

SEMESTRAL
MAIO 2015

REVISTA DE DIREITO DAS SOCIEDADES E DOS VALORES MOBILIÁRIOS

A VINCULAÇÃO DOS ADMINISTRADORES DAS SOCIEDADES AOS ACORDOS DE ACIONISTAS
Otavio Yazbek

CONSELHEIROS INDEPENDENTES
Thiago José da Silva e André Antunes Soares de Camargo

ANOTAÇÕES SOBRE O REGIME DE AQUISIÇÃO DO CONTROLE NA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS
Erik Frederico Oioli

A AÇÃO "SUPER PREFERENCIAL" É LEGAL?
Nelson Eizirik

SOBRE AS NOTAS COMERCIAIS
José Romeu Garcia do Amaral

APONTAMENTOS SOBRE A UNIFICAÇÃO DE OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES
Alex S. Hatanaka

O USO DE PROJEÇÕES NAS OFERTAS PÚBLICAS DE VALORES MOBILIÁRIOS
Evandro Fernandes de Pontes

O PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR DA CVM E O CRIME DE MANIPULAÇÃO DE MERCADO
Yuri Sahione Pugliese e Gabriella Najjar

A REFORMA DE 2008 DO DIREITO DAS GMBH
Rui Dias

ANÁLISIS DEL CASO "CASCADAS" (CHILE)
Alfredo Larreta Granger e Sebastian Prieto Letelier

REVISTA DE DIREITO DAS SOCIEDADES E DOS VALORES MOBILIÁRIOS

© Almedina, 2015

COORDENAÇÃO: Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Nelson Eizirik

CONSELHO EDITORIAL: Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, Nelson Eizirik, Otávio Yazbek, Joseph McCahery, Marcelo Vieira Von Adamek, André Antunes Soares Camargo, Ana Cláudia Karam Abdallah, Evandro Fernandes Pontes, Erik Frederico Oioli, Luis André de Moura Azevedo, José Romeu Garcia do Amaral, Marcelo Godke Veiga e Igor Muniz

DIRETORIA EXECUTIVA: Evandro Fernandes Pontes, Erik Frederico Oioli e José Romeu Garcia do Amaral

DIAGRAMAÇÃO: Almedina

DESIGN DE CAPA: FBA

ISSN: 2446-6166

Este periódico segue as regras do novo Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa (1990). Todos os direitos reservados. Nenhuma parte deste livro, protegido por copyright, pode ser reproduzida, armazenada ou transmitida de alguma forma ou por algum meio, seja eletrônico ou mecânico, inclusive fotocópia, gravação ou qualquer sistema de armazenagem de informações, sem a permissão expressa e por escrito da editora.

Maio 2015

EDITORA: Almedina Brasil
Rua José Maria Lisboa, 860, Conj.131 e 132, Jardim Paulista
CEP: 01423-001 São Paulo, Brasil
editora@almedina.com.br
www.almedina.com.br



ÍNDICE

| | |
|-----|--|
| 5 | APRESENTAÇÃO |
| 9 | EDITORIAL |
| 15 | DIREITO DAS SOCIEDADES |
| 17 | A Vinculação dos Administradores das Sociedades aos Acordos de Acionistas <i>Otávio Yazbek</i> |
| 39 | Conselheiro Independente – Status e Proposições <i>Thiago José Da Silva</i> <i>André Antunes Soares De Camargo</i> |
| 81 | Anotações sobre o Regime de Aquisição e Transferência do Controle na Lei das S.A.: o Caso das Companhias de Capital Disperso <i>Erik Frederico Oioli</i> |
| 123 | DIREITO DOS VALORES MOBILIÁRIOS |
| 125 | A Ação “Super Preferencial” é Legal? <i>Nelson Eizirik</i> |
| 143 | Sobre as Notas Comerciais <i>José Romeu Garcia Do Amaral</i> |

A AÇÃO “SUPER PREFERENCIAL” É LEGAL?¹

NELSON EIZIRIK

Doutor e mestre em Direito Comercial pela USP. Advogado e professor em São Paulo.

