NELSON EIZIRIK

**A LEI DAS S/A
COMENTADA**

VOLUME I

ARTS. 1º A 79

2ª EDIÇÃO

REVISTA E AMPLIADA

EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL
SÃO PAULO, 2015
quartierlatin@quartierlatin.art.br
www.quartierlatin.art.br

EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL

EMPRESA BRASILEIRA, FUNDADA EM 20 DE NOVEMBRO DE 2001

RUA SANTO AMARO, 316 – CEP 01315-000

VENDAS: FONE (11) 3101-5780

EMAIL: quartierlatin@quartierlatin.art.br

SITE: www.quartierlatin.art.br

§ 1º As ações ordinárias da companhia fechada e as ações preferenciais da companhia aberta e fechada poderão ser de uma ou mais classes.

§ 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas. (Redação dada pela Lei nº 10.303/2001)"

A Lei das S.A. regula 3 (três) espécies de ações: ordinárias, preferenciais e de fruição. O direito societário brasileiro não admite categorias de ações como as de prêmio ou favor, as industriais, as de trabalho, etc., pois essas não representam valor incorporado ao capital. A Lei das S.A. também não faz distinção entre as ações originadas de subscrição em dinheiro e as resultantes de subscrição em bens.

As ações ordinárias e preferenciais são os principais instrumentos da companhia para obter capital próprio. Constitui requisito essencial para a criação de ação que haja uma contribuição para o capital social da companhia, igual ao valor nominal, ou – se a ação não tem valor nominal – ao preço de emissão da ação ou à parte desse preço que os órgãos sociais definirem como destinada à formação do capital social. Já as ações de fruição não constituem instrumentos de captação de recursos, pois são emitidas em substituição de ações amortizadas.

1. AÇÃO ORDINÁRIA

A ação ordinária, cuja emissão é obrigatória em todas as companhias, não tem preferências econômicas e dá ao seu titular o poder político – mediante o exercício do direito de voto – de participar na direção da sociedade.

Em regra, as ações ordinárias conferem iguais direitos a todos os acionistas; no entanto, a Lei das S.A. admite que as ações ordinárias da companhia fechada possam ser de classes diversas, conferindo

direitos desiguais, em função, exclusivamente, de (i) conversibilidade em ações preferenciais; (ii) exigência de nacionalidade brasileira do acionista; ou (iii) direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos (artigo 16). Na companhia aberta, em que a divisão em classes não é permitida, todas as ações ordinárias conferem os mesmos direitos a seus titulares.

Os acionistas, sejam os titulares de ação ordinária ou de ação preferencial, não podem ser privados dos direitos essenciais - de participar dos lucros; do acervo da companhia em caso de sua liquidação; de fiscalizar, na forma prevista na Lei das S.A., a gestão dos negócios sociais; de preferência na subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição¹ e de retirar-se da sociedade nos casos previstos em lei -, nem por deliberação da assembleia geral, nem por disposição estatutária².

A regra geral é a de que todas as ações da sociedade têm direito de voto, que poderá, no entanto, ser limitado (artigo 110, § 1º), no caso das ações ordinárias, e negado ou restrito, no caso das ações preferenciais (artigo 111, *caput*).

2. AÇÃO PREFERENCIAL

A ação preferencial é aquela que tem por função principal servir de instrumento para financiar o capital próprio da companhia,

¹ No entanto, o art. 172 da Lei das S.A., que trata da exclusão do direito de preferência, determina que o estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com a redução do prazo de que trata o § 4º do art. 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante venda em Bolsa de Valores ou subscrição pública ou, ainda, permuta de ações em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos arts. 257 e 263 da Lei das S.A. Estabelece, também, que o estatuto da companhia, ainda que fechada, pode excluir o direito de preferência para subscrição de ações nos termos de lei especial sobre incentivos fiscais.

² Ver os comentários ao art. 109 da Lei das S.A.

mediante captação de recursos de pessoas que desejam participar nos lucros do empreendimento, mas não na gestão da sociedade.

A ação preferencial confere a seu titular determinadas preferências ou vantagens patrimoniais – em comparação com as ações ordinárias – que podem consistir (i) em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; (ii) em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou (iii) na acumulação dessas 2 (duas) preferências e vantagens.

Para que as ações preferenciais, sem direito de voto ou com restrição ao exercício desse direito, emitidas por companhias abertas, possam ser admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários, o estatuto deve estabelecer pelo menos 1 (um) dos 3 (três) tipos de privilégios previstos no § 1º do artigo 17, além de, facultativamente, o direito de prioridade no recebimento do valor de reembolso na liquidação da companhia, com prêmio ou sem ele³.

No entanto, para compensar as vantagens atribuídas às ações preferenciais, elas podem ser privadas do exercício do direito de voto (artigo 111, *caput*). Trata-se de uma troca de direitos patrimoniais por políticos, que só permanece em vigor enquanto for assegurado ao titular dessa ação o pagamento do dividendo mínimo ou fixo, pois, na falta desse pagamento, pelo prazo máximo de 3 (três) exercícios consecutivos, as ações preferenciais adquirem o direito de voto.

Não obstante a negação ou restrição do direito de voto aplicada às ações preferenciais, (i) na constituição do conselho fiscal, os seus titulares terão direito de eleger, em votação em separado, um membro e respectivo suplente (artigo 161, § 4º, alínea "a"); (ii) os titulares de ação preferencial podem comparecer à assembleia geral e discutir a matéria submetida à deliberação (artigo 125, parágrafo único); e (iii) na liquidação da companhia essas ações gozam do

3 Sobre as preferências que devem constar do estatuto de uma companhia para que suas ações preferenciais sejam negociadas no mercado de valores mobiliários, ver os comentários ao art. 17 da Lei das S.A.

direito de voto, tornando-se ineficazes as restrições ou limitações porventura existentes; cessando o estado de liquidação, restaura-se a eficácia das restrições ou limitações relativas ao direito de voto (artigo 213, § 1º).

Não pode existir ação preferencial sem direito de voto caso não lhe seja atribuído um privilégio econômico, na repartição dos lucros ou no reembolso de capital⁴. A negação ou restrição ao direito de voto às ações preferenciais depende de previsão estatutária clara e expressa, uma vez que, em princípio, todas as ações têm direito de voto. Na omissão do estatuto, os titulares de ações preferenciais gozam integralmente do direito de voto, sem qualquer restrição.

A Lei das S.A. requer que o estatuto da companhia com ações preferenciais declare as vantagens ou preferências atribuídas a cada classe dessas ações e as restrições a que ficarão sujeitas (artigo 19) e, entre essas restrições, autoriza expressamente a exclusão ou limitação do direito de voto (artigo 111).

As ações preferenciais podem ser de diversas classes, conforme os direitos a elas atribuídos. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior *quorum* não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão, para deliberação sobre alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, salvo se já previsto ou autorizado pelo estatuto (artigo 136, inciso II).

Não obstante, a eficácia dessa deliberação depende de prévia aprovação ou da ratificação, em prazo improrrogável de um ano, por

4 Sobre esse assunto, ver ALFREDO LAMY FILHO, "Doação de Ações Nominativas sem a Assinatura do Termo no Livro Próprio". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). **A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)**. v. II, 2ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 148; PHILOMENO J. DA COSTA, "Direito de Acionista Preferencial", **Revista dos Tribunais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 478, agosto, 1975, p. 39.

titulares de mais da metade de cada classe de ações preferenciais prejudicadas, reunidos em assembleia especial convocada especificamente para esse fim (artigo 136, § 2º). O acionista titular de ação preferencial dissidente da deliberação poderá retirar-se da sociedade, mediante reembolso do valor de suas ações (artigo 137, *caput* e inciso I).

3. AÇÃO DE FRUIÇÃO

A ação de fruição, pouco comum na prática do mercado, é aquela distribuída ao acionista quando sua ação, ordinária ou preferencial, é amortizada, ou seja, quando a sociedade distribui aos acionistas importâncias que eles teriam direito a receber na sua liquidação, o que somente pode ocorrer à conta de lucros ou reservas disponíveis, portanto, sem redução do capital social (artigo 44, *caput* e § 2º)⁵.

O titular das ações de fruição continua acionista da companhia e tem todos os direitos que lhe conferiam essas ações antes de sua amortização, salvo o de participar do rateio em caso de liquidação⁶. As ações

-
- 5 PHILOMENO J. DA COSTA. *Anotações às Companhias*. v. I, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980, p. 266, contesta a caracterização legal da ação de fruição como uma espécie de ação, pois sustenta que “a particularidade da devolução antecipada ao acionista da porção atribuível à sua ação, como se liquidasse a sociedade, não é fator de criação, na realidade, da terceira espécie de ações. Não é em primeiro lugar, porque a ação substituta subsiste com direitos, que a mantêm ou como ordinária ou preferencial, na divisão preexistente de todas. Não é depois terceira espécie, porque existem ações, por exemplo, que não podem corporificar-se na cãrtula (...) como aquelas escriturais (art. 34); há ações preferenciais, que não perdem a sua especialidade, tenham ou não o direito de voto (art. 111). Se as ações escriturais ou se as ações sem ou com voto não formam espécies novas em razão das particularidades respectivas, subsistindo como ordinárias ou como preferenciais, a despeito da supressão de alguns direitos, não há razão para se considerar como espécie distinta a ação de fruição”.
- 6 No mesmo sentido, FRAN MARTINS. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 4ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 68; PHILOMENO J. DA COSTA. *Anotações às Companhias...*, v. I, p. 265; JOSÉ EDWALDO TAVARES BORBA. *Direito Societário*. 13ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 260. Em sentido contrário, MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 1, 6ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 280-281; RUBENS REQUIÃO. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas...*, v. 1, p. 144.

amortizadas só concorrerão ao acervo líquido depois de assegurado às ações não amortizadas valor igual ao da amortização (artigo 44, § 5º).

