

Érica Gorga

DIREITO SOCIETÁRIO ATUAL



Preencha a **ficha de cadastro** no final deste livro e receba gratuitamente informações sobre os lançamentos e promoções da Elsevier.

Consulte também nosso catálogo completo, últimos lançamentos e serviços exclusivos no site www.elsevier.com.br

Data de fechamento da edição: 20 de dezembro de 2012.



conflitos, com vistas à realização da função social da empresa. É papel do direito induzir mudanças institucionais, incentivando, inclusive, que os agentes econômicos mudem suas preferências.⁷

Nesse ínterim, visamos suscitar novos argumentos para o debate sobre a adequabilidade das regras formuladas, apresentando soluções de hermenêutica jurídica e contribuições de *lege ferenda*.



5. Ações preferenciais não votantes

Para se compreender os impactos e incentivos gerados pela emissão de ações preferenciais não votantes é necessário analisar o papel do direito de voto na relação de agência numa sociedade anônima.

5.1. A função econômica do direito de voto nas sociedades empresariais¹

O direito de voto serve a importante função jurídica e econômica no contrato de sociedade. Ele representa o direito de tomada de decisões nos aspectos “incompletos” do contrato de sociedade.² O direito de voto existe na sociedade anônima porque alguém tem que ter poder residual de decidir, uma vez que os contratos de sociedade não regulam todas as ações e decisões necessárias que devem ser tomadas para o seu funcionamento

1. Um desenvolvimento parcial e resumido das ideias consubstanciadas nesta subseção e na subseção 5.2. pode ser encontrado em Érica Gorga. Análise da eficiência de normas societárias: emissão de preferenciais e *tag along*. In: Luiz Fernando Martins Kuyven (org.), *Temas essenciais de Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, p. 524-529, 2012.

2. O vocábulo “incompleto” é utilizado no sentido empregado na literatura econômica, que se refere a contratos incompletos quando não existe previsão de conduta a ser tomada em relação a todos os eventos futuros possíveis. Ver Rachel Sztajn; Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa. A incompletude do contrato de sociedade. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 131, p. 16, jul./set. 2003: “No plano das relações entre acionistas, pode-se pensar na regra de maioria como instrumento de complemento do contrato estruturalmente incompleto”.

the institutional structures, contracts, and informal arrangements that we create to reduce conflict, to govern our relations, and to increase the extent of cooperation and the benefits we reap from it.”

7. V. Robert Cooter, op. cit., propondo uma teoria de como o Direito pode efetivamente induzir agentes econômicos racionais a mudar suas preferências.

normal.³ Como o contrato de sociedade não pode disciplinar *ex-ante* todas as decisões a serem tomadas para a condução do negócio social, o direito de voto apresenta-se, assim, como instrumento de “completamento”, do contrato de sociedade original.⁴

O direito de voto cabe ordinariamente a acionistas, e não a outros detentores de interesses (*stakeholders*) como credores e trabalhadores, em função de uma razão econômico-jurídica. Os acionistas destinaram capital para o empreendimento societário. Ao realizarem investimento na sociedade, os acionistas são detentores de pretensão residual (*residual claimants*) do resultado econômico da empresa.⁵ Isto significa dizer que os acionistas arcam com as **perdas** ou recebem os **lucros** provenientes do desempenho da sociedade, sendo, por conseguinte, eficiente que detenham direito de voto. Os acionistas têm incentivos apropriados, pois se votarem “certo” receberão ganhos, e, se votarem “errado”, arcarão com as perdas.⁶ Easterbrook e Fischel explicam que:

Como detentores de direitos residuais, os acionistas têm incentivos apropriados (...) para tomar decisões discricionárias. A empresa deve investir em produtos novos, plantas, e assim por diante, até que os ganhos e custos sejam idênticos nas margens. Ainda, a todos os atores, com exceção dos acionistas, faltam incentivos apropriados. Aqueles com direitos fixos nos fluxos de renda podem apenas receber um pequeno benefício (em acréscimo de segurança) pela assunção do novo projeto. Os acionistas recebem a maioria dos ganhos marginais e incorrem na maioria dos custos marginais. Eles, então, têm os incentivos adequados para exercer poder discricionário.⁷ (tradução livre)

Easterbrook e Fischel argumentam que os credores têm direito à pretensão fixa determinada *ex-ante* e que os trabalhadores normalmente negociam sua remuneração antes de saberem como será o desempenho da companhia. Nesse sentido, os trabalhadores também têm pretensão fixa e, portanto, não terão os melhores incentivos

3. Frank H. Easterbrook; Daniel R. Fischel. *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1991, p. 67: “Voting exists in corporations because someone must have the residual power to act (or delegate) when contracts are not complete.”

4. Rachel Sztajn; Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, op. cit.

5. Frank H. Easterbrook; Daniel R. Fischel. Op. cit., p. 11: “Equity investors are paid last, after debt investors, employees, and other investors with (relatively) ‘fixed’ claims. These equity investors have the ‘residual’ claim in the sense that they get only what is left over – but they get all of what is left over.”

6. Frank H. Easterbrook; Daniel R. Fischel. Op. cit., p. 68.

7. Frank H. Easterbrook; Daniel R. Fischel. Op. cit., p. 68: “As the residual claimants, shareholders have the appropriate incentives (collective choice problems notwithstanding) to make discretionary decisions. The firm should invest in new products, plants, and so forth, until the gains and costs are identical at the margin. Yet all of the actors, except the shareholders, lack the appropriate incentives. Those with fixed claims on the income stream may receive only a tiny benefit (in increased security) from the undertaking of a new project. The shareholders receive most of the marginal gains and incur most of the marginal costs. They therefore have the right incentives to exercise discretion.” Sobre os desincentivos devido ao problema de ação coletiva dos acionistas, os autores explicam que: “And although the collective choice problem prevents dispersed shareholders from making the decisions day by day, managers’ knowledge that they are being monitored by those who have the right incentives, and the further knowledge that the claims could be aggregated and votes exercised at any time, leads managers to act in shareholders’ interest in order to advance their own careers and to avoid being ousted.”

para votar de maneira eficiente, pois tenderão a votar em propostas que beneficiem a continuação do seu emprego, mesmo que isso signifique prejuízos para a companhia, pois não arcarão com os prejuízos da atividade empresarial já que possuem salário fixado *ex-ante*. Segundo tal raciocínio, o poder de voto por parte de trabalhadores aumentaria os custos de agência (*agency costs*) na administração da sociedade.⁸

O princípio de que cada ação tenha direito de voto, por isso, é considerado regra essencial para que se proporcione proteção adequada aos acionistas, pois quando as ações possuem direito de voto, existe correspondência entre investimento econômico e poder de decisão sobre o mesmo, ou seja, todo investimento realizado recebe poder de decisão (voto) proporcional. Tal equivalência entre investimento e poder de voto tende a contribuir para a maximização do valor da companhia,⁹ pois quando os votos estão ligados aos dividendos, administradores não poderão controlar substancialmente a

8. Mark Roe apresentou a tese de que, em países com democracia social (como a Alemanha, que adota conselhos de administração compostos por trabalhadores), a propriedade acionária concentrada predomina devido ao elevado custo de agência originado pelas pretensões de outros *stakeholders* que não os acionistas. Comentamos detalhadamente a tese de Roe no item 3.6. Despreza-se, por hora, a questão da remuneração com opções de compra de ações da companhia, as quais compõem uma parcela variável da remuneração dos trabalhadores. As opções apresentam dupla face. Elas incentivam os trabalhadores a melhorar seu desempenho, vinculando sua remuneração ao sucesso da empresa. Por outro lado, o excesso de opções pode também ser um “feitiço contra o feiticeiro” como ocorreu nos escândalos do mercado americano do início dos anos 2000, quando executivos detentores de opções simularam resultados excelentes das companhias a fim de inflar os preços das ações no mercado e exercer suas opções, com enormes lucros. Ver a respeito John Coffee Jr. Understanding Enron: “it’s about the gatekeepers, stupid”. *Business Lawyer*, v. 57, p. 1403, Ago. 2002. Em nossa opinião, o argumento exposto é válido em grande parte, mas admite exceções. Os trabalhadores possuem um contrato de longo termo com a sociedade, tendo investido na aquisição de capacidades e aprendizado para trabalhar com as rotinas de determinada companhia. (Como diria Oliver Williamson. *The economic institutions of capitalism*. Firms, markets, relational contracts. New York: The Free Press, 1985, p. 31, 52-56, os trabalhadores possuem “especificidade de ativo humano”). Os trabalhadores, por conseguinte, ainda têm pretensão variável no que se refere à possibilidade da perda do seu emprego. Assim, em certas circunstâncias, a revelação de informações aos trabalhadores pode estimular o comportamento de cooperação, auxiliando a formação de acordos coletivos de trabalho, como a redução de jornada, que beneficia a empresa, quando esta não pode mais arcar com os custos do contrato de trabalho original e beneficia os trabalhadores, quando estes não podem ficar desempregados. Ver Oliver Williamson. Corporate Governance. *Yale Law Journal*, v. 93, p. 1208-1209, jun. 1984: “A chronic difficulty with long-term labor agreements is that misallocation will result if wages are set first and employment levels are unilaterally determined by management later. (...) Even if wages and employment are both established at the outset, the agreement may drift out of alignment during the contract’s execution to the disadvantage of the less informed member of the contracting pair. Such a result might be avoided by imparting more information to labor. Labor membership on the board of directors for informational purposes is one means of achieving this result. Labor membership on boards of directors can be especially important during periods of actual or alleged adversity, especially when firms are asking workers for give-backs. Labor’s board membership might mitigate worker skepticism by promoting the exchange of credible information. (...) This practice does not, however, enjoy widespread support. Some opponents fear that it will be difficult to resist the transformation of informational roles into decisionmaking participation. It is also possible, however, that the informational benefits of labor membership are not adequately appreciated.”