RESUMO: Por ocasião do julgamento pelo Colegiado da CVM em 2014, que acatou tratamento diferenciado para as ações preferenciais de companhia em curso de abertura de seu capital, este estudo analisa as questões jurídicas que concluem pela legalidade de tal regime diferenciado. Interpretando o artigo 15, §2º da Lei 6.404/76, concluiu-se que não há exigência para proporcionalidade entre o aspecto político da ação preferencial em relação ao seu conteúdo econômico, haja vista que a lei estabelece apenas um “pisso” para as vantagens das ações preferenciais, mas não um “teto”. Diante desse quadro, conclui-se que à CVM não seria cabível indeferir registro de companhia aberta nem tampouco registro de oferta de ações, por força de desproporção entre poder político e o conteúdo econômico das ações preferenciais.

1. Introdução

Em decisão datada de 31/01/2014, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários – CVM -, acolheu recursos da Azul S.A. contra decisão da Superintendência de Empresas – SEP que havia indeferido o seu pedido de registro de Companhia Aberta. A razão principal para o indeferimento fora que a SEP entendera que o Estatuto da Companhia, ao estabelecer um dividendo às ações preferenciais 75 vezes maior que o atribuído às ações ordinárias, estaria descumprindo o § 2º do art. 15 da Lei das S.A., que trataria de não somente de uma proporção em termos de quantidades de ações, mas também de aporte econômico. Assim, o poder “político” na companhia deveria guardar relação com o volume de recursos nela aplicado. A proporção de 75:1 poderia fazer com que, sendo o capital da companhia formado por 50% de ações ordinárias e 50% de ações preferenciais, o controle fosse exercido com menos de 0,7%

¹ Este artigo originou-se de parecer que elaboramos em 12/08/2013 para a Azul S/A, antes da decisão do Colegiado da CVM.

dos recursos aportados ao capital. Daí ter entendido a SEP que a situação acarretaria um “desalinhamento” de interesses entre o acionista controlador e os demais acionista pelo fato de deter ele ações que receberão dividendos em um valor 75 vezes menor que os pagos aos preferencialistas.

Haveria de fato em nosso direito societário normas consagrando uma necessária proporcionalidade entre as ações emitidas pela Companhia e o aporte econômico? Ou seja, o § 2º do art. 15 da Lei das S.A. não estaria tratando apenas de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também em termos de aporte de recursos, o qual deveria ser proporcional ao poder político? Enfim, seriam ilegais as chamadas ações “super preferenciais”?

São tais as questões que trataremos de analisar ao longo do presente artigo.

A esta introdução seguem-se os seguintes tópicos:

- Descrição do caso;
- As ações preferenciais e suas características;
- Limites de emissão e vantagens das ações preferenciais;
- A atuação da CVM na emissão pública de ações; e
- Conclusões.

2. Descrição do Caso

Em 24.05.2013, a Azul S.A. protocolizou, perante a Comissão de Valores Mobiliários, pedido de registro inicial de companhia aberta na categoria “A” e de oferta pública de distribuição primária e secundária de ações preferenciais².

Após analisar os documentos apresentados, a Superintendência de Empresas – SEP da CVM apontou a existência de supostas irregularidades, sendo uma delas no artigo 5º, *caput*, combinado com os §§ 3º e 9º (itens II, III e IV) do Estatuto Social da Companhia, os quais dispunham sobre as ações

² Em 16.08.2013, a Azul solicitou à CVM o cancelamento do referido pedido de Oferta Pública, o que foi acatado pela Autarquia em 20.08.2013, conforme o Ofício/CVM/SER/GER-2/nº 346/2013. Em vista disso, o Processo Administrativo CVM nº RJ 2013/5993 passou a tratar apenas do pedido de registro inicial da Companhia como emissor de valores mobiliários na categoria “A”.