4. PROPORÇÃO ENTRE ORDINÁRIAS E PREFERENCIAIS

Na vigência do Decreto-Lei nº 2.627/1940, a emissão de ações preferenciais sem direito de voto era limitada à metade do capital da companhia. A Lei das S.A., no § 2º do artigo 15, inovou ao determinar que as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição a esse direito não poderiam ultrapassar 2/3 (dois terços) do total das ações emitidas. A Lei nº 10.303/2001, no entanto, alterando a redação do § 2º, limitou o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, à metade do total das ações emitidas, ou seja, do total de todas as espécies de ações criadas pela companhia. Ademais, dividiu as sociedades anônimas em 2 (duas) categorias: (i) a primeira, integrada pelas companhias que estão obrigadas a adotar o critério ou regime de paridade entre ações ordinárias e preferenciais; e (ii) a segunda, formada pelas sociedades que podem manter o critério de disparidade, permanecendo indefinidamente autorizadas a emitir ações sem direito a voto na proporção de até 2/3 (dois terços) do capital total (artigo 8º).

Estas são as 2 (duas) únicas hipóteses reguladas pelas disposições transitórias constantes da Lei nº 10.303/2001, de modo que todas as sociedades anônimas devem ser enquadradas ou em uma ou em outra categoria. De acordo com essa lei, o critério de paridade entre ações ordinárias e preferenciais deve ser compulsoriamente adotado (i) pelas companhias abertas e fechadas constituídas após a vigência da Lei nº 10.303/2001, ou seja, após 1º de março de 2002; e (ii) pelas companhias fechadas já constituídas que decidissem abrir seu capital, com a emissão de ações preferenciais, após a vigência da Lei nº 10.303/2001.

As companhias fechadas existentes continuam com a faculdade de emitir até 2/3 (dois terços) de ações preferenciais sem direito

a voto e apenas 1/3 (um terço) de ordinárias. A possibilidade de manutenção de até 2/3 (dois terços) do capital em ações sem direito a voto subsistirá por todo o tempo em que a companhia se mantiver como fechada, passando a ser obrigatória a adoção do regime de paridade por ocasião da eventual abertura de seu capital.

O novo limite de emissão de ações preferenciais sem direito a voto, instituído pela Lei nº 10.303/2001, aplica-se unicamente às sociedades constituídas após a vigência da nova lei e às companhias fechadas no momento em que abrirem seu capital.

Em relação às companhias abertas preexistentes permanece em vigor o regime legal anterior, que faculta a emissão de ações preferenciais até o limite de 2/3 (dois terços) do total de ações emitidas. Isso significa que tais companhias podem não apenas manter a proporção de ações preferenciais já existentes, mas também emitir novas ações sem direito a voto até o limite de 2/3 (dois terços) do seu capital social, caso este ainda não tenha sido atingido anteriormente à vigência da Lei nº 10.303/2001⁷⁻⁸.

A única hipótese em que as companhias abertas preexistentes passam a estar sujeitas ao critério de paridade entre ações ordinárias e preferenciais é quando elas voluntariamente optarem por se adequar ao regime fixado pela Lei nº 10.303/2001. Neste caso, essas companhias ficam impedidas de retornar à proporção de 2/3 (dois terços) de ações preferenciais sem direito a voto. No entanto, constitui condição para a aplicação de tal regra que a companhia

7 MODESTO CARVALHOSA e NELSON EIZIRIK. *A Nova Lei das S.A.* São Paulo: Saraiva, 2002, p. 68-82.

8 No mesmo sentido, foi a decisão do Colegiado da CVM proferida no Processo CVM nº RJ 2001/12242, Rel. Luiz Antonio Sampaio Campos, J. em 26.04.2002, que teve origem na consulta da SEP/SER sobre aumento de capital em companhias abertas, considerando a nova redação do art. 15, § 2º, da Lei das S.A.: "(...) a nosso ver, em relação às companhias abertas existentes anteriormente à vigência da Lei nº 10.303/2001, permanece o limite para a emissão de ações preferenciais de até dois terços do total de ações emitidas, sendo certo que tal regra se aplica, inclusive, àquelas companhias que ainda não atingiram tal limite".

aberta, com o objetivo de se adaptar ao regime de paridade, promova aumento de capital mediante emissão de ações ordinárias, a fim de reduzir o percentual de ações preferenciais sem direito a voto⁹.

Alguns doutrinadores sustentaram que a redução do limite de emissão de ações preferenciais teve por fundamento a busca por maior equilíbrio entre os titulares de ações ordinárias e os de ações preferenciais, numa tentativa de impedir que o controle da companhia fosse exercido por acionistas que tivessem aportado menos recursos em favor da sociedade¹⁰.

Não obstante a opinião de parte da doutrina, a Lei das S.A., com a reforma de 2001, estabeleceu como limite de emissão de ações preferenciais o equivalente a 50% (cinquenta por cento) do total de ações emitidas, sem impor qualquer outro tipo de restrição.

Se a intenção fosse a de regular não apenas a proporção entre a quantidade de ações ordinárias e preferenciais que podem ser emitidas, mas, também, a proporção em termos de aporte econômico, a fim que o poder político guardasse relação com os recursos aplicados na companhia, o legislador teria incluído novo parágrafo no artigo 15 ou no artigo 17 da Lei das S.A., fixando, por exemplo, um “teto”, e não apenas um “piso”, para as vantagens patrimoniais das ações preferenciais.

9 Art. 8º, § 2º, da Lei nº 10.303/2001.

10 FRANCISCO DA COSTA E SILVA, “As Ações Preferenciais na Lei nº 10.303, de 31.10.2001: Proporcionalidade com as Ações Ordinárias; Vantagens e Preferências”. In: Jorge Lobo (Coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei nº 10.303/2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 117 e seguintes; FÁBIO TOKARS, “Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Comentários à Lei 10.303/2001, de 31.10.2001”. In: Marcelo M. Bertoldi (Coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Comentários à Lei 10.303 de 31.10.2001**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002, p. 35 e seguintes; MAURÍCIO DA CUNHA PEIXOTO, “Sociedades Anônimas – Algumas Considerações Sobre as Ações Preferenciais, o Conselho de Administração e o Acordo de Acionistas Após a Reforma Implementada Pela Lei 10.303/01”. In: Arnoldo Wald, Fernando Gonçalves e Moema Augusta Soares de Castro (Coord.). **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 514 e seguintes.

A propósito, a redução do referido limite, em 2001, foi aprovada em conjunto com outras medidas, dentro de um determinado contexto fático. Com efeito, no final da década de 90, diversos direitos haviam sido retirados dos acionistas minoritários para viabilizar o processo de privatizações. Por este motivo, e para que o mercado de valores mobiliários brasileiro se recuperasse, era preciso um movimento forte de reafirmação de boas práticas de governança corporativa e de proteção aos minoritários, no âmbito do qual cogitou-se, inclusive, eliminar as ações preferenciais da nossa legislação. Ao invés disso, o legislador optou por aprovar a reforma que, de um lado, reduziu o limite de emissão de preferenciais de 2/3 (dois terços) para 1/2 (metade) das ações emitidas – aumentando, por conseguinte, o número de ações ordinárias necessárias ao exercício do controle – e, de outro, reforçou as vantagens que lhes podem ser atribuídas estatutariamente¹¹.

Dessa forma, a alteração do limite previsto no § 2º do artigo 15 pela reforma de 2001, não foi motivada pela intenção de assegurar a proporcionalidade entre os poderes político e econômico nas companhias, mas apenas um reflexo dos debates técnicos e políticos travados à época. Mesmo porque, ao permitir (i) a emissão de ações sem valor nominal; e (ii) a atribuição de uma vantagem econômica efetiva às ações preferenciais, tal como dividendos, no mínimo, 10% (dez por cento) superiores àqueles concedidos às ações ordinárias, a lei admitiu a possibilidade de haver divergência no preço de emissão das mesmas e, portanto, a quebra da alegada proporcionalidade entre tais poderes¹².

11 Processo Administrativo CVM nº RJ 2013/5993, submetido à apreciação do Colegiado em 19.11.2013, 28.01.2014 e 31.01.2014. Disponível em <www.cvm.gov.br>.

12 O Colegiado da CVM ao analisar este dispositivo em Processo em a que Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") indeferiu pedido de registro inicial de companhia aberta, por entender que as vantagens atribuídas às ações preferenciais estariam em desacordo com o que dispõe o art. 15, §2º da Lei

Portanto, a partir do início da vigência da Lei nº 10.303/2001, o único limite legal para a emissão de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito é de 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas¹³.

Atualmente, a tendência, nas companhias que estão abrindo o seu capital, é a de emitir apenas ações ordinárias, para atender à exigência da regulamentação do segmento especial de negociação de valores mobiliários da BM&FBovespa¹⁴.

5. A AÇÃO “SUPER PREFERENCIAL”

O estatuto de companhias abertas que pretendam negociar no mercado as ações preferenciais de sua emissão deve estabelecer, ao menos, um dos 3 (três) tipos de privilégios previstos no § 1º do artigo 17 da Lei das S.A.

das S.A., destacou que “(...) mesmo considerando que as companhias detêm apenas ações com direito a voto, o divórcio entre o poder econômico e o político é uma realidade que pode ocorrer frequentemente em função das estruturas societárias” (Trecho do voto proferido pela Diretora Ana Novaes ao analisar o Processo CVM nº RJ 2013/5993, submetido à apreciação do Colegiado em 19.11.2013, 28.01.2014 e 31.01.2014. Disponível em <www.cvm.gov.br>.) Para a SEP, o poder político deveria ser proporcional ao volume de recursos aplicados no negócio. No entanto, o Colegiado da Autarquia se manifestou no sentido de que a Lei das S.A., com as alterações implementadas em 2001, estabeleceu como uma das vantagens das ações preferenciais um dividendo por ação pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído à ação ordinária, não cabendo à CVM impor limites quando a lei não o fez.