9. A respeito da discussão sobre a eficiência do princípio uma ação-um voto, ver Sanford Grossman; Oliver Hart. One share-one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, v. 20, p. 175, Jan./Mar. 1988. Os autores discutem as consequências da regra uma ação-um voto em casos de tomada de controle e chegam à conclusão de que tal regra protege os direitos de propriedade da maioria dos acionistas. Rafael La Porta; Florencio Lopez-de-Silanes; Andrei Shleifer; Robert Vishny. Law and Finance, op. cit. Rafael La Porta; Florencio Lopez-de-Silanes; Andrei Shleifer; Robert Vishny. Legal determinants of external finance, op. cit. Bernard Black; Reinier Kraakman, op. cit.

companhia sem ter propriedade substancial dos seus fluxos de caixa. Esse alinhamento entre poder de decisão proporcional ao investimento realizado modera a possibilidade de desvio de fluxos financeiros, que poderia ocorrer caso administradores tivessem poder discricionário de tomar todas as decisões no lugar dos acionistas.¹⁰

As formas de organização acionária que permitam separar investimento de direito de voto, afastando-se do princípio uma ação-um voto, contribuem para aumentar os custos de agência, deixando os investidores mais vulneráveis ao poder daquele acionista que for beneficiado com a atribuição de direito de voto desproporcional ao montante de investimento que realizou. Além disso, a dissociação entre poder de voto e investimento aumenta os benefícios privados do controle, já que incentiva o controlador a expropriar o investimento dos outros acionistas, pois, fazendo isso, ele estará auferindo vantagens sem ser afetado pelas desvantagens correspondentes – que seriam a perda do valor do seu próprio investimento – já que investiu em menor proporção, beneficiando-se de mecanismo jurídico que lhe propicia o controle.

Convém lembrar os pertinentes ensinamentos de Jensen e Meckling ao discutir o conflito de agência entre o proprietário administrador (*owner-manager*) e os acionistas minoritários:

Uma vez que a fração de propriedade acionária do proprietário-administrador diminua, o seu direito sobre a fração do resultado diminui, o que tenderá a encorajá-lo a se apropriar de grandes quantidades de recursos da companhia na forma de gratificações. Isso também tornará desejável para os acionistas minoritários gastar mais recursos para monitorar o seu comportamento. Assim, os custos para o proprietário obter financiamento adicional no mercado acionário aumentam na medida que a fração da sua propriedade diminui. (tradução livre)¹¹

Portanto, a possibilidade de emissão de ações preferenciais sem voto agrava o problema de agência porque faz com que a participação da fração do acionista controlador sobre o capital total da sociedade diminua, sendo mantido seu poder de decisão sobre a gestão dos negócios societários. Ações preferenciais sem voto permitem que os controladores mantenham controle da companhia, através do investimento de apenas pequena parcela do seu capital total. Uma grande disparidade entre investimento e direito de voto pode provocar incentivos maléficos para a administração da sociedade, já que os controladores não serão constrangidos por um mercado de controle societário. Assim, deve-se observar que ações não votantes proporcionam uma efetiva técnica defensiva contra tomadas hostis de controle uma vez que protegem os controladores

10. Rafael La Porta; Florencio Lopez-de-Silanes; Andrei Shleifer; Robert Vishny. *Law and Finance*, op. cit., p. 1127.

11. Michael Jensen; William Meckling, op. cit., p. 313: "As the owner-manager's fraction of the equity falls, his fractional claim on the outcomes falls and this will tend to encourage him to appropriate larger amounts of the corporate resources in the form of perquisites. This also makes it desirable for the minority shareholders to expend more resources in monitoring his behavior. Thus, the wealth costs to the owner of obtaining additional cash in the equity markets rise as his fractional ownership falls."

da disciplina do mercado de controle societário, já que as ações disponíveis no *free float* do mercado serão, na maior parte, ações não votantes e grande parcela das ações votantes serão detidas pelo controlador. Do contrário, isto é, se as ações em circulação no mercado fossem votantes, o controlador deixaria de sê-lo, passando a ter o exercício do poder de controle contestável, e, portanto, sujeitar-se-ia à eventual disciplina do mercado de controle societário. Com a emissão de ações preferenciais não votantes, mesmo que a empresa seja mal administrada, não existirá possibilidade de afastamento dos acionistas controladores/administradores, o que diminui os seus incentivos para gerenciar a empresa eficientemente.¹²

Outro ponto é que as ações não votantes permitem que os acionistas controladores reduzam a proporção de propriedade acionária que detêm e, assim, os riscos que suportarão num eventual fracasso empresarial, sem que isso dilua o seu controle sobre a empresa, de modo a gerar desalinhamento de interesses.¹³ Tal disparidade entre investimento e poder de decisão é pernicioso ao desenvolvimento do mercado porque acionistas minoritários potenciais vão descontar os custos de monitoramento e as perdas esperadas ao perceber a divergência entre os seus interesses e os do acionista controlador, levando em consideração que este poderá desviar parte dos retornos para si mesmo, por intermédio de decisões administrativas ineficientes.

Essa situação resultará em preços não atrativos dos valores mobiliários, insuficientes para prover o financiamento desejável por intermédio do mercado de capitais. Além disso, o acréscimo dos custos de agência provocará o acréscimo dos custos de transação, tornando mais difícil a obtenção de alocação eficiente de recursos. Em consequência, o mercado acaba estabelecendo um equilíbrio em níveis baixos, com aplicação de descontos em razão da grande assimetria de informações existente entre acionista controlador e acionistas proprietários de ações sem voto.

5.2. Limite de emissão de ações não votantes na reforma da Lei das S.A.

As sociedades anônimas brasileiras, como se sabe, não estão sujeitas à regra uma ação-um voto,¹⁴ podendo emitir ações preferenciais sem direito de voto e, assim, separar o investimento financeiro do direito de tomada de decisão na empresa, segundo o teor da Lei nº 6.404/1976.

12. Ronald Gilson. Evaluating dual class common stock: the relevance of substitutes. *Virginia Law Review*, v. 73, p. 807, Aug. 1987.

13. Jeffrey N. Gordon. Ties that bond, dual class common stock and the problem of shareholder choice. *California Law Review*, v. 76, p. 1, 1987. O autor criticou a recapitalização por meio de ações não votantes, fornecendo evidências de que ela reduz a riqueza de acionistas.

14. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny incorretamente afirmaram que a legislação brasileira requer uma ação-um voto nos seus artigos *Legal determinants of external finance*, op. cit., e *Law and Finance*, op. cit.

A reforma legislativa introduzida pela Lei nº 10.303/2001 diminuiu o número permitido de emissão de ações preferenciais sem direito de voto, ou com restrição no exercício desse direito, numa oferta pública de ações. Anteriormente à reforma, as empresas podiam emitir até 2/3 de ações preferenciais sem voto face ao total de ações emitidas. Agora, o número limite caiu para 1/2. Segundo a redação dada ao art. 15, § 2º da Lei das S.A., pela Lei nº 10.303/2001: “O número de ações preferenciais sem direito de voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.” A regra então reduziu o limite legal para existência de disparidade entre investimento e direito de voto por meio da emissão de ações não votantes.

As disposições do § 1º do art. 8º da Lei nº 10.303/2001 asseguraram tratamento excepcional às companhias abertas existentes, que poderão continuar a emitir 2/3 de ações preferenciais, mesmo com relação a novas emissões de ações.¹⁵ Companhias que ainda não tinham 2/3 de ações preferenciais na formação de seu capital social poderão atingir tal limite em emissões futuras, aumentando, portanto, ainda mais a disparidade entre investimento e poder de decisão atualmente existente. Assim, a reforma não trouxe mudanças para as companhias abertas existentes. O novo limite de 50% somente é aplicado às novas companhias e às companhias fechadas que decidirem abrir o seu capital. Para que essa alteração da lei chegue a ter efeito positivo sobre o mercado de capitais, portanto, ter-se-á que esperar até que um número significativo de novas companhias venham a abrir o seu capital.

Usou-se o argumento de que as companhias já tinham “direito adquirido” de emissão de preferenciais até o limite de 2/3, já que a Lei nº 6.404/1976 assim dispunha. É preciso ressaltar que, quando os direitos dos acionistas minoritários nas alienações de controle foram banidos por ocasião da Lei nº 9.457/1997, o argumento de “direito adquirido” dos minoritários não foi acolhido. Verifica-se que, na prática, as regras jurídicas são manipuladas para servir a interesses particulares de grupos de pressão, como ocorreu com a reforma de 1997, que visou favorecer o próprio governo no processo de privatização, e com a atual reforma, que manteve um sistema que favorece a elite controladora. Tal situação é muito criticável, pois o direito não deve ser manipulado ao sabor das vontades momentâneas de classes específicas.¹⁶

Além disso, a fixação do limite de 50% para a emissão de preferenciais não votantes desconsiderou o montante já emitido dessas ações no mercado secundário. Como abordado no item 1.3.2, estudos apresentaram evidências empíricas de que, apesar do

15. Art. 8º (...) § 1º A proporção prevista no § 2º do art. 15 da Lei nº 6.404, de 1976, será aplicada de acordo com o seguinte critério: I – imediatamente às companhias novas; II – às companhias fechadas existentes, no momento em que decidirem abrir o seu capital; e III – as companhias abertas existentes poderão manter proporção de até dois terços de ações preferenciais, em relação ao total de ações emitidas, inclusive em relação a novas emissões de ações.

16. Paul W. Kahn. *The cultural study of law. Reconstructing legal scholarship*. Chicago: The University of Chicago Press, 1999, p. 9: “Law cannot appear to be a product of particular class or factional interests. Nor can it appear as the arbitrary product of a particular historical moment.”

fato de cerca de 90% das companhias abertas terem emitido ações preferenciais, na grande maioria delas o controle é garantido com mais do que a quantidade necessária para assegurá-lo (1/6 ou 16,6% do capital social total). Segundo um estudo, em 203 companhias controladas por um único acionista (de uma amostra de 325 companhias), o acionista controlador detinha 50% do capital total da companhia. Os dados mostraram que a maioria das empresas não haviam emitido ações preferenciais até o limite máximo previsto na lei, pois 62,4% das empresas haviam emitido justamente apenas 50% de ações preferenciais.¹⁷

Outro estudo mostrou que o capital acionário de todas as companhias da sua amostra (225) é composto, em média, por 53% de ações votantes e 47% de não votantes.¹⁸ Assim, empiricamente, pode-se dizer que a maioria das empresas tinha emitido até 50% – ou um pouco menos – de ações preferenciais sem voto antes que a nova reforma fosse aprovada. Em conclusão, mesmo se o limite de 50% de emissão de preferenciais sem voto fosse obrigatório para as companhias já existentes, tal medida **não produziria mudanças consistentes** no padrão geral de propriedade acionária vigente no mercado, considerando-se que a maioria das sociedades poderia apenas manter a prévia disparidade já existente entre ações votantes e não votantes.