preferenciais de sua emissão, bem como sobre as preferências e vantagens a elas atribuídas, nos seguintes termos:

“Art. 5º. O capital social da Companhia, totalmente integralizado em moeda corrente nacional, é de R\$ 473.968.512,62 (quatrocentos e setenta e três milhões, novecentos e sessenta e oito mil, quinhentos e doze reais e sessenta e dois centavos), dividido em 464.482.529 (quatrocentas e sessenta e quatro milhões, quatrocentas e oitenta e duas mil, quinhentas e vinte e nove) ações ordinárias, 83.395.080 (oitenta e três milhões, trezentas e noventa e cinco mil e oitenta) ações preferenciais, todas nominativas e sem valor nominal. (...)”

Parágrafo Terceiro – As ações ordinárias são conversíveis em ações preferenciais, a critério dos respectivos titulares dessas ações, na proporção de 75 (setenta e cinco) ações ordinárias para cada ação preferencial, desde que estejam inteiramente integralizadas e não haja violação à proporção legal de ações ordinárias e preferenciais. (...)”

Parágrafo Nono – As seguintes preferências e vantagens são garantidas às ações preferenciais de emissão da Companhia: (...)”

(ii) direito de serem incluídas em oferta pública de aquisição de ações em decorrência de Alienação de Controle da Companhia nas mesmas condições e ao preço pago por ação equivalente a 75 (setenta e cinco) vezes o preço por ação pago ao Acionista Controlador Alienante;

(iii) direito ao recebimento de valores equivalente a 75 (setenta e cinco) vezes o valor atribuído às ações ordinárias, em caso de liquidação da Companhia, quando da divisão dos ativos remanescentes entre os acionistas; e

(iv) direito ao recebimento de dividendos iguais a 75 (setenta e cinco) vezes o valor pago a cada ação ordinária.”

De acordo com a área técnica da CVM, tais dispositivos estatutários deveriam ser alterados, uma vez que configurariam infração à norma constante do § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404/1976.

No entendimento da área técnica, o referido comando legal não trataria apenas “de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico”, de modo que o poder político da companhia deveria “guardar uma relação com o volume de recursos aplicado no negócio”.

Instada a se manifestar, a Azul alegou, em síntese, que o limite percentual de emissão de ações sem direito a voto – ou com restrições a este direito – em vigor, refere-se ao número total de ações emitidas e não mais ao valor do capital social, tal qual ocorria no Decreto-Lei nº 2.627/1940³.

Em 02.09.2013, a Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) da CVM solicitou à Companhia que prestasse esclarecimentos adicionais acerca do artigo 5º do seu Estatuto Social em contraposição à norma do § 2º do artigo 15 da Lei das S.A., tendo em vista o Parecer do Deputado Emerson Kapaz apresentado à Comissão de Economia, Indústria e Comércio no âmbito do Projeto de Lei nº 3.519/1997⁴, bem como as obras de outros juristas elaboradas à época, segundo as quais existiria a intenção de se eliminar da legislação societária a distorção gerada pela possibilidade de um controlador exercer o seu poder de mando de uma companhia com a propriedade de pouco mais de 15% do seu capital.

Novamente, a Azul defendeu a legalidade do artigo 5º do seu Estatuto, sem, contudo, convencer a área técnica da Autarquia.

Assim, em 15.10.2013, a SEP elaborou o RA/CVM/SEP/GEA-2/nº 111/2013 no qual comunicou o indeferimento do pedido de registro de companhia aberta formulado pela Companhia⁵.