- 13 Salvo para as companhias abertas que já haviam emitido ações preferenciais na vigência da lei anterior, na proporção de 2/3 e 1/3, para as quais o artigo 8º, §1º, da Lei nº 10.303/2001 permitiu que mantivessem essa proporção, inclusive em novas emissões.
- 14 Consta do Regulamento do Novo Mercado que o diretor geral da BM&FBovespa poderá conceder autorização para negociação no Novo Mercado para a companhia que preencher determinadas condições mínimas, estabelecendo, entre essas condições, que ela “tenha seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias, exceto em casos de desestatização, se se tratar de ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade do ente desestatizante, devendo referidos direitos ter sido objeto de análise prévia pela BOVESPA” (item 3.1, inciso (vii)).

A primeira vantagem (artigo 17, § 1º, inciso I) consiste no direito de participar de pelo menos 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, garantindo-se um dividendo prioritário de pelo menos 3% (três por cento) do valor de patrimônio líquido da ação e, ainda, o direito de participar do eventual saldo desses lucros distribuídos em igualdade de condições com as ações ordinárias, depois de a essas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário.

A segunda vantagem (artigo 17, § 1º, inciso II) confere o recebimento de um dividendo maior do que o atribuído a cada ação ordinária, isto é, o direito a dividendo pelo menos 10% (dez por cento) superior. Tal vantagem, no entanto, não assegura às preferenciais a possibilidade de receber todo o lucro da companhia antes do pagamento de dividendos às ações ordinárias, como ocorre quando há prioridade de dividendo fixo ou mínimo.

Por fim, o artigo 17, § 1º, inciso III, estabelece que pode ser outorgado ao titular de ações preferenciais o direito de receber um dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias cumulativamente com o de alienar sua ações, em caso de oferta pública de transferência de controle da companhia, nas mesmas condições oferecidas aos titulares de ações ordinárias que não integram o bloco de controle¹⁵.

Não obstante essas vantagens, a Lei das S.A., no § 2º do artigo 17, dá ampla autonomia para que o estatuto defina preferências adicionais às legalmente previstas para as ações preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito, desde que estas sejam descritas em seu texto com precisão e minúcia.

Logo, conclui-se que, além de fixar somente vantagens e patamares mínimos, o dispositivo legal que elenca os privilégios das ações preferenciais não é exaustivo; outras vantagens, além das prescritas no *caput* e nos incisos I, II e III do § 1º do artigo 17,

15 Art. 254-A da Lei das S.A.

podem ser conferidas às ações preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito.

A partir da vigência da Lei nº 10.303/2001, as únicas exigências legais para a emissão de ações preferenciais sem direito a voto ou com restrição ao exercício desse direito são: (i) respeitar o limite de 50% (cinquenta por cento) do total de ações emitidas; e (ii) atribuir a elas ao menos uma das vantagens constantes do artigo 17, observados os patamares mínimos nele previstos.

Assim, não há limite máximo a ser observado pelas companhias em seus estatutos sociais no que se refere às vantagens outorgadas às ações preferenciais de sua emissão, em especial quanto ao recebimento de dividendos superiores aos das ações ordinárias.

Nada impede, portanto, que a companhia emita a chamada ação “super preferencial”, que outorga a tal ação vantagens muito superiores àquelas previstas na Lei das S.A.

AÇÕES ORDINÁRIAS

“Art. 16. As ações ordinárias de companhia fechada poderão ser de classes diversas, em função de:

- I – conversibilidade em ações preferenciais; (Redação dada pela Lei nº 9.457/1997)**
- II – exigência de nacionalidade brasileira do acionista; ou (Redação dada pela Lei nº 9.457/1997)**
- III – direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos. (Redação dada pela Lei nº 9.457/1997)**

Parágrafo Único. A alteração do estatuto na parte em que regula a diversidade de classes, se não for expressamente prevista e regulada, requererá a concordância de todos os titulares das ações atingidas.”

A Lei das S.A., visando a conferir maior flexibilidade no desenvolvimento dos negócios das companhias fechadas e a permitir a associação de várias sociedades em empreendimentos comuns, admitiu a criação de ações ordinárias de classes diversas¹.

Nas *joint ventures*, por exemplo, a flexibilidade prevista no artigo 16 é útil, em função, principalmente, do direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos. É possível, dessa forma, a repartição da gestão entre os diversos grupos que se associam no empreendimento comum^{2,3}.

O estatuto da companhia fechada deve regular as classes de ações ordinárias em função de: (i) conversibilidade em ações preferenciais; (ii) exigência de nacionalidade brasileira do acionista⁴; ou

-
- 1 Consta da Exposição de Motivos nº 196, de 24.06.1976, que essa flexibilidade da Lei das S.A. de admitir, nas companhias fechadas, mais de uma classe de ações ordinárias, seria útil na associação de diversas sociedades em empreendimento comum (*joint venture*), permitiria a composição ou conciliação de interesses e a proteção eficaz de condições contratuais acordadas.
 - 2 EGBERTO LACERDA TEIXEIRA e JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. v. 1, São Paulo: José Bushatsky, 1979, p. 186.
 - 3 MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 1, 6ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 284, observa que: "o dispositivo garante, de forma permanente e irrevogável, a participação igualitária, minoritária ou mesmo majoritária de alguns acionistas ou de seus prepostos na administração da companhia, independentemente do percentual de capital que nela possuem".
 - 4 Há uma distinção entre sociedade brasileira e a nacionalidade brasileira do acionista. Nos termos do art. 1.126 do Código Civil, "é nacional a sociedade organizada de conformidade com a lei brasileira e que tenha no País a sede de sua administração". A nacionalidade brasileira da pessoa física é definida pela Constituição Federal, que determina, no art. 12, que "são brasileiros: I - natos: a) os nascidos na República Federativa do Brasil, ainda que de pais estrangeiros, desde que estes não estejam a serviço de seu país; b) os nascidos no estrangeiro, de pai brasileiro ou mãe brasileira, desde que qualquer deles esteja a serviço da República Federativa do Brasil; c) os nascidos no estrangeiro de pai brasileiro ou de mãe brasileira, desde que sejam registrados em repartição brasileira competente ou venham a residir na República Federativa do Brasil e optem, em qualquer tempo, depois de atingida a maioridade, pela nacionalidade brasileira. II - naturalizados: a) os que, na forma da lei, adquiram a nacionalidade brasileira, exigidas aos originários de países de língua portuguesa apenas residência por um ano ininterrupto e idoneidade moral; b) os estrangeiros de qualquer nacionalidade residentes na Repú-

(iii) direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos. No silêncio do estatuto, as ações ordinárias serão de classe única. A enumeração das classes de ações ordinárias constante dos incisos I a III é taxativa⁵; trata-se de norma que excepciona a regra geral de que não há classes de ações ordinárias.

Dessa forma, determinado número de ações ordinárias poderá ser conversível em ações preferenciais e o estatuto deverá estabelecer as condições da conversão (artigo 22, *caput*). Será, ainda, imprescindível observar a norma legal que determina que o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas (artigo 15, § 2º).

A Lei das S.A. permite que, nas companhias fechadas, um determinado percentual do capital ou número de ações ordinárias seja subscrito apenas por brasileiros. A princípio, a razão da existência dessa classe de ações ordinárias é a de atribuir a brasileiros o poder de controle de sociedades nacionais⁶⁻⁷.

blica Federativa do Brasil há mais de quinze anos ininterruptos e sem condenação penal, desde que requeiram a nacionalidade brasileira". A Constituição Federal exige, por exemplo, que as empresas jornalísticas e de radiodifusão sonora e de sons e imagens sejam de propriedade privativa de brasileiros natos ou naturalizados há mais de 10 (dez) anos, ou de pessoas jurídicas constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sede no país (art. 222).

5 No mesmo sentido, PHILOMENO J. DA COSTA. *Anotações às Companhias*. v. I, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980, p. 284; EGBERTO LACERDA TEIXEIRA e JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro...*, v. 1, p. 186; RUBENS REQUIÃO. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 1, São Paulo: Saraiva, 1980, p. 146; JOSÉ EDWALDO TAVARES BORBA. *Direito Societário*. 13ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 253.

6 PHILOMENO J. DA COSTA. *Anotações às Companhias...*, v. I, p. 287.

7 A Constituição Federal assegurou aos estrangeiros residentes no País o direito de propriedade (art. 5º, *caput* e inciso XXII) e estabeleceu restrições quanto à propriedade rural (art. 190), à exploração de recursos minerais (art. 176, § 1º) e à participação em empresas jornalísticas e de radiodifusão (art. 222, *caput*).

Há, ainda, a distinção relativa ao direito de eleger determinados membros do conselho de administração e da diretoria. Cabe ao estatuto estabelecer se os titulares da ação ordinária terão direito de escolher um número determinado de conselheiros e diretores e/ou cargos específicos do conselho de administração e da diretoria.

A norma do parágrafo único deste artigo assegura a estabilidade das relações criadas por meio da diversidade de classes de ações ordinárias nas companhias fechadas e, por isso, exige a deliberação unânime dos acionistas atingidos para a modificação dos seus direitos quando o estatuto não fixar outro *quorum*⁸.

Uma vez estabelecida uma classe de ações ordinárias, qualquer alteração somente poderá ocorrer de acordo com o que for expressamente regulado no estatuto ou, na sua omissão, mediante a aprovação da unanimidade dos acionistas da classe atingida.

Não pode a maioria dos titulares de todas as classes de ações ordinárias decidir pela alteração de uma determinada classe de ações ordinárias⁹⁻¹⁰. É imprescindível a anuência de todos os titulares da

8 Exposição de Motivos nº 196, de 24.06.1976.

9 Nesse sentido se manifestou a 3ª Turma do Tribunal Federal de Recursos no julgamento da Apelação Cível nº 99.073-DF: "(...) nas sociedades cujo capital é constituído de classes de ações ordinárias nominativas, a alteração dos direitos conferidos a uma classe, se não for regulada no estatuto, há de contar com a prévia concorrência da unanimidade dos acionistas da classe. Não pode a assembleia geral decidir sobre a modificação dos direitos de uma classe sem o pressuposto daquela concordância. Pode o estatuto regular a hipótese prevendo a tomada da decisão dos acionistas da classe por maioria. O que não pode é subsumir na vontade da assembleia geral a vontade dos acionistas da classe atingida. Trata-se de restrição à soberania da assembleia geral, prevista no parágrafo único do art. 16 da Lei 6.404/76. A regulamentação exigida é defensiva dos interesses do grupo de acionistas, submetida a vontade da assembleia geral à vontade do grupo (...)". In: ARNOLDO WALD, "Interpretação do art. 16 da Lei 6.404/76 - Descabimento de Assembleia Especial de Acionistas Ordinários de Determinada Classe", *Revista dos Tribunais*, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 626, dezembro, 1987, p. 8.

