam sido apresentadas ao projeto, tenha prevalecido a decisão de manter, como uma das alternativas da vantagem patrimonial atribuída à ação preferencial, de que é suprimido o direito de voto, um dividendo superior em 10% ao valor que vier a ser atribuído à ação ordinária. O titular da ação ordinária — que normalmente está vinculado ao poder de controle — dispõe de mecanismos alternativos para remunerar o capital investido, podendo prescindir, portanto, do recebimento de dividendos. Assim, aquela vantagem poder ser minimizada através da distribuição, às ações ordinárias, de um pequeno dividendo e, até mesmo, pela não distribuição de dividendo às citadas ações" (*Reforma...*, cit., p. 79).

61. Esse, também, o entendimento de Carvalho e Eizirik: "Ademais, é também plenamente aplicável aos titulares das ações preferenciais em questão (inciso III do § 1º do novo art. 17) a opção de permanecer na companhia mediante o recebimento do prêmio, caso essa alternativa seja ofertada aos ordinaristas não integrantes do bloco de controle, nos termos facultados pelo § 4º do art. 254-A" (*A nova Lei das S/A*, p. 97).

mínimos a que fizerem *jus*. Poderia a Lei de 2001 ter suprimido a menção aos “dividendos fixos ou mínimos” constante do dispositivo, já que, com a Lei de 1997 e alterações introduzidas pela Lei de 2001, há previsão dos dividendos obrigatórios no mínimo 10% (dez por cento) maiores do que os atribuídos às ações ordinárias, às preferenciais, como uma das vantagens dessa espécie de ação da companhia aberta. Com isso, colocaria fim a atecnia surgida com a Lei de 1997. Com base nessa omissão do legislador, controvérsias podem surgir no sentido de saber se a ação com dividendo majorado recupera o direito a voto se os dividendos obrigatórios 10% (dez por cento) superiores aos conferidos às ações ordinárias não forem pagos no prazo fixado nos estatutos, embora, conforme sustentamos no tópico próprio, a controvérsia não tem qualquer razão de ser. Às preferenciais, tenham elas direito a dividendos fixos, mínimos ou majorados, se não lhes forem pagos os dividendos no prazo estipulado no estatuto, não superiores a três exercícios consecutivos, deve ser reconhecido o direito de voto, até mesmo porque a vantagem patrimonial é a razão da supressão desse direito político.

Das vantagens analisadas às preferenciais, percebe-se que a Lei 10.303/2001 procura conferir maior vantagem econômica ao acionista titular de ações preferenciais sem voto ou com voto restrito da companhia aberta. Mesmo assim, nada impede que ao acionista titular dessa espécie de ação seja conferida apenas a vantagem constante do § 1º, III, do art. 17, ou seja, o direito de ter suas ações preferenciais sem voto ou com voto restrito incluídas na oferta pública de alienação de controle, assegurado dividendo, pelo menos, igual ao das ações ordinárias. Ora, tendo em vista que, nos termos do art. 254-A, aos titulares de ações votantes deve ser realizada oferta pública de aquisição de ações, quando da alienação do controle da companhia aberta, e que a ação ordinária goza do direito de voto, tem-se que os titulares de ações preferen-

ciais sem voto ou com voto restrito da companhia aberta que gozem da referida vantagem, serão equiparados aos titulares de ações ordinárias (mesmos direitos na alienação do controle e na percepção de dividendos), não havendo vantagem patrimonial efetiva.

Ao titular de ações preferenciais sem voto ou com voto restrito da companhia fechada, por sua vez, não há mais a obrigatoriedade de concessão de efetivas vantagens patrimoniais. Ao contrário, a alteração procedida pela Lei de 2001 suprime a obrigatoriedade do pagamento de dividendos 10% (dez por cento) maiores do que os atribuídos às ações ordinárias, aos titulares de ações preferenciais da companhia fechada que não gozam de dividendos, fixo ou mínimo. Com efeito, nos termos do art. 17, I, com a redação dada pela Lei de 2001, confere-se prioridade na distribuição de dividendos, fixo ou mínimo, não prevendo mais o dividendo majorado. A redação do art. 17, I, da Lei de 1976, com a alteração de 1997, que tratava dos dividendos majorados das ações preferenciais, referia-se tanto às companhias abertas quanto às fechadas. Portanto, no caso de companhia fechada, após a Lei de 2001, aos titulares de ações preferenciais confere-se apenas prioridade na distribuição de dividendos, fixo ou mínimo; prioridade no reembolso do capital, com ou sem prêmio. Faculta-se, ainda, a acumulação das duas vantagens.