Para embasar a sua decisão, além de reiterar os argumentos já expostos a respeito da suposta violação ao § 2º do artigo 15 da Lei das S.A., a SEP ponderou que (i) não se pode olvidar que “o preço de emissão da ação representa o limite da responsabilidade subsidiária do acionista” e, uma vez que “a responsabilidade dos sócios ou acionistas é limitada ao preço de emissão das ações por eles subscritas ou adquiridas”, ter-se-ia, no caso em tela, um acionista controlador com pouquíssima “responsabilidade subsidiária” em relação ao capital da companhia, o qual serve de garantia a credores com base no princípio da integridade do capital

³ No Decreto-Lei 2627/40, as sociedades anônimas eram autorizadas a emitir ações sem direito a voto, restringindo, todavia, a sua emissão a 50% (cinquenta por cento) do capital total da companhia.

⁴ O referido Projeto de Lei deu origem à Lei nº 10.303/2001, a qual, por sua vez, alterou a Lei nº 6.404/1976. No âmbito da ampla reforma implementada na legislação societária pela Lei nº 10.303/2001, foi aprovada (i) a alteração do regime de preferências e vantagens atribuídas aos titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito; e (ii) a redução do limite de emissão destas ações de 2/3 para 50% do total das ações emitidas.

⁵ Disponível em www.cvm.gov.br. Acesso em 24.09.2014.

social; (ii) as normas presentes no Estatuto Social da Azul poderiam acarretar um possível desalinhamento de interesses entre o acionista controlador e os preferencialistas, o qual decorreria do fato de o primeiro possuir ações que lhe conferem “direitos” 75 vezes menores do que aqueles atribuídos aos segundos, criando uma situação em que uma sociedade de capitais é controlada por um acionista que dela participa com pouquíssimo capital; e que (iii) a diferença de 75 vezes no dividendo a ser pago a cada uma das espécies de ações – ordinárias e preferenciais – ofenderia os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade.

Inconformada com a decisão da SEP, em 29.10.2013, a Companhia inter pôs recurso ao Colegiado da CVM, no qual sustentou, em linhas gerais, que a referida decisão violaria o princípio da legalidade, criando restrições não expressas no texto legal.

Não obstante, a SEP manteve o seu posicionamento no RA/CVM/SEP/GEA-2/nº131/2013, no sentido de não acolher o pedido de registro de emissor de valores mobiliários feito pela Azul, acrescentando 2 (duas) novas considerações⁶, a saber: (i) as regras específicas de setores da economia brasileira, tais como aquelas previstas no Código Brasileiro de Aviação, não justificariam a inobservância da legislação societária; e (ii) a atribuição de um dividendo às ações preferenciais 75 vezes maior do que aquele conferido às ordinárias não constituiria vantagem econômica em essência, uma vez que este valor tão somente refletiria a proporcionalidade estabelecida no Estatuto Social em termos patrimoniais (75:1). Ou seja, as ações preferenciais da Azul não se enquadrariam como “superpreferenciais”, pois não apresentariam uma grande vantagem econômica aos preferencialistas, traduzindo, apenas, parte da diferença nos aportes econômicos que realizaram.

Por meio do Parecer/nº 009/2013/PFE-CVM/PGF/AGU, a Procuradoria Federal Especializada (“PFE”) que atua junto à CVM também manifestou suas conclusões a respeito do caso em tela, opinando pela manutenção da decisão da SEP⁷. Em síntese, a PFE revisitou os fundamentos que embasaram a decisão de indeferimento do registro de companhia aberta à Azul, ressaltando, entre outras teses, que a norma prevista no § 2º do artigo 15 da Lei das S.A. teria

⁶ Disponível em www.cvm.gov.br. Acesso em 24.09.2014.

⁷ Disponível em www.cvm.gov.br. Acesso em 24.09.2014.

caráter cogente, não podendo ser afastada ou mitigada pelos particulares, já que evitaria situações de conflito entre os acionistas acerca da distribuição do poder político na sociedade anônima, o que seria “essencial para a manutenção do equilíbrio do sistema jurídico da companhia”.