10 Conforme MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas...*, v. 1, p. 287, ao comentar que não pode "o estatuto prever que alterações futuras poderão ser feitas independentemente da concordância dos titulares das

classe afetada, seja previamente à deliberação dos acionistas em assembleia geral, seja na própria assembleia ou, posteriormente, por meio da ratificação das deliberações tomadas. O parágrafo único tem por finalidade reforçar a segurança jurídica da diversidade de classes de ações ordinárias elencadas no *caput* deste artigo, ou seja, visa a proteger as condições acordadas e a amparar o direito das minorias¹¹.

AÇÕES PREFERENCIAIS

“Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: (Redação dada pela Lei nº 10.303/2001)

I – em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; (Redação dada pela Lei nº 10.303/2001)

II – em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou (Redação dada pela Lei nº 10.303/2001)

III – na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II. (Incluído pela Lei nº 10.303/2001)

§ 1º Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as

*classes atingidas, ou seja, por maioria dos acionistas com o direito a voto. O que pode o estatuto determinar é a modificação futura em si mesma”. Em sentido contrário, ARNOLDO WALD, “Interpretação do art. 16 da Lei 6.404/76 – Descabimento de Assembleia Especial de Acionistas Ordinários de Determinada Classe”, *Revista dos Tribunais*..., v. 626, p. 7-20. WILSON DE SOUZA CAMPOS BATALHA, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. I, Rio de Janeiro: Forense, 1977, p. 200, sustenta que “pode o estatuto da companhia fechada estabelecer que a assembleia geral, mediante o quorum e a maioria que especificar, altere o estatuto na parte em que regula a diversidade de classes de ações ordinárias”.*

11 LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES. *Pareceres*. v. I, São Paulo: Singular, 2004, p. 395-396, observa que “a exigência da concordância da totalidade dos que participam da mesma classe de ações, para a aprovação do estatuto na parte em que regula a diversidade de classes, se justifica, pela razão óbvia de que o objetivo para a adoção de diversas classes de ações ordinárias é o de permitir, numa companhia fechada, a composição ou conciliação de interesses, assegurando a todos a imutabilidade das condições acordadas”.

ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens: (Redação dada pela Lei nº 10.303/2001)

I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do artigo 202, de acordo com o seguinte critério: (Incluído pela Lei nº 10.303/2001)

a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e (Incluída pela Lei nº 10.303/2001)

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 em conformidade com a alínea a; ou (Incluída pela Lei nº 10.303/2001)

II - direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; (Incluído pela Lei nº 10.303/2001)

III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no artigo 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias. (Incluído pela Lei nº 10.303/2001)

§ 2º Deverão constar do estatuto, com precisão e minúcia, outras preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, além das previstas neste artigo. (Redação dada pela Lei nº 10.303/2001)

§ 3º Os dividendos, ainda que fixos ou cumulativos, não poderão ser distribuídos em prejuízo do capital social, salvo quando, em caso de liquidação da companhia, essa

vantagem tiver sido expressamente assegurada. (Redação dada pela Lei nº 10.303/2001)

§ 4º Salvo disposição em contrário no 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. (Redação dada pela Lei nº 10.303/2001)

§ 5º Salvo o caso de ações com dividendo fixo, o estatuto não pode excluir ou restringir o direito das ações preferenciais de participar dos aumentos de capital decorrentes da capitalização de reservas ou lucros (artigo 169). (Redação dada pela Lei nº 10.303/2001)

§ 6º O estatuto pode conferir às ações preferenciais com prioridade na distribuição de dividendo cumulativo, o direito de recebê-lo, no exercício em que o lucro for insuficiente, à conta das reservas de capital de que trata o § 1º do artigo 182. (Redação dada pela Lei nº 10.303/2001)

§ 7º Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembleia geral nas matérias que especificar. (Incluído pela Lei nº 10.303/2001)"

1. PREFERÊNCIAS OU VANTAGENS DAS AÇÕES PREFERENCIAIS

Após a promulgação da Lei nº 6.404/1976, os artigos 15 e 17 foram objeto de vários debates no que se refere à manutenção de ações preferenciais sem direito a voto, à redução do limite máximo admitido para a emissão dessas ações, ao prazo máximo para a re aquisição do direito de voto e/ou à fixação de um dividendo prioritário, fixo ou mínimo, definido no estatuto social, com porcentagem definida na lei para que essas ações fossem negociadas

no mercado. Conseqüentemente, o artigo 17 foi alterado pelas Leis nºs 9.457/1997 e 10.303/2001.

Para a boa compreensão deste artigo e das alterações nele introduzidas, no que se refere às vantagens e preferências que podem ser conferidas às ações, é importante analisar os conceitos de prioridade na distribuição de dividendos e de dividendo fixo e mínimo.

Prioridade na distribuição de dividendos significa a vantagem que tem o acionista titular da ação preferencial de, conforme definido no estatuto, receber sua parte dos lucros antes da atribuição de dividendos aos titulares de ações ordinárias.

Dividendo fixo é a quantia do lucro previamente quantificada no estatuto social que deve ser atribuída a cada ação preferencial com base em (i) um valor certo em reais; ou (ii) percentual determinado do valor nominal da ação preferencial ou, caso as ações não tenham valor nominal, sobre o próprio capital social, ou, ainda, do patrimônio líquido da companhia. As ações com dividendo fixo só participam do lucro até o montante estatutariamente predeterminado, ou seja, não participam do lucro remanescente, que será integralmente atribuído às ações preferenciais de outra classe eventualmente existente e às ações ordinárias. Os dividendos fixos, portanto, assemelham-se a um juro pré-fixado que é garantido aos acionistas sobre o capital por eles investido, porém sujeito à condição de que a companhia tenha lucro suficiente para pagá-los.

O dividendo mínimo, por sua vez, é aquele previamente definido no estatuto social, com base nos mesmos critérios de cálculo do dividendo fixo, e que dá ao titular da ação preferencial o direito de receber prioritariamente uma parcela do lucro. Salvo disposição estatutária em contrário, somente após a atribuição do dividendo mínimo às ações preferenciais de determinada classe, igual valor deverá ser distribuído às ações ordinárias e às demais preferenciais, de outra classe, eventualmente existente. O saldo remanescente do lucro, se houver, será partilhado entre as ações ordinárias e prefe-

renciais em igualdade de condições. Ou seja, as ações preferenciais com dividendo mínimo têm o direito de receber prioritariamente uma parcela do lucro, que deverá ser determinada no estatuto social. Após o pagamento do dividendo mínimo às ações preferenciais, igual valor deverá ser atribuído às ações ordinárias. Por fim, o remanescente do lucro a ser distribuído, se houver, será partilhado entre as ações ordinárias e preferenciais em igualdade de condições¹⁻².

O traço em comum entre as ações preferenciais com dividendos fixos e aquelas com dividendos mínimos é que ambas têm prioridade no recebimento desses dividendos, ou seja, ambas têm a garantia de que somente depois de lhes serem assegurados os dividendos mínimos ou fixos é que o eventual saldo remanescente será destinado ao pagamento dos dividendos das ações ordinárias³⁻⁴⁻⁵.

Os dividendos fixos ou mínimos são expressamente regulados pelo atual § 4º, que determina que a ação com dividendo fixo não participa nos lucros remanescentes e que a ação com dividendo

-
- 1 NELSON EIZIRIK, "Ações Preferenciais. Não Pagamento de Dividendos. Aquisição do Direito de Voto", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, v. 146, abril-junho, 2007, p. 24.
 - 2 A respeito das ações preferenciais com dividendo mínimo participarem em igualdade de condições com as ações ordinárias nos lucros remanescentes, salvo previsão estatutária em contrário, ver decisão da 4ª Turma do Superior Tribunal de Justiça proferida nos autos do Recurso Especial nº 267.256-BA, Rel. Min. César Asfor Rocha, j. em 21.08.2001, publicada no DJU em 05.11.2001, comentada por MARÍLIA CAMACHO, "Dividendos de Ações Preferenciais", *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 14, outubro-dezembro, 2001, p. 101-113.
 - 3 MODESTO CARVALHOSA e NELSON EIZIRIK. *A Nova Lei das S.A.* São Paulo: Saraiva, 2002, p. 87-88.
 - 4 Sobre esse assunto, LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES, "Dividendos Mínimos Cumulativos e Participantes", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, v. 109, janeiro-março, 1998, p. 166-167, observa que: "o direito prioritário das ações pode ser fixo ou mínimo, sendo que o fixo representa um teto, após o qual o acionista não participa dos lucros remanescentes, e o mínimo, um piso, participando dos lucros remanescentes".
 - 5 Sobre a definição de dividendo fixo e mínimo, ver MARIA THEREZA WERNECK MELLO, "Sociedades por Ações", *Estudo nº 17*. São Paulo: Resenha Universitária, 1979, p. 1.085-1.091.

mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de assegurado a essas ações dividendo igual ao mínimo.

Em princípio, todo o lucro apurado em cada exercício é destinado, em primeiro lugar, a pagar o dividendo, fixo ou mínimo, das ações preferenciais, e somente o lucro remanescente pode ser atribuído às ações ordinárias. A prioridade não tem muita relevância enquanto a companhia realiza lucro suficiente para pagar o dividendo prioritário das ações preferenciais e igual dividendo às ações ordinárias. No entanto, nos exercícios sociais em que o lucro apurado é menor, a prioridade torna-se importante, pois as ações preferenciais têm o direito de receber seu dividendo fixo ou mínimo e as ações ordinárias recebem apenas o lucro remanescente, ou nenhum dividendo, se todo o lucro for usado para pagar o dividendo prioritário⁶.