Dispositivo que enseja discussões, o § 3º do art. 8º da Lei de 2001 dispõe que as companhias abertas somente poderão emitir novas ações preferenciais com observância do disposto no art. 17, § 1º da Lei 6.404/1976, com a adaptação dos estatutos ao referido dispositivo legal no prazo de um ano, após a entrada em vigor da Lei de 2001.

A primeira observação a ser feita é a de que o dispositivo destaca-se pela atecnia, pois não impõe que as ações preferenciais a serem emitidas o sejam visando a negociação no mercado secundário. Admita-se a hipótese em que a companhia A, com debêntures negociadas no mercado de valo-

res mobiliários, portanto, companhia aberta, resolva emitir ações preferenciais não negociadas no mercado. Estaria ela vinculada aos termos do § 3º do art. 8º? Embora a redação do § 3º em comento seja de uma infelicidade espantosa, não pode o intérprete extrair exegese que afronte o espírito da Lei. Com efeito, como visto, a Lei de 2001 foi diploma voltado às companhias abertas, visando fortalecer o combalido mercado de capitais brasileiro. Assim sendo, deve ser interpretada de modo a que lhe seja conferido sentido, isto é, as novas ações preferenciais a que se refere o artigo, são ações a serem emitidas para negociação no mercado de valores mobiliários, sem direito de voto ou com voto restrito. Portanto, no exemplo acima, poderia a companhia A emitir ações preferenciais sem necessidade de respeitar o disposto no § 1º do art. 17.

Igual discussão traz a questão da necessidade de adaptação ao que reza o § 1º do art. 17 às ações preferenciais sem voto ou com voto restrito já emitidas. Mauro Rodrigues Penteado interpreta o dispositivo da seguinte forma: “A adoção de um desses critérios somente será obrigatória nas novas emissões de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, para colocação no mercado (art. 8º, § 3º da Lei 10.303), permanecendo as atuais ações sujeitas à disciplina vigente até a promulgação da nova lei”.⁶²

Carvalho e Eizirik ponderam em sentido contrário: “As ações preferenciais negociadas no MVM [mercado de valores mobiliários], como referido, deverão oferecer a seus titulares pelo menos um dos privilégios mínimos previstos nos incisos I, II e III do § 1º do novo art. 17. Portanto, como regra, as companhias abertas que tiverem essas ações já emitidas anteriormente ao início da vigência da Lei 10.303/2001 deverão adaptar seus estatutos para alterar as preferências conferidas a essas ações, no prazo de um ano, contado do início da

vigência da Lei 10.303/2001, ou seja, até 1º de março de 2003 (§ 3º do art. 8º)”.⁶³

O art. 6º da Lei de 2001 dispõe que as companhias — sejam elas abertas ou fechadas — deverão proceder à adaptação do estatuto aos preceitos da Lei no prazo de um ano, contado da data em que esta entrar em vigor. Ora, nos termos do art. 17, § 1º da Lei 6.404/1976, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição desse direito que gozam de ao menos uma das vantagens elencadas no referido dispositivo. Portanto, as companhias abertas com ações preferenciais sem voto ou voto restrito já emitidas e que não gozam de, ao menos, uma das vantagens alinhavadas nos incisos do § 1º do art. 17, devem adaptar os estatutos, para que essas ações sejam admitidas à negociação no mercado secundário.