Em 19.11.2013, 28.01.2014 e 31.01.2014, o Processo Administrativo CVM nº RJ 2013/5993 foi submetido à apreciação do Colegiado da CVM, que, por unanimidade, decidiu pela legalidade do artigo 5º do Estatuto Social da Azul, dando provimento ao recurso interposto pela Companhia⁸, sob os seguintes argumentos:

- (i) a partir do momento em que a Lei nº 6.404/1976 admitiu a emissão de ações sem valor nominal, não seria mais possível assegurar uma proporcionalidade entre o capital aportado por investidores e o número de ações que detêm, isto é, entre os interesses econômicos e políticos no âmbito das sociedades anônimas. Logo, com a edição da Lei nº 6.404/1976 teria havido uma mudança “clara e intencional” na redação do § 2º do artigo 15, “para deixar claro que o limite percentual de ações preferenciais não mais se referia ao capital social, mas sim ao total de ações da companhia”;
- (ii) o entendimento em vigor na época em que o Deputado Emerson Kapaz emitiu seu Parecer não pode ser analisado de forma dissociada do contexto jurídico no qual se inseria, pois 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. As

⁸ O Processo Administrativo CVM nº RJ 2013/5593 foi inicialmente pautado para a reunião do Colegiado de 19.11.2013, data em que o Diretor Presidente da Autarquia, Sr. Leonardo Pereira, declarou estar impedido de participar das discussões. Nesta mesma ocasião, ao final dos debates, a Diretora Relatora do Processo, Sra. Ana Novaes, solicitou vista dos autos do Processo. Reiniciadas as discussões, em 28.01.2014, foi a Diretora Luciana Dias quem pediu vista dos autos do Processo, razão pela qual o julgamento foi novamente suspenso, tendo sido retomado e concluído apenas em 31.01.2014. Nesta última data, a Diretora Luciana Dias apresentou voto em separado, concordando parcialmente com a manifestação de voto da Diretora Relatora e o Diretor Roberto Tadeu Antunes acompanhou, em sua integralidade, o voto proferido pela Diretora Relatora.

citações da SEP demonstram que a alteração promovida pela Lei nº 10.303/2001 no § 2º do artigo 15 da Lei das S.A., que fixou o percentual de 50% do total das ações como limite para emissão de preferenciais – em substituição aos 2/3 até então previstos na redação em vigor –, foi fruto de uma negociação política e não de uma preocupação com a proporcionalidade entre os poderes político e econômico no âmbito das companhias, como pretende fazer crer a SEP. Ademais, ao permitir que a ação preferencial tenha uma vantagem econômica efetiva, como dividendos, no mínimo, 10% superiores àqueles concedidos às ações ordinárias, a lei estaria admitindo a possibilidade de haver divergência no preço de emissão das mesmas e, portanto, a quebra da alegada proporcionalidade entre tais poderes;

- (iii) o uso, pela SEP, da expressão “responsabilidade subsidiária em relação ao capital da companhia” teria sido equivocado. Isto porque, conforme se depreende do artigo 1º da Lei das S.A., a responsabilidade dos acionistas limita-se exclusivamente ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas, não respondendo o acionista pelas obrigações da companhia nem como devedor solidário, nem como garantidor subsidiário. Deste modo, uma vez subscrito e integralizado o capital, “não há que se falar de responsabilidade subsidiária dos sócios, sejam controladores ou não. Os credores estão garantidos pelo patrimônio social, do qual o capital social é parte importante”;
- (iv) não caberia à CVM indeferir o pedido de registro de companhia aberta sob o argumento de que a sua estrutura societária poderia acarretar um possível desalinhamento de interesses entre o controlador e os minoritários. A precificação de eventuais desalinhamentos deverá ser feita pelo mercado e o eventual descumprimento dos deveres impostos ao acionista controlador pode ser apurado no âmbito de processos sancionadores conduzidos pela Autarquia;
- (v) ao alegar que o dividendo 75 vezes maior das ações preferenciais não atende aos princípios da razoabilidade e proporcionalidade, a SEP estaria impondo limites não previstos na lei. Além disso, para sopesar as vantagens e desvantagens de uma determinada medida, é importante identificar qual o bem jurídico que está sendo protegido. No caso em análise, a autonomia dos cidadãos – tanto do empresário de se

organizar da forma que melhor lhe aprouver respeitando os limites legais, quanto do investidor de aplicar seus recursos como bem entenda – é um valor a ser protegido;