Não é garantido à ação preferencial o recebimento do dividendo prioritário, fixo ou mínimo, pois este somente pode ser pago se houver lucro. No caso de ser assegurado a essa ação dividendo cumulativo, o dividendo fixo ou mínimo que deixar de ser pago em um exercício acumulará ao devido nos exercícios seguintes, e quando a companhia voltar a realizar lucro a ação preferencial receberá integralmente seus dividendos. Enquanto os dividendos cumulativos não forem integralmente liquidados, nenhum dividendo poderá ser pago aos titulares de ação ordinária.

O montante do dividendo prioritário, fixo ou mínimo, deve ser determinado ou determinável no estatuto. É juridicamente impossível o estatuto criar ação com dividendo prioritário não determinado nem determinável. A estipulação estatutária que atribui

6 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA e ALFREDO LAMY FILHO, "Ações como Participação Societária". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. I, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 252.

às ações preferenciais prioridade na distribuição de dividendo sem definir seu montante cria obrigação de objeto indeterminado⁷⁻⁸.

A Lei nº 9.457/1997 atribuiu às ações preferenciais que possuíam, como única vantagem, uma prioridade no reembolso de capital, o direito a receber dividendos 10% (dez por cento) superiores aos que fossem pagos aos titulares de ações ordinárias⁹; esse direito era obrigatório para quaisquer ações preferenciais sem voto, desde que os estatutos da companhia não lhes assegurassem dividendos fixos ou mínimos.

A Lei nº 10.303/2001 estabeleceu nítida distinção entre o regime de privilégios das ações preferenciais sem direito a voto ou

-
- 7 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, "Ações Preferenciais", In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. v. II, 2ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 81.
- 8 Para uma obrigação serválida, seu objeto há de ser determinado ou determinável. De acordo com MARIA HELENA DINIZ. *Curso de Direito Civil: Teoria Geral das Obrigações*. v. 2, 18ª edição, São Paulo: Saraiva, 2003, p. 39, a obrigação é determinada quando houver perfeita individualização do objeto da prestação desde a constituição da relação creditória e "*será determinável quando sua individualização for feita no momento de seu cumprimento, mediante critérios estabelecidos no contrato ou na lei, baseados em caracteres comuns a outros bens, seja pela indicação do gênero e da quantidade (CC, art. 243), denominando-se, por isso, obrigação genérica. A prestação de obrigação genérica deve ser individualizada para que possa ser cumprida. A determinação dependerá da escolha do devedor ou de terceiro, (...), convertendo-se, então, a obrigação genérica em obrigação específica*". De acordo com CAIO MÁRIO DA SILVA PEREIRA. *Instituições de Direito Civil*. v. II, 23ª edição, atualizado por Maria Celina Bodin de Moraes, Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 21, "*o que não é possível, sob pena de equiparar-se à falta de objeto e, pois, à ineficácia da obrigação, é a indeterminação definitiva, que importa na própria negação do vínculo, por ausência de objetivação. Quando o objeto é indeterminável, ou pela própria natureza, ou porque circunstâncias especiais obstam à determinação, não há obrigação válida*".
- 9 Essa alteração foi introduzida na Lei das S.A. porque a prática empresarial demonstrou que a prioridade no reembolso do capital não proporcionava ao preferencialista um benefício patrimonial efetivo, uma vez que a vantagem a que ele fazia jus somente se verificava no momento da liquidação da sociedade e, ainda assim, caso restasse algum patrimônio após o pagamento dos credores da companhia (NELSON EIZIRIK, "Ações Preferenciais. Não Pagamento de Dividendos. Aquisição do Direito de Voto", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro...*, v. 146, p. 24).

com voto restrito negociadas no mercado de valores mobiliários e as não negociadas nesse mercado.

No que se refere às ações preferenciais sem direito a voto não negociadas no mercado de valores mobiliários, emitidas por companhias abertas ou fechadas, a Lei nº 10.303/2001 restaurou o regime que vigorava na redação original da Lei das S.A., no qual o estatuto poderia estabelecer prioridade no reembolso do capital com ou sem prêmio e, ainda, cumulativa ou alternativamente, determinar o dividendo prioritário, fixo ou mínimo. Essas ações deixaram de ter a garantia legal de um dividendo no mínimo 10% (dez por cento) maior do que aquele pago às ações ordinárias, quando o estatuto não lhes atribua dividendos fixos ou mínimos¹⁰.

Com relação à prioridade no reembolso do capital, com ou sem prêmio, é importante esclarecer que um dos direitos essenciais de todos os acionistas é o de participar do acervo da companhia, em caso de liquidação (artigo 109, inciso II). Dessa forma, sendo estabelecida como vantagem das ações preferenciais a prioridade no reembolso do capital, o acervo líquido será rateado, em primeiro lugar, para essas ações e apenas o saldo remanescente será atribuído às demais ações. Portanto, se o acervo líquido for suficiente para reembolsar apenas essas ações, os demais acionistas não recebem reembolso de capital.

Se as ações têm valor nominal, a definição estatutária da prioridade da ação preferencial requer apenas seu enunciado, uma vez que o montante do capital a ser restituído prioritariamente é o valor nominal. Nas ações sem valor nominal, todavia, a atribuição de prioridade no reembolso do capital requer a determinação, no próprio estatuto, do valor do reembolso prioritário. Se o estatuto

10 Em sentido contrário, CARLOS AUGUSTO DA SILVEIRA LOBO, "Ações Preferenciais - Inovações da Lei nº 10.303". In: Jorge Lobo (Coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 108.

confere à preferencial apenas prioridade no reembolso de ação sem valor nominal, mas não determina a importância a reembolsar, não satisfaz ao requisito legal sobre estipulação das vantagens ou preferências da ação preferencial¹¹. Nesse caso, a ação preferencial equipara-se à ação ordinária e terá, portanto, direito de voto, pois não lhe foi atribuída qualquer vantagem patrimonial a justificar a exclusão ou limitação do direito de voto.

A emissão das ações preferenciais sem direito a voto pressupõe a atribuição de uma vantagem de natureza patrimonial ou econômica, vis-à-vis as ações ordinárias, como forma de compensar seus titulares pela não participação no poder político da companhia. Não existe ação preferencial sem a atribuição de uma vantagem patrimonial ao acionista, visto que a subtração do direito de voto só é possível quando compensada por um privilégio econômico, na repartição dos lucros ou no reembolso de capital. É por essa razão que a Lei das S.A. dispõe, nos artigos 19 e 111, que o estatuto da companhia com ações preferenciais declarará as vantagens ou preferências atribuídas a cada classe dessas ações e as restrições a que ficarão sujeitas e poderá deixar de conferir a essas ações algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109.

Ainda com relação à prioridade no reembolso do capital, a Lei das S.A. admite que a essa vantagem seja acrescido um prêmio. Verifica-se o reembolso com prêmio quando o estatuto dispõe que, na devolução do capital ao acionista, esse consistirá não no valor de sua ação, mas em um valor superior. O prêmio representa a diferença entre o valor da ação e o que o acionista deve receber. Se as ações têm valor nominal, o prêmio pode ser fixado como uma porcentagem desse valor ou em quantidade de

11 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA e ALFREDO LAMY FILHO, "Ações como Participação Societária". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias...*, v. I, p. 258.

moeda; se não têm valor nominal, o prêmio deve ser fixado em quantidade de moeda¹².

As ações preferenciais com prioridade apenas no reembolso do capital submetem-se às normas sobre dividendo obrigatório, na medida em que não têm preferência na distribuição de dividendo. Dividendo obrigatório é a parcela dos lucros determinada no estatuto que os acionistas têm direito a receber em cada exercício; se o estatuto for omissivo, o dividendo obrigatório será determinado de acordo com as regras constantes do artigo 202.

2. AÇÕES PREFERENCIAIS NEGOCIADAS NO MERCADO

Para que as ações preferenciais emitidas por companhias abertas possam ser admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários, o estatuto deve estabelecer pelo menos um dos 3 (três) tipos de privilégios previstos no § 1º, além de, facultativamente, o direito de prioridade no recebimento do valor de reembolso na liquidação da companhia, com ou sem prêmio.

A distinção feita pela Lei nº 10.303/2001 foi entre as ações preferenciais negociadas no mercado de valores mobiliários e as ações preferenciais que não são negociadas nesse mercado, não entre ações preferenciais de companhia aberta e fechada. No caso de uma companhia ser aberta apenas em razão de emissão pública de debêntures, por exemplo, não será obrigatória a observância dos privilégios mínimos para as ações preferenciais sem voto, pois não são negociadas no mercado de valores mobiliários¹³.

12 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA e ALFREDO LAMY FILHO, "Ações como Participação Societária". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias...*, v. I, p. 259.

13 Sobre a alteração dos direitos existentes anteriormente à publicação da Lei nº 10.303/2001 e o prazo dentro do qual o estatuto social deveria ser adaptado para refletir os privilégios das ações preferenciais negociadas no mercado de valores mobiliários, de acordo com a nova redação do § 1º do art. 17, ver MODESTO CARVALHOSA e NELSON EIZIRIK, *A Nova Lei das S/A...*, p. 102-104.

Para que sejam admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários, as ações preferenciais sem voto das companhias abertas, além do eventual direito de prioridade no reembolso do capital, devem ter, obrigatoriamente, pelo menos um dos seguintes privilégios mínimos, fixados em seu estatuto: (i) direito a participar numa parcela de pelo menos 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, apurado nos termos do artigo 202, sendo que desse montante lhes será garantido um dividendo prioritário de pelo menos 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação, e, ainda, o direito de participar do eventual saldo desses lucros distribuídos, em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário; ou (ii) direito ao recebimento de um dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou (iii) direito de receber um dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias e cumulativamente o direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle em igualdade de condições com as ações com direito a voto não integrantes do bloco de controle (artigo 254-A).