Dos dispositivos analisados extrai-se que: a) as ações preferenciais já emitidas, de companhias abertas, admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários e que gozam do direito de voto, não precisam sofrer a adaptação preconizada no art. 17, § 1º; b) as ações preferenciais de companhias abertas já emitidas e não admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários e que não gozam do direito de voto ou têm esse direito restrito, não devem sofrer adaptação de acordo com o art. 17, § 1º; c) as ações preferenciais de companhias abertas, sem voto ou com voto restrito, admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários, já emitidas, precisam sofrer a adaptação de que trata o art. 17, § 1º da Lei.⁶⁴

63. A Nova Lei das S/A, p. 102.

64. A Comissão de Valores Mobiliários, entretanto, ao responder Consulta formulada por companhias abertas, aos 22.11.2002 (processos 2002/4915, 2002/5490, 2002/4120 e 2002/5713), adotou entendimento diverso, conforme demonstra o voto do Relator: “Trata-se de diversas consultas formuladas por companhias abertas a respeito do entendimento desta Autarquia acerca da necessidade de adaptação das ações preferenciais existentes anteriormente à pro-

Referências bibliográficas

- ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo, Saraiva, 1945.
- ASQUINI, Alberto. "I batelli del Reno", *Rivista delle Società*, Milão, Giuffrè, 1959, pp. 617-633.
- BALZARINI, Paola. *Le Azioni senza Diritto di Voto*. Milão, EGEA/Giuffrè, 1992.
- BARRETO FILHO, Oscar. *Regime Jurídico das Sociedades de Investimentos*. São Paulo, Max Limonad, 1956.
- BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 3ª ed., Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1997.
- BULGARELLI, Waldirio (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades por Ações*. São Paulo, Pioneira, 1998.
- CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Direito Societário & Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, Renovar, 1996.
- mulgação da Lei n. 10.303/2001 e que tenham direitos distintos daqueles elencados na nova redação do § 1º do art. 17 da Lei n. 6.404/1976 (...) a meu ver, se o § 1º do art. 17 pretendesse de fato atingir situações já estabelecidas, notadamente as ações preferenciais emitidas pelas companhias abertas já existentes, deveria tê-lo feito expressamente, de uma forma vigorosa, a não dar margens a dúvidas sobre o conteúdo dessa disposição, desse comando. Penso que um dispositivo com essa intenção deveria dizê-lo com todas as letras, com toda ênfase. À falta de uma manifestação evidente nesse sentido, parece-me que a melhor interpretação é aquela que reconhece uma distinção entre o estoque e o fluxo de ações preferenciais. Essa interpretação está de acordo com os melhores princípios de hermenêutica, a meu ver, pois, se dúvida houvesse, deveria se optar pela interpretação que respeita as situações já estabelecidas, negando-lhes efeitos retrooperantes, por mínimos que sejam. Nesse sentido, as ações preferenciais que já hoje são negociadas no mercado de valores mobiliários não precisam se adaptar e permanecem com a sua negociabilidade admitida, sendo desnecessário qualquer ato adicional. Estas ações já estão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários e, da leitura do § 1º do art. 17 'somente serão admitidas', não vislumbro a força necessária a impedir a negociação das ações já admitidas. E o § 3º do art. 8º abaixo transcrito confirma este entendimento, como se verá (...). A leitura do § 3º do art. 8º acima transcrito, a meu ver, fortalece a interpretação que me parece mais adequada. Com efeito, diz o referido
- _____. *Reforma da Lei das S/A*. Rio de Janeiro, Renovar, 2002.
- CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de Direito Commercial Brasileiro*. v. III, 3ª ed., São Paulo/Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1938; v. IV, 6ª ed., São Paulo/Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1959.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 4 vs. São Paulo, Saraiva, 1998.
- _____. e EIZIRIK, Nelson L. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo, Saraiva, 2002.
- CHEFFINS, Brian R. *Company Law, Theory, Structure and Operation*. Oxford, Clarendon Press, 1997.
- CHESNELONG, Pierre. *Le Droit de Vote dans les Assemblées Générales des Sociétés par Actions*. Toulouse, Saint-Cyprien, 1924.
- COMPARATO, Fábio Konder. "Anteprojeto de Lei de Sociedades por Ações", *RDM* 17/118-125, Nova Série, São Paulo, Ed. RT.
- _____. *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*. 1ª ed., São Paulo, Saraiva, 1995.
- COPPENS, Pierre. *L'Abus de Majorité dans les Sociétés Anonymes*. Paris, Librairie René Fonteyn, 1955.
- § 3º que as companhias abertas somente poderão emitir ações preferenciais em consonância com a nova redação do § 1º do art. 17, da Lei n. 6.404/1976. Essa disposição, a meu ver, autoriza as seguintes conclusões: i. o § 1º do art. 17 somente é aplicável às ações preferenciais emitidas após a sua promulgação; e ii. as ações preferenciais de companhias abertas que já estavam admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários não precisam se adequar e podem continuar a ser negociadas livremente no mercado de valores mobiliários. De fato, não me parece razoável o dispositivo do § 3º do art. 8º caso se pretendesse, efetivamente, a adequação das ações preferenciais já emitidas por companhias abertas e em circulação. Extraio desta disposição, a conclusão de que a lei, novamente, como em outras disposições, quis regular para frente, para o fluxo, sem interferir no estoque, certamente em homenagem à estabilidade das relações e respeito aos pactos já estabelecidos. Ora, se a lei quisesse efetivamente estender seus efeitos às situações já estabelecidas, só posso entender que deveria tê-lo feito expressamente, como aliás fez enfaticamente para as novas emissões, o que, diga-se de passagem, seria até ocioso, pois que a trataria desenganadamente de situação já constituída sob o amparo da vigência da nova lei" (v. o site <www.cvm.gov.br>).