- (vi) evidentemente, não se pode admitir que as regras específicas de um dado setor justifiquem a não observância da Lei das S.A., mas, no caso em apreço, o ajuste contratual proposto pela Azul não configura infração à referida Lei, nem tampouco ao interesse público, motivo pelo qual não deve ser proibido pela Autarquia. Ao revés, eventual vedação da estrutura proposta inviabilizaria o acesso legítimo da Companhia ao mercado de capitais, “*sem ganhos visíveis para a sociedade*” e para ele próprio. A CVM deve prezar, apenas, para que, no caso de uma eventual distribuição pública, os potenciais acionistas sejam devidamente informados acerca das disposições estatutárias que regularão seus direitos econômicos e políticos; e
- (vii) conforme as regras estatutárias, a ação preferencial da Azul seria, ao menos formalmente, uma “superpreferencial”, na medida em que estabelece um dividendo 75 vezes maior por ação do que aquele outorgado às ações ordinárias, o que, inegavelmente, constitui uma vantagem econômica. Com relação a este argumento, a Diretora Relatora Ana Novaes, ponderou que existiria a possibilidade de a ação preferencial da Azul não ser uma “superpreferencial”, não pelas razões levantadas pela SEP, mas sim pelas demais regras contidas no Estatuto, as quais, a seu ver, não fixaram de forma precisa como serão determinados os dividendos da Companhia.
- (viii) não há dúvidas de que a regra de limitação de emissão de ações preferenciais é de natureza cogente, como afirma a PFE, o “*que não é cogente é a regra de distribuição de lucro entre os acionistas*”; logo, se é admitida a diferenciação no que toca aos dividendos, é possível imaginar preços de emissão também distintos, o que, por conseguinte, resulta na quebra de proporcionalidade entre o poder político e econômico no âmbito da companhia.

Assim, o Processo CVM nº RJ 2013/5993 foi devolvido à SEP para que esta Superintendência desse continuidade ao exame do pedido de registro de emissor de valores mobiliários na categoria “A” formulado pela Azul.

Em que pese os fatos narrados acima, no início do ano de 2014, a Azul encaminhou à CVM pedido de desistência do processo de registro de companhia aberta na Autarquia, dadas as condições do mercado, nada propícias na época a novas emissões públicas de ações.

3. As ações preferenciais e suas características

A expressão “ação”, no âmbito das sociedades anônimas, é empregada com alguns significados distintos. O mais importante deles é aquele que a caracteriza como fração em que se divide o capital social e que atribui, a seu titular, a qualidade de sócio.

A ação confere ao seu titular a qualidade de sócio porque dela decorrem não só a prerrogativa de exercer os direitos inerentes aos acionistas previstos na Lei das S.A., mas, especialmente, os denominados “direitos essenciais”, de que trata o artigo 109: o direito de participar dos lucros e do acervo líquido da companhia em caso de liquidação; de fiscalizar a gestão da sociedade; de preferência para a subscrição das ações, partes beneficiárias e debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição; e de retirar-se da companhia nos casos previstos em lei.

O direito de voto não está inserido no rol do artigo 109 da Lei das S.A., não sendo considerado, portanto, um direito essencial do acionista. Isso ocorre porque a Lei Societária permite que determinado percentual do capital social seja representado por ações sem direito a voto ou com voto restrito⁹.