As preferências previstas nas alíneas "a" e "b" do inciso I do § 1º são cumulativas; o acionista terá prioridade no recebimento de ao menos 3% (três por cento) sobre o valor do patrimônio líquido da ação e mais o direito de participar dos lucros eventualmente remanescentes em igualdade de condições com as ordinárias, depois de assegurado a estas dividendo igual ao mínimo. Ou seja, não há, nesse caso, dividendo fixo; trata-se de dividendo mínimo, pois essas ações têm direito de participar no saldo dos lucros eventualmente remanescentes, após assegurado às ações ordinárias um dividendo igual a esse mínimo¹⁴.

14 No mesmo sentido, LUIZ LEONARDO CANTIDIANO, "Características das Ações, Cancelamento de Registro e Tag Along". In: Jorge Lobo (Coord.), *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas - Inovações e Questões Controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 70-71.

Nessa hipótese, o cálculo do dividendo mínimo deve ser efetuado com base no valor do patrimônio líquido contábil da ação, calculado o dividendo anual com base nas demonstrações financeiras levantadas no encerramento do exercício social.

No que se refere aos dividendos intercalares, o percentual de 3% (três por cento), previsto na alínea "a" do inciso I do § 1º, deve ser calculado com base nas demonstrações financeiras referentes ao período em que os dividendos serão pagos, sejam elas mensais, trimestrais ou semestrais¹⁵.

O piso previsto na Lei das S.A., tanto para a parcela do lucro líquido do exercício a ser distribuída a essas ações preferenciais (25%) quanto para o dividendo mínimo a ser pago prioritariamente (3% do valor de patrimônio líquido da ação), pode ser majorado.

Na hipótese de os acionistas titulares de ações preferenciais sem direito a voto negociadas no mercado de valores mobiliários receberem os dividendos calculados de acordo com o previsto no inciso I e o lucro remanescente não for suficiente para garantir aos titulares de ações ordinárias dividendo igual ao mínimo atribuído às preferenciais, apenas a sobra lhes será distribuída.

A vantagem a que se refere o inciso II consiste apenas em dividendo 10% (dez por cento) maior do que o das ações ordinárias, mas não assegura às preferenciais a possibilidade de receber todo o lucro da companhia antes do pagamento de dividendos às ações ordinárias, como ocorre quando há prioridade de dividendo fixo ou mínimo¹⁶.

A terceira alternativa legal que as companhias abertas podem adotar, prevista no inciso III do § 1º, consiste em conceder às ações preferenciais um dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias, cumulativamente com o direito de aliená-las em caso

15 Sobre dividendos intercalares, ver os comentários ao art. 204 da Lei das S.A.

16 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA e ALFREDO LAMY FILHO, "Ações como Participação Societária". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias...*, v. I, p. 257-258.

de oferta pública de transferência do controle da companhia, nas mesmas condições oferecidas aos titulares de ações ordinárias que não integram o bloco de controle. Nessa hipótese, tal como para as ações ordinárias não integrantes do bloco de controle, deverá ser oferecido às ações preferenciais um preço de aquisição no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor ofertado às ações integrantes do bloco de controle (artigo 254-A)¹⁷. Caso seja oferecido às ações ordinárias não integrantes do bloco de controle valor maior do que o mínimo fixado pela Lei das S.A., o mesmo valor a maior deverá ser oferecido às ações preferenciais que gozem da vantagem prevista no inciso III do § 1º.

É vedado ao ofertante estabelecer tratamento discriminatório aos titulares dessas ações preferenciais, seja com relação ao preço de aquisição, como, também, a todas as demais condições de alienação previstas na oferta, tais como forma e prazo de pagamento. Caso contrário, estar-se-ia diante de efetiva desvantagem das ações preferenciais relativamente às ordinárias, em flagrante oposição ao princípio legal, que é o de conceder uma vantagem às ações privadas do direito de voto admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários.

Esses acionistas terão, ainda, a opção de permanecer na companhia mediante o recebimento de prêmio, caso essa alternativa seja ofertada aos titulares de ações ordinárias não integrantes do bloco de controle (artigo 254-A, § 4º).

As ações preferenciais com direito a dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias, cumulativamente com o direito de serem

17 De acordo com o Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2 da BM&FBovespa, quando a companhia tiver ação preferencial sem direito a voto ou com voto restrito, a oferta pública aos detentores de ações preferenciais deverá ser realizada pelo mesmo valor oferecido aos detentores de ações ordinárias e nas mesmas condições (Seção VIII, item 8.1.2); o Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa do Novo Mercado, no item 8.1, da Seção VIII, assegura tratamento igualitário aos detentores de ações preferenciais àquele dado ao acionista controlador alienante em hipótese de alienação de controle da companhia.

incluídas em oferta pública de alienação de controle da companhia, nas mesmas condições oferecidas aos titulares de ações ordinárias que não integram o bloco de controle, deverá ser sempre assegurada – além dessa vantagem – prioridade na distribuição de dividendo mínimo ou no reembolso do capital. Caso contrário, essas ações preferenciais não terão vantagem patrimonial alguma e não poderão ser privadas do direito de voto.

Nada impede que o estatuto da companhia, ao atribuir vantagens adicionais às mínimas exigidas pelos incisos I ou II do § 1º, confira às ações preferenciais sem direito de voto o direito de participar da oferta pública de alienação de controle da sociedade. Nesse caso, poderá o estatuto prever que os acionistas titulares dessas ações participarão de eventual oferta pública de alienação de controle da companhia em condições diferentes das oferecidas aos titulares de ações ordinárias não integrantes do bloco de controle, pois o estatuto já terá assegurado às ações preferenciais um dos privilégios mínimos exigidos pelo § 1º, sendo o privilégio da participação na oferta pública de alienação de controle uma vantagem adicional e facultativa.

É possível a cumulação de algumas vantagens previstas no § 1º; no entanto, não são cumuláveis as alternativas dos incisos I e II, por serem incompatíveis a distribuição de dividendos em igualdade de condições com as ordinárias e a distribuição de dividendos no mínimo 10% (dez por cento) maiores do que os conferidos às ações ordinárias^{18,19}.

18 Sobre a adaptação estatutária decorrente das alterações introduzidas pela Lei nº 10.303/2001 e o direito de recesso, ver MODESTO CARVALHOSA e NELSON EIZIRIK. *A Nova Lei das S/A...*, p. 100-108; PAULO CEZAR ARAGÃO, "Ações Preferenciais. Adequação às Regras Impostas pela Lei 10.303/2001", *Revista do Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 19, janeiro-março, 2003, p. 56-72; Decisão da CVM nas Consultas sobre o art. 8º da Lei nº 10.303/2001 e o art. 17, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, publicada na *Revista do Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 19, janeiro-março, 2003, p. 169-175.

19 Sobre as super preferenciais, ver os comentários ao art. 15 da Lei das S.A.

3. DEFINIÇÕES NO ESTATUTO

O § 2º confere ampla autonomia para que o estatuto defina as preferências ou vantagens adicionais às legalmente previstas para as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício desse direito, desde que estas constem do seu texto com precisão e minúcia²⁰. Dessa forma, as preferências ou vantagens elencadas neste artigo não são exaustivas, ou seja, outras preferências ou vantagens, além das previstas no *caput* e nos incisos I, II e III do § 1º, poderão ser conferidas às ações preferenciais sem direito de voto, tanto no caso daquelas negociadas no mercado de valores mobiliários como daquelas não negociadas²¹.

Os dividendos das ações preferenciais, ainda que fixos ou cumulativos, nos termos do § 3º, não poderão ser distribuídos em prejuízo do capital social, salvo quando, em caso de liquidação da companhia, essa vantagem tiver sido expressamente assegurada. Ainda que o estatuto disponha contrariamente, enquanto a sociedade não produzir lucros, os dividendos não podem ser distribuídos²².

20 A CVM, no Processo Administrativo CVM nº RJ 2013/5993, j. em 31.01.2014, analisou recurso interposto pela Azul S.A contra decisão da Superintendência de Relações com Empresas ("SEP"), que indeferiu o Pedido de Registro Inicial de Companhia Aberta apresentado pela companhia, por entender que as vantagens por ela atribuídas às ações preferenciais estariam em desacordo com o que dispõe o art. 15, § 2º, da Lei das S.A. Para a SEP, o poder político deveria ser proporcional ao volume de recursos aplicados no negócio. No entanto, o Colegiado da Autarquia se manifestou no sentido de que a Lei das S.A., com as alterações implementadas em 2001, estabeleceu como uma das vantagens das ações preferenciais um dividendo por ação pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído à ação ordinária, não cabendo à CVM impor limites quando a lei não o fez.

21 Sobre esse assunto, ver MAURO RODRIGUES PENTEADO, "Ações Preferenciais". In: Jorge Lobo (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas – Inovações e Questões Controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 196.

22 Sobre esse assunto, PHILOMENO J. DA COSTA. *Anotações às Companhias*. v. I, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980, p. 299: "há várias espécies de dividendos, mas não pode nenhum ser declarado, se não houver lucros apurados antes. Este princípio, mesmo que não constasse expressamente da lei, tinha que

Essa regra, no entanto, não prevalece para a sociedade em liquidação, caso o estatuto assim disponha. Nessa hipótese, os credores não são prejudicados, pois receberão seus créditos no processo de liquidação antes do rateio do acervo líquido²³.

A companhia somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício e de reserva de lucros (artigo 201, *caput*), salvo a hipótese expressamente prevista no § 6º, que permite que o estatuto confira às ações preferenciais com prioridade na distribuição de dividendo cumulativo o direito de recebê-lo, no exercício em que o lucro for insuficiente, à conta das reservas de capital de que trata o § 1º do artigo 182.

Somente os dividendos cumulativos podem ser pagos à conta de reserva de capital e, ainda assim, no exercício em que o lucro apurado for insuficiente; embora seja exceção ao princípio geral de que os dividendos somente podem ser distribuídos à conta de lucros ou de reservas de lucros, não prejudica os credores, que têm no capital social a sua garantia²⁴.