- COSTA, Philomeno J. da. *Anotações às Companhias*. v. I, São Paulo, Ed. RT, 1980.
- _____. "Sociedade anônima. Direito de acionista preferencial", *RT* 478/37-42, ago. 1975.
- EIZIRIK, Nelson Laks. *Reforma das S/A & do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, Renovar, 1997.
- FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado de Direito Comercial*. v. 4, São Paulo, Saraiva, 1961.
- FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S/A*. São Paulo, Malheiros Editores, 1993.
- GASPERONI, Nicola. *Le Azioni di Società*. Pádua, CEDAM, 1942.
- JAEGER, Pier Giusto. *L'Interesse Sociale*. Milão, Giuffrè, 1972.
- LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S/A*. v. I, 3ª ed., Rio de Janeiro, Renovar.
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito do Acionista ao Dividendo*. São Paulo, Obelisco, 1969.
- LEME, Ernesto. *Das Acções Preferenciais nas Sociedades Anonymas*. São Paulo, Saraiva, 1933.
- LOBO, Jorge (coord.). *A Reforma da Lei das S/A*. São Paulo, Atlas, 1998.
- _____. *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro, Forense, 2003.
- PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. *Sociedades por Acções*. vs. 1 a 4. São Paulo, Saraiva, 1972.
- PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. ts. V, X, L e LI. 3ª ed., Rio de Janeiro, Borsóí, 1972.
- REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. v. 2, 20ª ed., São Paulo, Saraiva.
- RIPERT, G. e ROBLOT, R. *Traité de Droit Commercial*. t. 1, 17ª ed., Paris, LGDJ.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *Direito Concorrencial — As estruturas*. São Paulo, Malheiros Editores, 1998.
- _____. *O Novo Direito Societário*. São Paulo, Malheiros Editores, 1998.
- SCHMIDT, Dominique. *Les Droits de la Minorité dans la Société Anonyme*. Paris, Sirey, 1970.
- SIMONSEN, Mário Henrique e CAMPOS, Roberto de Oliveira. *A Nova Economia Brasileira*. Rio de Janeiro, José Olympio, 1974.
- TEIXEIRA, Egberto Lacerda e GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. 2 vs., São Paulo, Bushatsky, 1979.
- TUNC, André. *Le Droit Américain des Sociétés Anonymes*. Paris, Economica, 1985.
- VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Acções*. vs. 1 e 2, Rio de Janeiro, Forense, 1959.
- VAMPRÉ, Spencer. *Tratado Elementar de Direito Comercial*. v. II, Rio de Janeiro, F. Briguiet & Cia. Editores, 1922.
- VIVANTE, C. *Trattato di Diritto Commerciale*. v. II, 3ª ed., Milão, F. Vallardi.