As alterações da Lei nº 10.303/2001, nesse sentido, apresentaram repercussões práticas limitadas, pois que permitiram a manutenção do *status quo* (limite de 2/3 de preferenciais) para companhias abertas já existentes e impuseram um novo limite de 50% que também mantinha o *status quo* do patamar real de emissão de preferenciais sem voto encontrado na prática da maioria das empresas na época.

Por outro lado, deve-se questionar se um banimento total da possibilidade de emissão de ações preferenciais sem voto poderia impactar negativamente o mercado de ações, podendo desencadear o cancelamento de registro de muitas companhias abertas, e atingir o efeito oposto ao do desejado – ao invés de promover o crescimento do mercado, acarretaria o seu encolhimento. O controlador tradicional brasileiro parece maximizar sua utilidade a partir do exercício do controle, mesmo que, para isso, tenha que abrir mão da possibilidade de maior capitalização e crescimento da companhia.¹⁹ As preferências baseadas em cultura patrimonialista arraigada no empresariado nacional, herança deixada por colonização e desenvolvimento baseado em formas tradicionais de produção, restringem, indubitavelmente, o desenvolvimento do mercado de capitais nacional.²⁰

17. Sílvia Mourthé Valadares; Ricardo Leal, op. cit.

18. André Carvalhal-da-Silva; Ricardo Leal. *Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil*, op. cit., p. 9.

19. Ver discussão na nota 13 (p. 24) e pesquisa realizada por *Korn Ferry International and McKinsey & Company. An overview of corporate governance in Brazil, 2001*. Disponível em: <www.kornferry.com.br/upload/informacao/KF_McK_govern_Ing.pdf>. Acesso em: 15/10/2004.

20. O termo tradicional é usado por Weber no sentido de que um homem quer viver como ele está acostumado a viver e quer ganhar aquilo que for necessário para esse propósito. Max Weber. *The protestant ethic and the spirit*

Como bem resumiram Easterbrook e Fischel:

Assim, no debate sobre se as sociedades abertas devem ser autorizadas a emitir ações sem direito a voto, a maioria das pessoas assume que ações não votantes são ruins, porque isolam os administradores ainda mais do controle do investidor e a única questão é se uma proibição total (em oposição a uma regulação severa) restringiria “muito” a capacidade das empresas de levantar capital. (tradução livre)²¹

Tendo em vista esse cenário sociocultural, pode-se argumentar, por um lado, que o banimento das ações preferenciais sem voto, por meio de reforma da lei das S.A., não seria desejável de uma hora para outra, apesar de ser a solução mais apropriada para diminuir os incentivos para expropriação do investimento de acionistas minoritários e fortalecer o mercado. Indubitavelmente a questão das preferenciais é um exemplo de problema de dependência de trajetória, que restringe as possibilidades de mudança institucional e de evolução do mercado. Para que a dependência em relação ao passado seja rompida, é necessário uma forte mudança nas preferências dos empresários brasileiros, mais do que uma mudança na lei.

Por outro lado, uma vez que normas jurídicas devem induzir mudanças de comportamento por parte dos acionistas controladores, a nova reforma determinou mudanças insuficientes, já que permitiu a permanência do *status quo*.²² O legislador de 2001 deveria, ao menos, ter adotado um limite inferior a 50% de ações não votantes para as futuras emissões de todas as companhias abertas, inclusive àquelas já existentes, visando à redução do patamar real de ações preferenciais emitidas no mercado (e dos custos de agência correspondentes), e não permitir, como fez a nova redação do art. 15, § 2º, que as companhias existentes possam aumentar ainda mais a dissociação entre investimento e direito de voto já existente na prática em emissões de ações subsequentes.

5.3. Ainda sobre a controvérsia uma ação-um voto: uma visão histórica e econômica

A controvérsia sobre o limite das ações preferenciais sem direito de voto não é nova entre nós. Durante a discussão do projeto da Lei nº 6.404/1976 houve acalorados debates sobre o dispositivo que permitia a manutenção da emissão de preferenciais sem voto, elevando o seu limite prévio estabelecido em 50% pelo Decreto-lei de 1940

of capitalism. London: George Allen and Unwin, 1948.

21. Op. cit., p. 1: “Thus in the debate about whether public corporations should be permitted to issue nonvoting stock, most people assume that nonvoting stock is bad because it insulates the managers further from investor’s control, and the only question is whether an outright ban (as opposed to severe regulation) would restrict “too much” the ability of firms to raise capital”.

22. V. Robert Cooter, op. cit., propondo uma teoria de como o Direito pode efetivamente induzir agentes econômicos racionais a mudar suas preferências.

para a proporção de até 2/3 ou 66,6% das ações emitidas pela companhia. Naquela época, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) se manifestou veementemente contra a aprovação de tal norma. Reproduz-se aqui, por sua importância, trecho de artigo que denota a lucidez com que os profissionais do mercado, representados pela BVRJ, abordaram a questão, já vislumbrando os problemas que seriam causados ao desenvolvimento do mercado pelo aumento do limite de emissão de tais ações:

O projeto, ora em exame na cúpula do executivo, encerra em seu bojo um gravíssimo erro instrumental que, caso não seja corrigido, pode no futuro vir a constituir-se em verdadeiro “Cavalo de Troia” da iniciativa privada no Brasil.

Não tendo surgido até o momento qualquer alerta público neste sentido, entendemos ser esta a oportunidade propícia à revelação ampla de tema que julgamos encerrar em si mesmo toda a problemática do futuro da propriedade empresarial no País, e sobre o qual inexplicavelmente se calaram todos os críticos e observadores que opinaram sobre o projeto.

Trata-se da manutenção, e não apenas isto, da ampliação do uso de “Ações Preferenciais de Participação Integral” como principal ferramenta de captação de recursos próprios para a empresa nacional. O conhecimento público das consequências desta prática, de complexo e nocivo teor econômico e sobretudo social, não podia correr o risco de se ver perdido em algum escaninho burocrático ou engavetar-se em mesas comprometidas com as ideias expostas no anteprojeto nacional. É mister e inclusive obrigação de ordem moral e funcional desta Bolsa de Valores, fazer com que o País, o Senhor Presidente da República, o governo, as classes empresariais e o público em geral, tomem conhecimento de que esta nuance do sistema proposto no anteprojeto criará distorções, as mais graves como podem ser:

- Democratizar o capital, mas não a propriedade;
- Cristalizar definitivamente a propriedade empresarial no País;
- Limitar a liquidez do empresário-controlador, tornando-se fator de desnacionalização;
- Inibir o surgimento de administração profissional;
- Reduzir a capacidade de crescimento em escala das empresas, agravando o processo de endividamento;
- Diferenciar, afastando, portanto, o empresário-controlador de seus sócios-acionistas.

Constituir-se por todos estes fatores em elemento de grave desequilíbrio social e econômico. (...)

(...) e consideramos, outrossim, que as proteções a minoritários de modo algum eliminam as aberrações de ordem social e econômica à que se vai sujeitar o sistema privado do País.

A ação preferencial é instrumento de captação de recursos de uso pouquíssimo difundido no exterior.

Constituem-se praticamente em títulos de dívida e conseguem exercer algum atrativo sobre os investidores principalmente institucionais, em economias não sujeitas a taxas muito elevadas de inflação; por conterem seus dividendos algumas frações de pontos percentuais a mais do que aquelas das ações ordinárias ou juros de renda fixa. E tanto são em verdade títulos de dívida, que raríssimas são as emissões de preferenciais dos Estados Unidos em que não existem cláusulas de resgate a critério da empresa emissora.

Logicamente tais papéis não gozam da predileção do investidor, pois quem quer deter a segurança de um título de dívida adquire uma debênture, um “bond” e quem quer correr o risco de um empreendimento, compra ações comuns, ordinárias, não sujeitas a resgate, e sempre de liquidez infinitamente mais elevada.

A tal ponto vai o desprezo do investidor norte-americano pela ação preferencial, que o governo, naturalmente para ainda manter vivo o instrumento, concede uma isenção fiscal de 85% aos dividendos de preferenciais recebidos por pessoas jurídicas. (...) a New York Stock Exchange, com a liberdade institucional de que dispõe, bem como diversas congêneres do mundo, **não admitem a quotação em seus quadros de ações que não estejam revestidas daquele direito [direito de voto] tão eminentemente democrático.**

(...) Os defensores da existência e ampliação do uso de ações preferenciais de participação integral têm no mais das vezes imputado ao investidor e à pseudo predileção deste por um dividendo fixo, a popularização deste instrumento no País.

(...) a “circulabilidade” também denominada liquidez é a **única preferência real do investidor além da rentabilidade.**

E provamos.

Na grande maioria, senão na quase totalidade das empresas registradas em Bolsa cujo capital está dividido em ações ordinárias e preferenciais, os dividendos pagos a ambas as classes de ações são via de regra idênticos. Quando notamos que as ações preferenciais possuem quase sempre uma valorização sobre as ordinárias entendemos que realmente não é o dividendo fixo a que aquelas têm direito que produz tal valorização, mas a liquidez e a maior negociabilidade das preferenciais sobre as ordinárias.

A explicação é simples e totalmente lógica. Na medida em que existem em iguais quantidades os dois tipos de ações, as que mais circulam são claramente aquelas que não se congelam em mãos do grupo controlador, e que portanto possuem uma maior aceitação pelo público. **Não fosse essa preferência por liquidez não se justificaria o ágio brutal que as preferenciais têm sobre as ordinárias destas duas empresas, de vez que os dividendos são historicamente os mesmos.**

Preocupado fundamentalmente com o receio da perda do controle de sua companhia, e do imiscuir-se de terceiros na vida da mesma, o empresário brasileiro aderiu completamente à ideia das ações preferenciais de participação integral, mas sem direito a voto.