O § 4º, que corresponde ao original § 2º, contém norma supletiva de interpretação de disposições estatutárias, para evitar o induzimento em erro de subscritores ou acionistas pela omissão ou má redação do estatuto²⁵. Se o estatuto estabelece que o dividendo

se considerar existente implicitamente. Não se compreenderia que os acionistas corressesem o capital social com o recebimento de dividendos, oriundos dele e não do incremento correspondente dos lucros; esvaido o primeiro, dada a limitação da responsabilidade dos acionistas à perda da participação na sociedade de cada um, os credores sociais seriam injustamente prejudicados com o não recebimento dos seus créditos; a sua garantia - o montante alto normalmente do capital - teria desaparecido com a satisfação reiterada dos dividendos sem lucros".

23 De acordo com JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA e ALFREDO LAMY FILHO, "Ações como Participação Societária". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias...*, v. 1, p. 257, "a norma do § 3º do artigo 17 implementa o princípio da intangibilidade do capital social, que é a garantia dos credores".

24 Exposição de Motivos nº 196, de 24.06.1976.

25 Exposição de Motivos nº 196, de 24.06.1976.

é cumulativo, o dividendo ou parte dele que deixar de ser pago em um exercício, por insuficiência de lucro, acumulará para o exercício seguinte, e assim por diante, até o pagamento do total acumulado.

A regra é a da não cumulatividade dos dividendos; portanto, a sua cumulatividade exige disposição estatutária expressa, ou seja, na omissão do estatuto, presume-se que o dividendo não é cumulativo.

O § 5º, introduzido pela Lei nº 10.303/2001, admitiu, facultativamente, a supressão estatutária do direito das ações preferenciais com dividendo fixo de participar das bonificações, ou seja, dos aumentos de capital mediante capitalização de reservas ou lucros. De fato, não podem os titulares das ações preferenciais com dividendo fixo receberem novas ações distribuídas em decorrência da capitalização de lucros, uma vez que tais lucros não lhes caberiam se tivessem sido distribuídos como dividendos²⁶. Portanto, se assim for previsto no estatuto, tais ações sofrerão uma diluição legalmente permitida de suas participações como resultado desses aumentos de capital. Essa inovação não atinge as ações preferenciais negociadas no mercado de valores mobiliários, as quais não podem ter dividendos fixos.

4. AÇÕES DE CLASSE ESPECIAL

O § 7º, também inserido em nosso regime societário pela Lei nº 10.303/2001, introduziu na Lei das S.A. a previsão expressa das chamadas *golden shares*, ou ações de classe especial, que conferem aos entes públicos desestatizantes – seus titulares – o direito de veto ou privilégios sobre determinadas deliberações.

A criação dessas ações já era prevista na Lei nº 8.031/1990, que instituiu o Programa Nacional de Desestatização das empresas controladas pela União Federal, e no Decreto nº 99.463/1990, que

26 CARLOS AUGUSTO DA SILVEIRA LOBO, "Ações Preferenciais – Inovações da Lei nº 10.303". In: Jorge Lobo (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas – Inovações e Questões Controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001...*, p. 111.

a regulamentava²⁷. Essa lei foi posteriormente revogada pela Lei nº 9.491/1997, regulamentada pelo Decreto nº 2.594/1998²⁸.

Mediante a Lei nº 10.303/2001, o instituto da *golden share* foi estendido também às empresas privatizadas pelos Estados e Municípios, já que as leis de privatização mencionadas limitavam-se às empresas desestatizadas pela União. Nos termos da Lei das S.A., a *golden share* constitui necessariamente ação preferencial de classe especial, não sendo mais possível a criação de *golden share* de espécie ordinária.

Em razão da exigência da Lei nº 10.303/2001 de que essas ações de classe especial sejam ações preferenciais, o estatuto da companhia deverá atribuir-lhes, independentemente dos direitos de veto e outros eventualmente estabelecidos em favor do ente público, pelo menos um dos privilégios patrimoniais mínimos previstos neste artigo.

A *golden share*, pode, ainda, conferir ao ente desestatizante não apenas o direito de veto, no âmbito das deliberações da assembleia geral e do conselho de administração, mas outros direitos que venham a ser especificados no estatuto, em conformidade com o previsto no edital de privatização respectivo, tais como: (i) indicar membros para os órgãos de administração da companhia; (ii) subordinar ao voto favorável do ente público, titular da *golden share*: (a) a mudança da sede social; (b) a alteração do objeto social da companhia; (c) a alteração da composição do conselho de administração; (d) a transferência do controle acionário; (e) a realização de

27 O art. 8º da Lei nº 8.031/1990 determinava que: "*sempre que houver razões que o justifiquem, a União deterá, direta ou indiretamente, ações de classe especial do capital social de empresas privatizadas, que lhe confirmam poder de veto em determinadas matérias, as quais deverão ser caracterizadas nos estatutos sociais das empresas, de acordo com o estabelecido no art. 6º, inciso XIII e §§ 1º e 2º desta lei*".

28 A Lei nº 9.491/1997, revogando a Lei nº 8.031/1990, passou a prever para essas ações "*poderes especiais em determinadas matérias*", o que ampliou os direitos que poderiam ser conferidos às *golden shares*, antes limitados ao direito de veto.

oferta pública; (f) a liquidação da companhia; (g) o encerramento de atividades, etc.

A ação de classe especial será de propriedade exclusiva do ente desestatizante que, portanto, não poderá transferir sua *golden share* a terceiros particulares ou a outros entes públicos. Os poderes conferidos ao ente público titular da *golden share* deverão ser detalhadamente especificados no edital de privatização e no contrato de concessão ou permissão, se for o caso, onde deverá constar a minuta do estatuto social relacionando minuciosamente tais poderes.

Aspecto importante a respeito da criação da *golden share* é o relativo às razões que justificam a outorga de direito de veto ou outros privilégios ao ente público desestatizante em empresas privadas. Deve o ente desestatizante apresentar as razões de interesse público que justifiquem a criação dessas ações de classe especial, as quais deverão constar do edital de privatização.

Embora o § 7º não exija que a criação da *golden share* seja justificada pelo ente desestatizante, como o faziam as leis de privatizações anteriores, não se poderia conceber a ingerência do Estado na propriedade e em negócios privados, a não ser em virtude de interesse público.

O direito de veto do ente público sobre determinadas matérias acarreta uma diminuição no valor de mercado das empresas privatizadas, justificando-se, no entanto, pela prevalência do interesse público no que se refere à manutenção das atividades empresariais privatizadas, à qualidade dos serviços prestados ou à fixação de preços públicos.

Outro motivo de interesse público que pode justificar a criação da *golden share* é a possibilidade de ocorrência de monopolização ou cartelização de determinados setores da atividade econômica, com prejuízo ou obstrução da livre concorrência. Neste caso, o Estado pode exercer uma função reguladora dos mercados, mantendo-se por período determinado no controle de certas decisões estratégicas da empresa²⁹.

29 MODESTO CARVALHOSA e NELSON EIZIRIK. *A Nova Lei das S/A...*, p. 109-117. Ver, também, LUIS ANTONIO SEMEGHINI DE SOUZA, "O Controle do Estado

A *golden share* caracteriza-se como um instrumento direto de política pública que pode substituir, em certa medida, as funções de uma agência estatal reguladora. Esta age externamente à companhia, enquanto a *golden share* permite ao Estado, mediante o controle interno na própria sociedade privatizada, atuar nela em favor da coletividade e sobre o mercado.

VANTAGENS POLÍTICAS

“Art. 18. O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração.

Parágrafo único. O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembleia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.”

O dispositivo autoriza que se conceda às ações preferenciais, além das vantagens de ordem patrimonial, vantagens políticas, facultando-se aos seus titulares, conforme determinado no estatuto social: eleger um ou mais representantes para os órgãos de administração da companhia e vetar determinadas alterações estatutárias.

O estatuto pode, por exemplo, estabelecer que todas as ações preferenciais têm o direito de eleger um número determinado de membros do conselho de administração e/ou da diretoria, ou que certa classe de ações preferenciais tem o direito de eleger um membro para um cargo específico do conselho e/ou da diretoria.

em Setores Estratégicos”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, v. 132, janeiro-março, 2003, p. 106-109; LUIZ ALBERTO DA SILVA, “Transferência de Ações Ordinárias da Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. – Embraer dos Acionistas Controladores da Companhia a Empresas Francesas”, *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo: Malheiros, v. 8, abril-junho, p. 197-217.

O direito estatutariamente previsto dos acionistas titulares de ações preferenciais de eleger membros dos órgãos de administração não pode ser revogado, salvo se esses acionistas, reunidos em assembleia especial, aprovarem ou ratificarem a alteração de suas vantagens (artigo 136, inciso II e § 1º), tendo os dissidentes, titulares de ações da classe atingida, o direito de se retirar da sociedade (artigo 137, inciso I).

Como compete ao conselho de administração eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes a remuneração, observado o que a respeito dispuser o estatuto (artigo 142, inciso II), a destituição do diretor eleito por titulares de ações preferenciais cujas ações possuem esse direito deverá ser efetivada em assembleia geral, porém mediante votação em separado dos acionistas que têm o direito, e não pelo voto de todos os acionistas^{1,2}. O *caput* deste artigo autoriza a

-
1. Nesse sentido, PHILOMENO J. DA COSTA. *Anotações às Companhias*. v. I, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980, p. 322; JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, "Eleição de Administrador por Ações Preferenciais em 'Joint Venture' Organizada com a Forma de Companhia". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 372-375; RUBENS REQUIÃO. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 1, São Paulo: Saraiva, 1980, p. 161. Em sentido contrário, MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 1, 6ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 333.
 2. JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, "Eleição de Administrador por Ações Preferenciais em 'Joint Venture' Organizada com a Forma de Companhia". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*..., p. 373, ao analisar o estatuto de uma companhia na qual se atribuiu ao conselho de administração competência para eleger todos os diretores à exceção do diretor-superintendente e de outro diretor inominado, que continuariam a ser eleitos pela assembleia geral pelo voto de uma determinada classe de ações preferenciais, concluiu que essa regra "é compatível com o sistema da lei porque embora as normas gerais do item II do artigo 142 e do artigo 143 atribuam ao Conselho de Administração competência para eleger os diretores, o artigo 18 (que autoriza o estatuto a assegurar às ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos da administração) não distingue entre Conselho de Administração e diretoria, nem entre sociedade administrada somente por diretores ou por Conselho de Administração e diretores. O preceito do artigo 18, como norma especial, prevalece, na hipótese que regula, sobre as normas gerais do item II do artigo 142

votação em separado dos titulares de ações preferenciais para eleger determinado administrador, sem estabelecer que essa votação seja em assembleia especial, como previsto no parágrafo único.