(...) Parece-nos só existir um caminho, a extirpação desse câncer denominado “ação preferencial de participação integral.”

(...) Institutos como a ação sem valor nominal, ações escriturais, a figura do agente emissor, a custódia de ações fungíveis, o certificado de depósito de ações, os diversos tipos de subordinações de debêntures, os bônus de subscrição, o acordo de acionistas, o conselho de administração, as definições de deveres e responsabilidades dos administradores, o capítulo sobre as demonstrações financeiras, o direito à percepção do dividendo são conceitos que constituíram marco de inegável inovação instrumental em nosso mercado de capitais.

No entanto, é talvez por haver sido elaborado por advogados, mais afeitos ao fato empresarial e à causa privada do que por congressistas ou homens de Estados, sempre mais voltados para o interesse público e os aspectos sociais da economia que o projeto que conhecemos, admitimos ter insensível e inadvertidamente vindo a encampar e agravar uma tendência, que apenas beneficia os controladores de empresas.²³

É de se notar que, mesmo sem fazer menção explícita ao aumento dos custos de agência que a emissão de ações preferenciais sem voto em larga proporção enseja, a BVRJ já apontava os perigos da separação entre direitos patrimoniais e direitos de voto, que tende a contribuir para o aumento dos benefícios privados do controle, incentivando comportamentos oportunistas do acionista controlador.²⁴

Em resposta à manifestação da BVRJ, os autores do projeto de lei publicaram artigo no qual argumentavam que a BVRJ teria cometido uma “confusão conceitual”.²⁵ Após tecerem considerações de cunho geral sobre a tendência para a especialização da empresa, o que requereria a captação de poupança de terceiros – considerações, entretanto, não esclarecedoras do ponto crucial da questão –, os autores do projeto de lei colocam o argumento que parece ser o fio condutor de seu raciocínio:

Os investidores de mercado, querem aplicar capital e receber dividendos ou revender suas ações com lucro. Não se interessam por participar da administração da

23. Observações sobre o anteprojeto da Lei das Sociedades Anônimas. *O Estado de S. Paulo*, 21/03/1976, p. 58-59.

24. O conceito de oportunismo foi introduzido por Oliver Williamson. V. a definição em *The economic institutions of capitalism...*, op. cit., p. 47: “By opportunism I mean self-interest seeking with guile. This includes but is scarcely limited to more blatant forms, such as lying, stealing, and cheating. (...) Opportunism refers to the incomplete or distorted disclosure of information, especially to calculated efforts to mislead, distort, disguise, obfuscate, or otherwise confuse. (...)”

25. Originalmente publicado no *Jornal do Brasil* dos dias 28/3, 3/4 e 4/4 de 1976, sob o título “Função Empresarial e Ações Preferenciais”, os argumentos podem ser encontrados em Alfredo Lamy Filho; José Luiz Pedreira, op. cit., v. I, p. 182 et seq.

companhia nem – muito menos – admitem preocupar-se com seus problemas técnicos e de mercado, ou seus planos de expansão. Esperam que o acionista controlador e os administradores resolvam essas questões com a maior eficiência, mantenham a companhia próspera e respeitem os seus direitos. Se isso não ocorre, alienam suas ações, investem em outras companhias ou se retiram do mercado. (...).²⁶

Assim, em razão do absentéismo que normalmente ocorre entre os acionistas minoritários nas sociedades anônimas, explicado, inclusive, racionalmente à luz do problema de ação coletiva por que passam tais investidores, os autores parecem justificar que não existe razão para se acolher o que chamam de “modelo utópico da S.A.”, baseado no sufrágio universal.²⁷ Aliás, esse é, em linhas gerais, o mesmo raciocínio utilizado pelos críticos atuais da iniciativa da Bovespa de adotar a regra uma ação – um voto no segmento especial de listagem do Novo Mercado.²⁸

Falharam, contudo, os autores do projeto de lei, bem como os críticos atuais, em perceber que a importância do sufrágio universal não está em “aspectos estéticos das construções ideais” – para usar a sua expressão –, de um sistema político de “democracia universal” no bojo da sociedade anônima.²⁹ O princípio de uma ação-um voto, mesmo se houver absentéismo geral de acionistas, tem uma função **eminente econômica** – e, portanto, a função política não é a predominante – de conciliar

26. Alfredo Lamy Filho; José Luiz Pereira. Op. cit., v. I, p. 184.

27. Alfredo Lamy Filho; José Luiz Pereira. Op. cit., v. I, p. 184. Cf. explicação sobre o problema da ação coletiva na nora 122, p. 123, da subseção 3.6.

28. Walfrido Jorge Warde Jr. Pérolas aos porcos. O direito de voto e a tutela das minorias: uma história de disritmia regulatória, de vantagens putativas e de supervantagens. In: Luiz Fernando Martins Kuyven. (org.). *Temas essenciais de Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 1063.

29. Alfredo Lamy Filho; José Luiz Pereira. Op. cit., v. I, p. 184-85. Os autores, a nosso ver, cometem a falácia de afirmar que “são exatamente os países onde mais se desenvolveu o mercado de capitais e a economia de mercado (Estados Unidos, Inglaterra e demais países anglo-saxões; Alemanha e Japão) e onde mais a sério se leva proteção do investidor do mercado, os que admitem todas as soluções e deixam ampla liberdade aos empresários para compor a estrutura de capital e distribuir o direito de voto da forma que mais julgarem conveniente.” (Alfredo Lamy Filho; José Luiz Pedreira, op. cit., p. 186). Ora, tal afirmação é inverídica. Como os mesmos autores reconheceram, id., ibid., à p. 86, nos Estados Unidos, a Bolsa de Nova Iorque, desde 1926, recusava o registro de companhia emitente de ações sem voto. Portanto, mesmo que a legislação federal americana permitisse a emissão de ações sem voto, se a maior bolsa do país restringia o uso delas, resultou que os empresários que desejavam participar do mercado de capitais via bolsa – que é o *locus* por excelência onde esse mercado se concretiza – não gozavam da liberdade de “compor a estrutura de capital” e muito menos de “distribuir o direito de voto da forma que mais julgarem conveniente”, como dito pelos autores. A regulação da bolsa, ainda que não seja direito positivo estatal, acabou por restringir qualquer suposta liberdade dos empresários em perspectiva funcional. Para análise histórica sobre a questão das ações sem voto nos Estados Unidos ver Joel Seligman. Equal protection in shareholder voting rights: the one common share, one vote controversy. *George Washington Law Review*, v. 54, p. 687, Aug. 1986, argumentando que ações sem voto devem ser banidas para que o mercado possa funcionar eficientemente. Apontando apenas mais um problema na argumentação de Lamy e Pedreira, a Alemanha não se constituiu em exemplo propriamente dito de mercado de capitais desenvolvido, posto que o financiamento nesse país é feito majoritariamente via mercado de crédito bancário. Tanto é assim, que, recentemente, com a preocupação de prover incentivos para o desenvolvimento do mercado de capitais propriamente dito, o ordenamento jurídico alemão veio a proibir emissão de ações sem voto, como abordaremos adiante.

direito patrimonial e direito de voto, fator indispensável para o desenvolvimento de um mercado de capitais forte.

Para que a problemática fique mais clara, devemos explicar o que seja essa função eminentemente econômica do direito de voto embutido em cada ação. Para isso, julgamos que a exposição de Easterbrook e Fischel sobre a economia do direito de voto no contexto americano é a mais esclarecedora. Referindo-se à regra uma ação-um voto, os autores explicam:

A norma jurídica mais básica é a mesma em cada estado. É a seguinte: todas as ações ordinárias têm direito a voto, todos os votos têm o mesmo peso, e nenhum outro participante na empresa vota, a menos que haja algum acordo expresso em contrário. Esses acordos são extremamente raros. Embora existam centenas de acordos de voto diferentes, tais como conselhos com classes para os quais diferentes ações elegem diferentes cargos, e ações preferenciais com direito a votos restritos, quase todas as ações publicamente negociadas nas principais empresas têm um voto cada, e esse voto pode ser lançado para posições em um conselho não dividido em classes. (...). O direito de voto presumivelmente igualitário inerente às ações é, no entanto, consequência lógica da função de votar...

O voto flui com o interesse residual na empresa, e, a menos que cada elemento do interesse residual carregue um direito de voto equivalente, haverá um custo de agência desnecessário na gestão. Aqueles com poder de voto desproporcional não receberão parcelas dos ganhos ou perdas residuais de novos empreendimentos e arranjos proporcionais ao seu controle; como resultado não tomarão as melhores decisões. Isso também explica por que há tão poucas ações sem direito a voto e é a justificativa para a política da New York Stock Exchange de não listar empresas com problemas de ações sem voto. Quanto maior o distanciamento do poder equitativo do voto entre os detentores de lucros residuais, maiores os custos (desnecessários) de agência. (...) (tradução livre)³⁰

30. Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel. Voting in corporate law. *Journal of Law and Economics*, v. XXVI, n. 2, Jun. 1983, p. 408-409: “The most basic statutory rule is the same in every state. It is this: All common shares vote, all votes have the same weight, and no other participant in the venture votes, unless there is some other express agreement to the contrary. Such agreements are exceedingly rare. Although there are hundreds of different voting arrangements, such as classified boards to which different shares elect to different posts, and preferred stock with contingent voting rights, almost all publicly traded shares in substantial firms have one vote each, and that vote may be cast for positions on an unclassified board. (...).

The presumptively equal voting right attached to shares is, however, a logical consequence of the function of voting... Voting flows with the residual interest in the firm, and unless each element of the residual interest carries an equal voting right, there will be a needless agency cost of management. Those with disproportionate voting power will not receive shares of the residual gains or losses from new endeavours and arrangements commensurate with their control; as a result they will not make optimal decisions. This also explains why there is so little nonvoting stock and is a justification for the New York Stock Exchange's policy of not listing firms with nonvoting issues. The greater the departure from equal weighting of vote among residual claimants, the greater the (unnecessary) agency costs. (...)” (negrito nosso)

Assim, deve-se compreender que a permissão de ações preferenciais sem direito de voto produz efeito econômico semelhante ao da permissão da venda de votos, a qual é proibida no ordenamento jurídico. Por que os ordenamentos jurídicos normalmente proíbem a compra de votos? Por que alguém que quer ter direito de voto tem que comprar (ou alugar) a ação? A resposta é simples: para que o voto esteja ligado ao interesse econômico que a ação representa (“votes go with the equity interest”).³¹

A vinculação do voto ao interesse econômico garante a contenção de custos de agência desnecessários. **Do contrário, se, por exemplo, o proprietário de apenas 20% dos direitos patrimoniais vier a adquirir poder sobre a maioria dos votos, o seu incentivo para tomar decisões será o equivalente a apenas 20% do valor que essas decisões acarretam.** Isso significa dizer que ele arcará com apenas 20% dos custos de tais decisões. Por isso, o detentor dos votos vai ter incentivos para se engajar em comportamentos que não maximizem a riqueza da sociedade, já que a maior parte do custo proveniente desses comportamentos será suportada pelos demais detentores de direitos patrimoniais e não por ele. O detentor dos votos terá incentivos para “usufruir lazer e privilégios excessivos” e por consequência “o risco de tal esquívamento de trabalho iria reduzir o valor dos investimentos em geral”.³²

Para evitar tais condutas que agravam custos de agência e benefícios privados do controle, regras jurídicas que atrelem os direitos de votos das ações aos seus direitos patrimoniais, de maneira proporcional, aumentam, portanto, a eficiência da organização societária. Portanto, consideramos necessária a adoção da regra uma ação-um voto no direito societário nacional.

5.4. Prescrição normativa: análise dos custos e benefícios

Deve-se ressaltar que, segundo a lei das S.A. brasileira, as ações preferenciais podem ter direito de voto, não sendo da natureza do instituto não encerrar direito de voto.³³ No caso de ações preferenciais com direito de voto proporcional ao capital investido, o problema de agência advindo da desvinculação entre direitos patrimoniais e direito de voto, não se aplica, por óbvio.³⁴ Por outro lado, as ações preferenciais

31. Id., *ibid.*, p. 410.

32. Tradução livre de Frank H. Easterbrook; Daniel R. Fischel. *Voting in corporate law*, op. cit., p. 410. Referem-se à “consume excessive leisure and perquisites” e “[t]he risk of such shirking would reduce the value of investments in general”.

33. V. Mauro Rodrigues Penteadó. *Ações preferenciais*. In: Jorge Lobo (coord.). *Op. cit.*, p. 183, apoiado nas lições de João Eunápio Borges.

34. Como diz Penteadó, *id.*, *ibid.*, p. 184: “Certos problemas, como o uso abusivo da preferencial sem voto, não provêm da lei, mas, como visto, do desconhecimento, do abuso da lei, ou de práticas empresariais reprocháveis.” E adiante: “Na vigência da redação original da Lei nº 6.404/76 sedimentou-se péssima prática empresarial representada pela emissão de ações preferenciais desprovidas do direito de voto, cuja única preferência ou privilégio consistia na prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele. (...)” (p. 191). Por isso, aliás, o legislador de 2001 veio limitar a possibilidade desse tipo de preferência, que passa a não mais ser possível para as companhias abertas (p. 200).

com vantagens políticas desproporcionais – superiores – em relação ao capital investido – tal como as *golden shares*³⁵ – também exacerbam os custos de agência.

A avaliação da prescrição da regra uma ação-um voto para o sistema regulatório brasileiro deve ser conduzida por meio de análise de custo e benefício. Se os benefícios da adoção de determinada regra suplantarem os seus custos, a regra deverá ser adotada. Do contrário, se os custos provenientes da adoção forem superiores aos benefícios que ela possa gerar, a regra não deverá ser adotada. Como diz Fischel:

A proibição da desigualdade de votos entre classes de ações pode proteger os investidores em alguns casos, mas prejudicá-los em outros. **Se a proibição é desejável depende em grande parte de uma ponderação destes custos e benefícios.** (...) Não há razão para se acreditar que um tipo de regulação é ideal para todas as empresas. Alguns tipos de empresas podem se beneficiar de regras que permitam classes de ações com poder de voto desigual, enquanto outras não.” (tradução livre, negrito nosso)³⁶

Por isso, é importante deixar claro que, apesar de defendermos o banimento das ações preferenciais **sem direito de voto** e a adoção da regra uma ação-um voto como forma genérica de regulação para o mercado de capitais brasileiro, com o fim de contribuir para a redução dos custos de agência e dos benefícios privados do controle das sociedades anônimas, nem por isso deixamos de reconhecer que podem existir contextos e operações em que seja eficiente a emissão de tais ações, de forma que os custos do seu banimento superem os benefícios. Passamos a discutir alguns casos específicos.

a) *Companhias abertas versus companhias fechadas*

Alguns ressaltam o papel importante das ações preferenciais nas companhias fechadas, as quais são sociedades anônimas que, por sua própria natureza, possuem número inferior de acionistas ao das sociedades abertas. Assim, nas companhias fechadas, existe normalmente maior possibilidade de monitoramento da administração pelos acionistas, e também maior autonomia e liberdade dos acionistas de contratarem entre si. Isso nos leva a refletir que, com razão, a proposta de banimento das ações preferenciais sem voto, por meio de lei, somente se deve aplicar a companhias abertas, que recorrem à emissão pública de ações para captação de poupança do público investidor. No contexto das companhias fechadas, tal recomendação não seria apropriada, posto que, os custos da regra proibitiva provavelmente superariam os seus

35. Sobre as *golden shares* v. Juliana Krueger Pela. *As golden shares no direito societário brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

36. Daniel Fischel. *Organized exchanges and the regulation of dual class common stock*. *University of Chicago Law Review*, v. 54, p. 131, 1987: “A prohibition of dual class voting may protect investors in some instances yet harm them in others. **Whether a prohibition is desirable depends in large part on a weighting of these costs and benefits.** (...) no reason exists to believe that one type of regulation is optimal for all firms. Some types of firms might benefit from rules allowing dual class common stock while others might not.” (negrito nosso).

benefícios. Por isso, pelas mesmas razões de eficiência, deve prevalecer a autonomia privada que deflui do contrato de sociedade.³⁷

b) Características do ambiente institucional específico

Também é importante considerar as diferenças dos efeitos da emissão de ações não votantes conforme o ambiente institucional específico em que ela ocorra e os objetivos que se quer alcançar. Num contexto como o americano, onde a grande maioria das ações em circulação é de ações votantes, e o mercado de capitais é desenvolvido e eficiente, uma regra que permita a emissão de ações não votantes pode vir a ser eficiente, como defende Fischel.³⁸ Nos Estados Unidos, os benefícios da permissão da emissão de ações não votantes podem superar os custos provenientes da proibição - já que esta inviabilizaria a possibilidade de que algumas emissões eficientes de ações não votantes pudessem ocorrer.³⁹

Todavia, no mercado brasileiro, ao contrário, os altos custos de agência e benefícios privados de controle verificados corroboram o argumento de que o custo total da permissão legal da emissão de ações preferenciais sem votos será mais alto do que os eventuais benefícios existentes em casos específicos, tendo em vista os incentivos negativos criados pelas ações não votantes para a gestão das companhias e para a precificação de tais valores mobiliários no mercado. O aumento do custo de agência proveniente da larga emissão de preferenciais não votantes, no mercado brasileiro, acabou gerando a aplicação de um desconto, praticado não só em relação às próprias preferenciais, mas, inclusive, em relação às ações ordinárias, em razão dos riscos de

37. V. Daniel Fischel, *Organized exchanges and the regulation of dual class common stock*, id., ibid., p. 136 et seq., sustentando que existem situações nas quais a retenção do controle por administradores (ou por acionistas majoritários) pode ser consistente com a maximização de riqueza para os acionistas, como no caso daqueles atores econômicos valorizarem mais o controle do que os outros acionistas ou no caso de os próprios investidores atribuírem valor à continuidade da gestão empresarial. A retenção do controle pode induzir os controladores a investirem em capital humano específico (*firm-specific human capital*), desenvolvendo competências específicas para administrar a companhia. O incentivo para a aquisição dessas habilidades resulta da expectativa dos administradores de estarem gerindo a sociedade no longo prazo, para que possam recuperar o investimento que fizeram para a aquisição desse conhecimento. Os acionistas também receberão retorno por esse investimento em competências específicas, já que os administradores poderão aumentar o valor da empresa.

38. Para uma defesa da liberdade da emissão dessas ações ver Daniel R. Fischel, *Organized exchanges and the regulation of dual class common stock*, id., ibid., p. 119. Ocorre que, como o próprio Fischel reconhece, id., ibid., p. 142, apenas pequena porcentagem das sociedades americanas tem emitido duas classes de ações sendo uma delas não votante, o que significa, de fato, que a emissão de ações não votantes não é considerada um arranjo ótimo para a maioria das empresas. Isso porque, como ressalta o autor, id., ibid., p. 145, os investidores descontam os preços das ações sem direito de voto que passam a valer menos que as ações votantes. Num mercado como o brasileiro, em que a grande maioria das sociedades utiliza-se do recurso de emissão de preferenciais não votantes, ocorre outro fenômeno. Ao invés das preferenciais terem seu preço descontado, essas ações possuem um prêmio em relação às ações ordinárias devido a sua liquidez. Mas, mesmo assim, existe o consenso de que, no geral, ambas as ações acabam tendo preço subavaliado devido à elevada probabilidade de os acionistas terem seu investimento expropriado em face dos incentivos para comportamentos oportunistas que as ações sem voto criam. Assim, forma-se uma situação perversa para o desenvolvimento do mercado, em equilíbrio num nível ineficiente.