Não obstante constar do dispositivo apenas a expressão "direito de eleger", a interpretação sistemática da lei permite afirmar que, em princípio, o administrador é destituído do mesmo modo que é eleito³. Admitir que o administrador eleito em votação em separado, pelos titulares de ações preferenciais, possa ser destituído de seu cargo por deliberação dos demais acionistas, implica negar aplicação ao disposto neste artigo. Se o administrador eleito pelos titulares de ações preferenciais pudesse ser destituído, a qualquer tempo, por outros acionistas, a vantagem assegurada às ações preferenciais deixaria de existir.

O mesmo procedimento verifica-se na hipótese de renúncia do administrador eleito por titulares de determinada classe de ações preferenciais; o cargo vago deverá ser preenchido por votação desses preferencialistas.

A eleição do administrador pelos titulares de ações preferenciais é realizada em votação em separado, entre os próprios preferencialistas que detêm essa faculdade, a qualquer tempo; ou seja, não é vinculada, necessariamente, à eleição dos demais administradores da companhia.

A Lei das S.A., ao regular o voto múltiplo, assegura aos titulares de ações preferenciais, sem direito a voto ou com voto restrito, de emissão de companhia aberta que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, o direito de eleger e destituir um

e do artigo 143. O estatuto da companhia com Conselho de Administração pode, portanto, atribuir às ações preferenciais o direito de eleger um ou mais diretores mediante votação em separado na Assembleia Geral.

3 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, "Eleição de Administrador por Ações Preferenciais em 'Joint Venture' Organizada com a Forma de Companhia", In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)...*, p. 379.

membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia geral; no entanto, ressalva, expressamente, que não terão esse direito aqueles que houverem exercido a faculdade prevista no estatuto em conformidade com este artigo (artigo 141, § 4º, inciso II)⁴.

O parágrafo único admite que os titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais possam, reunidos em assembleia especial, vetar determinadas alterações do estatuto social, nele expressamente especificadas. Essa norma permite que seja assegurada aos preferencialistas que não têm o direito de voto a certeza de que determinadas matérias previstas no estatuto não serão alteradas.

O estatuto pode prever, por exemplo, que uma classe de ações preferenciais tem o direito de veto relativamente a determinadas matérias enquanto outra classe tem o mesmo direito para outras matérias. Nessas hipóteses, há uma subordinação de algumas alterações estatutárias à deliberação dos acionistas preferenciais, que, dessa forma, terão melhor assegurados os seus direitos na companhia⁵.

A Lei das S.A. exige que o estatuto especifique as matérias cuja alteração está subordinada à aprovação dos titulares de ações preferenciais; portanto não é válida a regra estatutária genérica que sujeita a eficácia de qualquer alteração à aprovação desses acionistas⁶.

4 Sobre esse assunto, ver o Parecer CVM S/N, de 16.04.2001, proferido em consulta da Ultrapar Participações S.A. sobre os procedimentos de eleição de membros do conselho de administração após as alterações introduzidas pela Lei nº 10.303/2001, Rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, publicado na *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 126, São Paulo: Malheiros, abril-junho, 2002, p. 193.

5 FRAN MARTINS. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, 4ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 80.

6 Sobre esse assunto, MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas...*, v. 1, p. 331, observa que "o direito de veto assegurado estatutariamente às preferenciais não pode abranger todas as alterações estatutárias, sob pena de não restar à assembleia geral nenhum poder constitutivo na companhia. Apenas alguns assuntos claramente determinados poderão ser objeto dessa audiência dos titulares de ações preferenciais". A CVM, no Parecer CVM/

As vantagens políticas das ações preferenciais são admitidas tanto na companhia fechada quanto na aberta. Essas vantagens são admitidas como acréscimo às vantagens patrimoniais; no regime societário brasileiro não podem existir ações preferenciais que tenham apenas vantagens políticas⁷. A emissão das ações preferenciais sem direito a voto pressupõe a atribuição de uma vantagem de natureza patrimonial ou econômica, vis-à-vis as ações ordinárias, como forma de compensar seus titulares pela não participação no poder político da companhia. Não existe ação preferencial sem a atribuição de uma vantagem patrimonial ao acionista, visto que a subtração do direito de voto só é possível enquanto compensada por um privilégio econômico, na repartição dos lucros ou no reembolso de capital. É por essa razão que a Lei das S.A. dispõe, nos artigos 19 e 111, que o estatuto da companhia com ações preferenciais declarará as vantagens ou preferências atribuídas a cada classe dessas ações e as restrições a que ficarão sujeitas e poderá deixar de

SJU nº 013/1996, ao analisar consulta sobre norma estatutária que estabelecia depender da maioria dos titulares de ações preferenciais de determinada classe, reunidos em assembleia especial, alteração estatutária ou decisão administrativa que implicasse em certas situações nela elencadas, ressaltou que o art. 139 prevê que as atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto e que o parágrafo único do art. 18 protege os acionistas preferenciais de alterações estatutárias que afetem seus direitos. Conclui, ainda, que o art. 139 trata de matéria administrativa e que a administração da companhia é conferida, por lei, ao conselho de administração e à diretoria, cujas respectivas competências são indelegáveis, ou seja, *"é fundamentada a instituição do direito de veto à alteração estatutária que venha a restringir direitos ou vantagens. Mas não é lógico que por isso possa admitir o extremo (e até, pensamos, inviável) de o preferencialista poder ser imiscuir na gestão da companhia, invadindo a competência legal de órgãos. A dificuldade prática está em separar-se o joio do trigo, qual seja, a matéria administrativa da estatutária"*.

7 No mesmo sentido, JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA e ALFREDO LAMY FILHO, "Ação como Participação Societária". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. I, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 260. Em sentido contrário, LUIS GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES, "Ações Preferenciais Exclusivamente com Vantagens Políticas". In: *Pareceres*. v. II, São Paulo: Singular, 2004, p. 837-848.

conferir-lhes algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109.

Os acionistas titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, além da faculdade - prevista neste artigo - de ter uma representação na administração da sociedade, têm o direito de eleger, em votação em separado, um membro e respectivo suplente para o conselho fiscal (artigo 161, § 4º, alínea "a"). Nesse caso, não se trata de uma faculdade a ser concedida ou não pelo estatuto social, mas de uma imposição legal, pois se está diante do direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, que constitui direito essencial de todos os acionistas (artigo 109, inciso III).

REGULAÇÃO NO ESTATUTO

"Art. 19. O estatuto da companhia com ações preferenciais declarará as vantagens ou preferências atribuídas a cada classe dessas ações e as restrições a que ficarão sujeitas, e poderá prever o resgate ou a amortização, a conversão de ações de uma classe em ações de outra e em ordinárias, e destas em preferenciais, fixando as respectivas condições."

As preferências e vantagens a que se refere este artigo são as constantes dos artigos 17 e 18, nos quais a Lei das S.A. apenas menciona em que podem elas consistir, cabendo ao estatuto especificar claramente qual ou quais são conferidas às ações preferenciais.

Com base nos artigos 17 e 18, várias combinações podem ser feitas entre as diversas classes de ações preferenciais existentes na companhia, razão pela qual deverão constar do estatuto, de forma clara e precisa, as vantagens, direitos e preferências atribuídos a cada classe, sejam de ordem patrimonial ou política. O mesmo procedimento deverá ser adotado na hipótese de a companhia emitir apenas uma classe de ações preferenciais.

Por “classe” entende-se o conjunto de ações que tem idênticos direitos. Assim, por exemplo, o estatuto pode criar ações preferenciais das classes A, B e C, cada uma das quais atribuindo dividendos ou vantagens uniformes para os seus titulares.

Além das vantagens e preferências, pode também o estatuto especificar as restrições a que as ações preferenciais ficarão sujeitas. Na estipulação dessas restrições deverá ser observada a regra da Lei das S.A., que determina que nem o estatuto social nem a assembleia geral poderão privar o acionista dos direitos essenciais (artigo 109, *caput*). A Lei das S.A. não especifica quais são essas restrições; portanto o estatuto deverá fixá-las expressamente por classe de ações, se houver.

O estatuto poderá, por exemplo, negar ou restringir o direito de voto às ações preferenciais, o que constitui prática comum nas companhias brasileiras. O direito de voto não está incluído entre os direitos essenciais do acionista, uma vez que a Lei das S.A. expressamente autoriza que determinado percentual do capital social seja representado por ações preferenciais, sem direito de voto ou com voto restrito (artigo 15, § 2º).

As ações preferenciais, que podem ser privadas do direito de voto, conferem aos seus titulares, em contrapartida, além dos direitos essenciais dos acionistas, vantagens patrimoniais e preferências especiais com relação às ações ordinárias. Não pode existir ação preferencial sem direito de voto caso não se lhe atribua um privilégio econômico, na repartição dos lucros ou no reembolso de capital¹.

1 Ver os comentários aos arts. 17 e 18 da Lei das S.A. Ver, também, NELSON EIZIRIK, “Ações Preferenciais. Não Pagamento de Dividendos. Aquisição do Direito de Voto”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, v. 146, abril-junho, 2007, p. 23; ALFREDO LAMY FILHO, “Vantagem Patrimonial da Ação Preferencial”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. v. II, 2ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 148-153; PHILOMENO J. DA COSTA, “Direito de Acionista Preferencial”, *Revista dos Tribunais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 478, agosto, 1975, p. 39. Em