39. Mesmo assim, convém deixar consignado que a maior parte da literatura americana considera ineficiente a permissão jurídica da emissão de ações não votantes, tal como citado nas notas anteriores.

expropriação a que o acionista minoritário está sujeito, de modo a prejudicar o desenvolvimento de todo o mercado de ações. Tal situação historicamente impossibilitou a obtenção de financiamento desejável das sociedades por meio do mercado de capitais, criando-se um problema que contaminou o mercado, com a precificação de todos os valores mobiliários em níveis baixos, tal como ocorre no mercado de automóveis, segundo explicou Akerlof.

c) Aspecto temporal

Ainda outro ponto relevante refere-se ao aspecto temporal, isto é, a partir de que etapa no desenvolvimento do mercado de capitais a emissão de ações preferenciais não votantes pode se tornar eficiente à medida que os benefícios suplantem os custos dela decorrentes.

Nos Estados Unidos, no começo do desenvolvimento do mercado, conforme ressalta a literatura, a proibição de ações não votantes exerceu papel fundamental para alinhar interesses de administradores e acionistas, diminuindo custos de agência e incentivando o desenvolvimento do mercado.⁴⁰ Ao discutir o papel da Bolsa de Nova Iorque no incentivo da dispersão da propriedade das companhias americanas, Coffee ressalta exatamente o papel da bolsa em exigir o requisito de que todas as ações listadas fossem votantes. Como, na época, não existiam ainda fundos mútuos ou de pensão, a bolsa tinha essencialmente que convencer indivíduos a se tornarem acionistas.⁴¹ Por isso, a bolsa visava assegurar os padrões de listagem, a qualidade e a credibilidade das companhias listadas, elegendo tal regra como precondição para atingir tais finalidades.⁴² Da mesma forma, no Reino Unido, Coffee aponta que a principal proteção

40. Joel Seligman, *Equal protection in shareholder voting rights: the one common share, one vote controversy*, op. cit. John Coffee Jr. *The rise of dispersed ownership: the theories, the evidence...*, op. cit., p. 38: "As a result, without intending to champion any movement, the NYSE became identified with mandatory listing conditions that protected 'shareholder democracy' and prevented the separation of cash flow rights from voting rights. In the wake of recent economic research finding that the separation of cash flow and voting rights has been the principal technique for expropriation from minority shareholders in Asia, the NYSE's 1926 reform may have had unrecognized significance (...) because it grew into a normative principle that effectively barred voting trusts and dual class capitalizations from U.S. public markets." (citações omitidas) V. também Jeffrey N. Gordon, *Ties that bond: dual class common stock and the problem of shareholder choice*, op. cit.

41. John Coffee Jr. *Dispersed ownership: the theories, the evidence...*, op. cit., 41.

42. John Coffee Jr. *The rise of dispersed ownership: the theories, the evidence...*, op. cit., p. 38. V. na p. 40: "In frequently rejecting listings and insisting on an adequate earnings track record before listing an issuer, the NYSE was distinguishing itself from its competitors and marketing itself as the guardian of public shareholders. This guardian role manifested itself in two concrete ways: (1) the NYSE, beginning in 1900, insisted that its listed companies publish annual audited financial statements, and (2) it protected shareholder voting rights by resisting attempts by issuers to deviate from the norm of 'one share, one vote.' These steps were taken by a private body as a matter of selfregulation, not mandatory law, but the result was to attract public shareholders to invest in NYSE stocks as safer and better monitored." Sobre a dificuldade de se encontrar número relevante de companhias que desviassem da regra uma ação um-voto nos Estados Unidos, em razão do requerimento da NYSE até 1986, ver também Hart e Grossmann, op. cit., p. 199.

aos acionistas minoritários ingleses, durante o período de dispersão de capital, foi a unificação das classes de ação de acordo com a regra uma ação – um voto.⁴³

Se, atualmente, nos Estados Unidos, onde já existe um mercado de capitais forte, a emissão de ações não votantes pode ser considerada eficiente em determinadas situações, o mesmo não se aplica a um mercado em processo de desenvolvimento tal como o brasileiro. Muito pelo contrário, **para o estágio de desenvolvimento do mercado, o alinhamento de interesses é condição *sine qua non*.**

d) Casos e estudos atuais

Recentemente o debate sobre a emissão pública de ações com poder desigual de votos foi reacendido pela aguardada oferta pública inicial de ações (IPO) do *Facebook*, que seguiu a mesma estratégia usada pelo *Google*.⁴⁴ O bilionário Mark Zuckerberg reteve 57% das ações votantes da companhia tendo realizado investimento econômico equivalente a apenas 18% do capital. Zuckerberg foi extremamente criticado pela mídia americana e internacional pela estratégia escolhida.⁴⁵

As críticas realizadas a Zuckerberg são facilmente justificadas no contexto americano. O mercado de capitais americano conta com aproximadamente 6% de ações com poder de voto desigual que correspondem a cerca de 8% da capitalização do mercado – essas ações são lá denominadas *dual-class stock*.⁴⁶ Uma das formas mais típicas dessa estrutura é a ação plural com poder de voto 10 vezes superior ao das demais ações nas companhias que a adotam. Gompers *et al.* mencionam que os controladores têm cerca de 60% dos direitos de voto e 40% do fluxo de caixa, considerando essa divergência uma “separação acentuada entre propriedade econômica e controle de voto”.⁴⁷ Assim, nos EUA, ainda se pode dizer que emissões de ações com poder de voto desproporcional – seja por meio de ação não votante ou ação plural – são excepcionais no mercado.

43. John Coffee Jr., *Dispersed ownership: the theories, the evidence...*, op. cit., p. 58: “The most important protection accorded to U.K. minority shareholders during this period – i.e., the elimination of unequal voting rights – was the product not of mandatory law, but of voluntary action by acquiring firms in order to enable them to use their shares as merger currency.”

44. Louis Lavelle. *Google’s governance falls way short*. *Businessweek*, 24/08/2012. Disponível em: <<http://www.businessweek.com/stories/2004-08-24/googles-governance-falls-way-short>>. Acesso em: 22/10/2012.

45. James Surowiecki. *Unequal shares*. *The New Yorker*, May 28th, 2012. Disponível em: http://www.newyorker.com/talk/financial/2012/05/28/120528ta_talk_surowiecki: “After Friday’s I.P.O., he will own eighteen per cent of the company but will control fifty-seven per cent of the voting shares, putting him in total command.” <http://www.newyorker.com/talk/financial/2012/05/28/120528ta_talk_surowiecki#ixzz24x1YImMk>. Anna S. Han. *The Facebook IPO’s face-off with dual class stock structure*. *Michigan Journal of Law Reform*, April 11st, 2012, <http://www.mjlr.org/2012/04/the-facebook-ipos-face-off-with-dual-class-stock-structure>.

46. Paul A. Gompers; Joy Ishii; Andrew Metrick. *Extreme governance: an analysis of dual-class firms in the United States*. *The Review of Financial Studies*, v. 23, n. 3, p. 1053, 2010.

47. Id., *ibid.*, p. 1053. Referem-se a: “*stark separation of economic ownership and voting control*”.

Os estudos empíricos recentes apresentam mais evidências dos efeitos perniciosos das classes de ações com discrepância de poder de voto que permitem dissociação entre poder econômico e poder de decisão.⁴⁸

Belén Villalonga e Raphael Amit, por exemplo, em estudo recente, documentaram que famílias estão presentes como detentoras de blocos de ações, com diretores ou conselheiros em 40% das empresas da amostra analisada. Fundadores e suas famílias geralmente têm, em média, 15,3% das ações das companhias e 18,8% dos votos nessas empresas.⁴⁹ Os dados mostram, portanto, que tais acionistas detêm poder de voto em excesso aos direitos de investimentos efetivamente realizados, e o mecanismo utilizado para essa separação, é, na maioria dos casos, o uso de ações de diferentes classes com poder de voto desigual.⁵⁰ Todavia, não podemos deixar de notar o valor extremamente reduzido dessa discrepância entre propriedade de ações e poder de voto (de 3,5%) quando comparado ao padrão brasileiro. Ademais, Villalonga e Amit mostram que ações de duas classes – votante e não votante – têm um impacto negativo no valor da empresa.⁵¹

Hoje em dia, cientes que estão dos efeitos perversos que o uso de ações preferenciais não votantes em grandes proporções ocasiona ao mercado, os estudiosos de governança corporativa vêm recomendando a adoção de regras que objetivem impedir a severa dissociação entre direito de voto e investimento econômico. Assim, visando a fomentar o desenvolvimento dos mercados de capitais, ainda mais numa época marcada por acirrada competição, na qual se faz necessário expandir os mecanismos de captação de poupança para investimento produtivo, os ordenamentos jurídicos e os sistemas de regulação privados vêm adotando normas para restringir o uso de ações sem direito de voto ou com poder de voto desproporcional. Esse é o caso do ordenamento jurídico alemão, que desde 01/05/1998, com a edição do *Kontroll-und Transparenzgesetz* (KonTraG), passou a proibir a criação de ações sem direito de voto e a criação de ações com voto plural.⁵² Superada, portanto, está a tendência das

48. Brian Frederik Smith; Ben Amoako-Adu; Madhu Kalimipalli. *Concentrated control and corporate value: a comparative analysis of single and dual class structures in Canada*. *Applied Financial Economics*, v. 19, p. 955, 2009: “(...) *dual class structure in Canada lessens corporate value because it lowers shareholder and manager alignment and increases agency problems*.” Jason W. Howell. *No more share classes: a study of U.S. dual class stock unifications*. Terry College of Business, University of Georgia Working Paper, p. 1, 2008: “*For the unifying firms, I find a negative reaction to the original implementation of the dual-class structure and a positive reaction to the elimination of the dual-class structure*.”

49. Belén Villalonga; Raphael Amit. *How are U.S. family firms controlled?* *Review of Financial Studies*, v. 22, n. 8, p. 3049, 2009. A amostra compreendeu 3.006 observações de 515 companhias, entre 1994 e 2000.

50. Id., *ibid.*, 3078.

51. Id., *ibid.*, p. 3086.

52. V. Theodor Baums. *Corporate governance in Germany – System and current developments*. Universität Osnabrück, s.d. Disponível em <<http://www.jura.uni-osnabrueck.de/institut/hwt/PDF/paper70.pdf>>. Acesso em: 24/01/2005. Ver também Martin Höpner. *European corporate governance reform and the German party paradox*. Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, MPIfG Discussion Paper 03/4, Mar. 2003. Disponível em <www.mpi-fg-koeln.mpg.de>, p. 21. Acesso em: 06/05/2004: “*The KonTraG was passed in 1998 and represented the first significant change of direction in German corporate governance regulation. Beside some limited modifications to supervisory board regulation, risk management and bank ownership of industrial capital, this capital-market-oriented*

legislações modernas de admitirem ações preferenciais sem direito de voto, a que se referiram ilustres juristas brasileiros.⁵³

Portanto, absolutamente acertada foi a iniciativa da Bovespa, ao exigir a regra uma ação-um voto para listagem no Novo Mercado, adequando-se à tendência mundial das Bolsas de criar regras que possam selecionar papéis de qualidade, de modo a proporcionar maior segurança ao público investidor.⁵⁴ A nova regra produziu efeitos rapidamente no mercado. As companhias sujeitas à regra uma ação-um voto do Novo Mercado atingiram um grau de desconcentração da propriedade acionária em patamares nunca vistos na história recente do mercado de capitais, e tiveram uma elevação significativa nos preços de suas ações, mostrando que tal regra é mais adequada aos interesses dos acionistas, produzindo ganhos para a governança corporativa e o valor das empresas que a adotam.⁵⁵

5.5. Direito a dividendos

O direito ao recebimento de dividendos é inerente à qualidade de acionista.⁵⁶ Tanto é assim, que a lei das sociedades por ações considera o direito à participação nos lucros como “direito essencial” do acionista (art. 109, I). Todavia, apesar de o direito proclamar tal participação do acionista nos lucros societários, na prática econômica a distribuição de dividendos é controversa porque a companhia enfrenta uma dicotomia entre a decisão de reter lucros para expandir seus negócios, através do autofinanciamento, ou de distribuí-los aos acionistas.⁵⁷ Os acionistas controladores ou a própria administração – como tipicamente ocorre em outros sistemas – muitas vezes, tomam a primeira decisão – reter lucros – frustrando as expectativas dos demais acionistas minoritários. Assim, a decisão de política legislativa sobre se deve

law legalized share buybacks, facilitated the introduction of stock options and, above all, abolished unequal voting rights. As a result, Germany was one of the precursors of the “one share, one vote” rule in Europe, which was of importance in the 2000 takeover battle between Vodafone and Mannesmann.” (negrito nosso) As ações com voto plural, obviamente, sofrem dos mesmos problemas dos perversos incentivos econômicos encontrados nas ações preferenciais sem voto, já que proporcionam direito de voto não correspondente ao investimento patrimonial realizado, sendo, oportunamente, vedadas no Brasil pela Lei nº 6.404/1976, art. 110, § 2º.

53. Alfredo Lamy Filho; José Luiz Pedreira. Op. cit., p. 85. Arnaldo Wald. *Em defesa das preferenciais*, op. cit., p. 21.

54. Por isso, não podemos concordar com a argumentação defendida por Daniella Maria Neves Reali Fragozo. *Apontamentos sobre os direitos políticos conferidos às ações preferenciais*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial), Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002, de que com a larga emissão de ações preferenciais fomenta-se o desenvolvimento do mercado de capitais (p. 21). Essa afirmação cai por terra quando se investiga os estudos específicos sobre o impacto de ações preferenciais não votantes no aumento dos custos de agência, e nas distorções criadas no mercado de capitais.

55. V. Érica Gorga. *Changing the paradigm...*, op. cit. Antonio Gledson Carvalho; George Pennacchi, op. cit.

56. Luis Gastão Paes de Barros Leães. *Do direito do acionista ao dividendo*. São Paulo: Obelisco, 1969, p. 305: “Concebemos o direito do acionista ao lucro social como um direito subjetivo e inerente à qualidade do sócio, e do qual não pode ser despojado pela sociedade, por desprovida de legitimação para tanto”.

57. Antonio Zoratto Sanvicente. *Administração financeira*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1990, p. 108, afirma que “a política de dividendos é, de certo modo, uma política de fontes de financiamento.”

a lei estabelecer padrões mínimos para a distribuição de dividendos não é fácil nem pacífica, como discutiremos abaixo.

No caso das ações preferenciais não votantes, a questão da distribuição de dividendos é ainda mais sensível, já que, em troca da ausência do direito de voto, tais ações devem gozar de vantagens no recebimento de dividendos. Resta saber se tais vantagens pecuniárias das ações preferenciais são realmente “vantajosas”, isto é, se existe realmente compensação adequada para os preferencialistas que não detêm direito de voto.⁵⁸

5.5.1. Obrigar ou não obrigar a distribuição de dividendos?

A legislação brasileira regula a obrigação de distribuição de dividendos em lei, com o fim de fomentar a divisão e a distribuição do lucro social, para assim proteger o interesse dos acionistas minoritários.

Entretanto, alguns autores argumentaram que o estabelecimento de dividendo mínimo a ser distribuído aos acionistas, por meio de lei, não surte o efeito desejado uma vez que leva os acionistas controladores a votar pela distribuição de dividendos somente para cumprir a determinação legal, ocasionando, assim, uma acomodação de padrão de distribuição de dividendos em patamares baixos.⁵⁹

Outros países não regulam a quantidade mínima de dividendos a ser distribuída em lei, considerando tal decisão ato discricionário dos administradores da sociedade. Nos Estados Unidos, desde o *leading case* Dodge vs. Ford Motor Co., estabeleceu-se o princípio de que os administradores da companhia possuem poder discricionário de declarar os dividendos ou não, fixando também o seu montante. A orientação dos tribunais é no sentido da não interferência na política de dividendos da empresa, a menos que seja comprovada a má-fé (*bad faith test*) com caracterização de fraude ou abuso do poder discricionário dos administradores. No caso citado, a corte considerou que Ford atuou com má-fé ao suspender o pagamento de dividendos para alcançar

58. Existem situações excepcionais nas quais ações preferenciais podem conquistar direito de voto. A lei assegura que ações preferenciais terão direito de voto nas assembleias gerais de uma sociedade em liquidação (art. 213, §1º da Lei nº 6.404/1976). Outro caso é o §1º do art. 111 que diz que: “As ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a três exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus, direito que conservarão até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso”.

59. Já comentou Oscar Brina C. Lima. *O acionista minoritário no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1994, p. 18-20 e 132 a respeito da fixação de dividendo obrigatório na Lei nº 6.404/1976, art. 202: “(...) o tiro saiu pela culatra. A fixação estatutária de dividendo obrigatório, segundo os parâmetros legais, conduz a uma acomodação inquestionável nos níveis mais baixos. (...) A observação da realidade tem demonstrado que, a partir da vigência da lei, nenhuma companhia brasileira mantém omissa o seu estatuto, de modo a justificar um dividendo de, pelo menos, metade do lucro líquido ajustado e distribuível. (...) Uma análise compreensiva e crítica dos textos legais, e de seu reflexo na realidade evidencia, sem sombra de dúvida, que a proteção aos acionistas minoritários (não controladores), visada pelo instituto, não deixou de ser mera aspiração teórica, sem efeitos práticos positivos.” “O instituto do dividendo obrigatório surtiu o efeito prático de se considerar cumprida a lei atingindo o fim social com a repartição de lucros em percentuais simplesmente ridículos.” No mesmo sentido Waldírio Bulgarelli. *Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A*, Op. cit., p. 59 et seq.

um objetivo que a corte julgou ser pessoal; portanto, determinou a distribuição substancial de dividendos.⁶⁰

No conhecido caso da Suprema Corte de Nova Iorque, *Gottfreid vs. Gottfreid*,⁶¹ acionistas minoritários alegaram que os controladores estavam usando os lucros da companhia para vantagens próprias, e por isso, recusando-se indevidamente a distribuí-los, devido a uma estratégia de tentar fazer com que os minoritários vendessem suas ações a preços baixos (*freeze-out*). A corte manteve, entretanto, a orientação de que a existência de lucros realizados não era suficiente para que fosse designada a sua distribuição, a qual somente se justificaria se a retenção estivesse motivada por má-fé dos conselheiros. A corte considerou que a política de retenção de dividendos estava sendo realizada por tentativas de expansão dos negócios de acordo com o melhor juízo de negócios (*best business judgment*) e que os minoritários não ofereceram evidências consistentes da má-fé dos conselheiros.

Na literatura de finanças, o assunto da distribuição de dividendos se tornou um dos mais debatidos desde a proposição de Modigliani e Miller de que a política de dividendos da companhia é irrelevante para a riqueza dos acionistas. Dito de outra forma, os autores consideraram que não havia diferença para o acionista se a companhia decidisse distribuir dividendos ou não, pois, em caso negativo, o valor dos dividendos retidos se incorporaria automaticamente aos preços das ações, gerando o seu aumento, de modo que o acionista auferiria tal valor quando quisesse se desfazer das ações. Mas esta proposição está assentada sobre pressupostos de custos de transações nulos, informação e mercado de capitais perfeitos.⁶² A aplicação da tese de Modigliani e Miller no mundo real foi largamente contestada por uma série de fatores, cuja análise ultrapassa o escopo do presente trabalho. Para melhor compreensão, ater-nos-emos a apenas um motivo que nos pareceu de maior interesse e relevância para o caso brasileiro: a redução de custos de agência.⁶³

Alguns autores sustentam que a política de distribuição de dividendos diminui o custo de agência da sociedade. A distribuição de dividendos minimizaria o potencial de administradores usarem os lucros da sociedade em seu próprio benefício ou investirem em oportunidades de negócios não lucrativas, mas que também lhes propiciem vantagens pessoais pecuniárias ou não pecuniárias.⁶⁴ Assim, tal teoria postula que os investidores têm preferência pelo pagamento de dividendos em relação à retenção dos

60. *Dodge v. Ford Motor Co.*, 170 N.W. 668 (Mich. 1919). Robert Charles Clark. *Corporate law*. Boston: Little, Brown and Company, 1986, p. 603-604.

61. 73 N.Y.S.2d 692 (N.Y. Sup. Ct. 1947).

62. Merton Miller; Franco Modigliani. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, v. 34, p. 411, 1961.

63. Para uma exposição breve, porém informativa, acerca dos outros fatores ver Robert Clark. Op. cit., p. 595 *et seq.* Ver também Antonio Zoratto Sarvicente. Op. cit., p. 112-114.

64. Frank H. Easterbrook. Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, v. 74, n. 4, p. 650, Sept. 1984.

lucros na companhia para reinvestimento, pois esta última poderá resultar em não distribuição de lucros no futuro. Desse modo, essa visão contraria a proposição clássica de Modigliani e Miller. Outro motivo alegado é que, ao perseguir uma política de distribuição de dividendos, os administradores sinalizariam ao mercado as boas condições da companhia, o que aumentaria as suas chances de terem sucesso numa recapitalização.⁶⁵ O mercado, portanto, monitoraria as políticas de dividendos das companhias, avaliando melhor as que fizessem maior distribuição. Por isso, a política de dividendos contribuiria, em última instância, para reduzir o custo de agência.

La Porta *et al.* demonstraram que a distribuição de dividendos é maior em países com melhor proteção jurídica aos acionistas minoritários – em países de direito consuetudinário, segundo sua teoria. Nessa perspectiva, a distribuição de dividendos seria resultado de um sistema efetivo de proteção aos acionistas minoritários, que impedisse os administradores de usar grande parte dos lucros da companhia para benefício próprio.⁶⁶ Segundo os autores, em sistemas com melhor proteção jurídica, os acionistas minoritários têm maiores condições de litigarem casos de ocorrência de fraudes, evasão de divisas da companhia, negociações com conflitos de interesses por valores fora de padrão de mercado, diluição injustificada do investimento de minoritários etc. Os administradores, por sua vez, tornam-se mais conscientes de suas responsabilidades, pois existe efetiva possibilidade de responsabilização civil e penal, o que os leva a perseguir uma política de distribuição efetiva de dividendos, já que existem menores oportunidades para direcionarem os lucros para si mesmos a partir da retenção dos lucros da companhia.

Os autores apresentaram evidências de que quanto maior for a proteção aos minoritários, maior é a quantidade de dividendos distribuídos, mantendo-se todas as outras variáveis constantes. Como explicam La Porta *et al.*, tal resultado não depende de direitos específicos que obriguem a companhia a distribuir dividendos – tal como o caso americano atesta – mas, sim, da existência e cumprimento de direitos em geral, que possibilitem a defesa efetiva dos interesses dos acionistas minoritários contra a apropriação do seu investimento.⁶⁷

No Brasil, a legislação discriminou, no art. 132, II, da lei das S.A., a competência da assembleia geral “*deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos*”. Assim, quando a propriedade das ações votantes é concentrada, caberá ao acionista controlador definir a política de dividendos da

65. V. Daniel Fischel. The law and economics of dividend policy. *Virginia Law Review*, v. 67, p. 708-709, May 1981.

66. Rafael La Porta; Florencio Lopez-de-Silanes; Andrei Shleifer; Robert Vishny. Agency problems and dividend policies around the world, op. cit.

67. Rafael La Porta; Florencio Lopez-de-Silanes; Andrei Shleifer; Robert Vishny. Agency problems and dividend policies around the world, op. cit., p. 5. Os acionistas também estariam dispostos a suportar baixos patamares de distribuição de dividendos de uma companhia que tenha oportunidades de reinvestimento em negócios rentáveis, pois, por gozarem de proteção jurídica efetiva, esperam que quando os projetos maturarem eles possam receber dividendos ainda superiores que compensem o custo de oportunidade da época de “vacas magras”.

sociedade. Entretanto, como prevê a teoria de agência, a divergência entre interesses dos acionistas controladores (agentes) perante os acionistas não controladores (principais) pode levar a que os primeiros não atuem segundo os interesses dos segundos, vindo a tomar a decisão de (não) distribuir dividendos de forma a obter vantagens para si.

Os trabalhos empíricos disponíveis evidenciam a existência de conflitos entre acionistas controladores e minoritários,⁶⁸ mostrando que, nas companhias brasileiras nas quais a separação entre propriedade e controle é maior, há menor distribuição de dividendos, o que estaria associado a um maior conflito de agência nessas sociedades.⁶⁹ Martins e Novaes, em análise recente com base em companhias listadas na Bovespa de 2005 a 2009, mostram que as empresas brasileiras exploram as lacunas das normas legais para evitar pagar dividendos, através da manipulação de reservas legais e especiais. Os autores reportam que apenas 57% das empresas brasileiras pagam dividendos, em comparação à 67% das americanas. Além disso, uma proporção significativa de 26% das empresas brasileiras lucrativas retém lucros. Os autores, todavia, consideram que, mesmo com tais distorções, as normas jurídicas de dividendos obrigatórios protegem o investidor, já que a média de distribuição de dividendos (*dividend yield*) no Brasil é superior à dos Estados Unidos, com os percentuais de 2,29% e 1,38% respectivamente. A retenção de lucros das empresas brasileiras, no entanto, não ultrapassa mais do que dois exercícios consecutivos. Os autores explicam esse fenômeno em razão das normas que atribuem direito de voto às ações preferenciais não votantes em caso de não pagamento de dividendos (art. 111, § 1º, Lei das S.A.).⁷⁰ Portanto, demonstram que, mesmo havendo evidências de conflitos de agência e manipulações das reservas contábeis, as normas que obrigam a distribuição de dividendos são importantes no ambiente societário brasileiro, contribuindo para minimizar tais problemas e assegurar um nível de divisão de lucros relativamente alto. Essa conclusão chama atenção para a necessidade de aperfeiçoamento das normas jurídicas sobre distribuição de dividendos, bem como das regras contábeis aplicáveis.

5.5.2. As vantagens das ações preferenciais

Segundo a lei das S.A., como contrapartida da perda do direito de voto, que deve estar expressamente prevista em estatuto social (art. 111), ações preferenciais necessariamente recebem vantagens patrimoniais, também discriminadas no estatuto (arts.

68. Andressa Iovine Martins; Rubens Famá. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? *RAE - Revista de Administração de Empresas*, v. 52, n. 1, p. 29 e 35, jan./fev. 2012. Os autores realizam uma revisão da literatura sobre política de dividendos no Brasil, analisando 39 estudos empíricos produzidos no período de 1990 a 2010.

69. André Carvalhal-da-Silva; Ricardo Leal. Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil, op. cit.

70. Theo Cotrim Martins; Walter Novaes. Mandatory dividend rules: do they make it harder for firms to invest? *Journal of Corporate Finance*, v. 18, p. 954-955, 2012.

17 e 19), seja na forma de dividendos mais altos que as ações ordinárias e/ou contando com maior prioridade no seu pagamento.⁷¹

As vantagens das ações preferenciais, na vigência do Decreto-lei nº 2.627/1940, consistiam em prioridade na distribuição de dividendos, mesmo fixos e cumulativos; prioridade do reembolso do capital com ou sem prêmio; e acumulação das vantagens anteriores, segundo o art. 10 daquele diploma. Uma retrospectiva histórica mostra que, desde aquela época, quando os dividendos poderiam ser fixos ou cumulativos sem, no entanto, a lei especificar limites mínimos de distribuição, a situação da discricionariedade quanto à possibilidade e ao montante da distribuição dos dividendos gerava constante expropriação dos direitos patrimoniais dos acionistas minoritários.⁷²

Não por outra razão foi preocupação do legislador de 1976 discriminar padrões mínimos de distribuição obrigatória de dividendos às minorias acionárias. Conforme consta da Exposição de Motivos nº 196/1976 da Lei nº 6.404/1976:

A ideia da obrigatoriedade legal de dividendo mínimo tem sido objeto de amplo debate nos últimos anos, depois que se evidenciou a necessidade de se restaurar a ação como título de renda variável através do qual o acionista participa dos lucros da companhia. Não obstante, é difícil generalizar preceitos e estendê-los a companhias com estruturas diversas de capitalização, nível de rentabilidade e estágio de desenvolvimento diferentes. Daí o Projeto fugir a posições radicais, procurando medida justa para o dividendo obrigatório, protegendo o acionista até o limite em que, no seu próprio interesse, e de toda a comunidade, seja compatível com a necessidade de preservar a sobrevivência da empresa.

A Lei nº 6.404/1976, assim, deu margem para as companhias fixarem a política de dividendos do melhor modo que se adequa às suas decisões estratégicas, desde que os critérios para a determinação dos dividendos sejam regulados “com precisão e minúcia”, e “não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria” (art. 202, § 1º). Quando o estatuto se omitir, os acionistas têm direito a receber como dividendo obrigatório metade do lucro líquido ajustado e distribuível (art. 202, I). Se não for possível a distribuição de dividendo nas companhias abertas, a situação deve ser plenamente justificada com o encaminhamento

71. Não é, entretanto, necessário que a vantagem da ação preferencial se constitua em vantagem patrimonial, podendo se constituir exclusivamente em vantagem política, tal como defendeu Luiz Gastão Paes de Barros Leães. Ações preferenciais exclusivamente com vantagens políticas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 109, p. 223, jan./mar. 1998. Nem é da natureza da ação preferencial a inexistência de direito de voto. A Lei nº 9.457/1997 determinou que as ações preferenciais também gozassem de vantagem patrimonial recebendo dividendos 10% superiores às ordinárias se não tivessem sido estipulados dividendos fixos ou mínimos para as preferenciais no estatuto social. A Lei nº 10.303/2001 passou a exigir vantagens específicas somente para ações negociadas no mercado de valores mobiliários, tal como analisaremos em seguida.

72. Para uma análise da evolução legislativa no tocante às ações preferenciais, ver Marcel Gomes Bragança Retto. Evolução legislativa das ações preferenciais no Brasil e os institutos a elas relacionados. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 133, p. 121, jan./mar. 2004.