Assim, em função dos diferentes direitos ou vantagens que as ações atribuem aos seus titulares, a Lei das S.A. distingue, basicamente, 2 (duas) principais espécies de ações:

- a) **as ações ordinárias**, que são aquelas que conferem aos seus titulares a plenitude dos direitos decorrentes da qualidade de sócio, inclusive o direito de voto nas deliberações da assembleia geral; e
- b) **as ações preferenciais**, que, além dos direitos essenciais, conferem aos seus titulares vantagens patrimoniais e preferências em relação às

⁹ Artigo 15, § 2º, da Lei das S.A.

ações ordinárias, mas que, em contrapartida, podem ter restrições ao direito de voto ou até mesmo serem privadas de seu exercício.

A previsão dessas 2 (duas) espécies de ações na Lei das S.A. deve-se ao fato de existir, no mercado, grupos distintos de investidores: o primeiro composto pelos que têm interesse em participar da gestão da companhia, decidindo o rumo dos negócios sociais; e o segundo, pelos que estão interessados exclusivamente nos benefícios econômicos e financeiros decorrentes de seu investimento.

Portanto, aqueles que desejam ter votos na assembleia geral, usar efetivamente o seu poder para dirigir ou ter influência nas atividades sociais, adquirem ações ordinárias; os que pretendem apenas realizar um investimento financeiro têm a opção de adquirir ações preferenciais.

A aquisição de ações preferenciais justifica-se para os acionistas que não querem abrir mão dos direitos inerentes à qualidade de sócio, mas que pretendem basicamente realizar um investimento financeiro, sem maior interesse na administração da companhia.

Ademais, as ações preferenciais constituem um valioso instrumento para o financiamento das atividades sociais, uma vez que viabilizam a captação de recursos junto ao mercado de valores mobiliários sem que isto acarrete a diluição da participação societária dos demais acionistas e, evidentemente, o comprometimento da posição do acionista controlador.

Como contrapartida à negação ou à restrição ao direito de voto, deve ser atribuída a tais ações vantagem de natureza patrimonial ou econômica, *vis-à-vis* às ações ordinárias.

Não pode existir ação preferencial sem direito de voto, ou com voto restrito, caso não se lhe atribua um privilégio econômico efetivo na repartição dos lucros ou no reembolso de capital¹⁰.

¹⁰ NELSON EIZIRIK. *A Lei das S/A Comentada*. v. I, São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 629. No mesmo sentido, ALFREDO LAMY FILHO e JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, "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; PHILOMENO J. DA COSTA, "Direito de Acionista Preferencial", *Revista dos Tribunais*. v. 478, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1975, p. 39.

Os artigos que tratavam das vantagens conferidas às ações preferenciais foram alterados após a edição da Lei das S.A. Na mais recente reforma, implementada pela Lei nº 10.303/2001, instituiu-se nítida distinção entre o regime de privilégios das ações preferenciais sem direito a voto, ou com restrição no exercício desse direito, negociadas no mercado de valores mobiliários e as não negociadas nesse mercado.

No que se refere às ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, que não são negociadas no mercado de valores mobiliários, a Lei nº 10.303/2001 estabeleceu vantagens idênticas às previstas na redação original da Lei nº 6.404/1976, ou seja: prioridade na distribuição de dividendos fixos ou mínimos e/ou no reembolso do capital.

Por sua vez, 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..

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) consiste no 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, prevê, como mais uma opção de vantagem patrimonial que pode ser atribuída ao titular de ações preferenciais, o direito de receber um dividendo **pelo menos** igual ao das ações ordinárias cumulativamente com o direito 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 controle¹¹.

¹¹ Artigo 254-A da Lei das S.A.

A Lei das S.A., no § 2º do artigo 17, confere 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 algumas vantagens e patamares **mínimos**, o dispositivo legal que elenca os privilégios das ações preferenciais não é exaustivo; outras vantagens, além das previstas no *caput* e nos incisos I, II e III do § 1º do artigo 17, podem ser conferidas às ações preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito.

4. Limites de emissão e vantagens das ações preferenciais

A criação de ações preferenciais sem direito a voto foi inicialmente regulada em nosso Direito Societário pelo Decreto nº 21.526, de 15 de junho de 1932, o qual não estabeleceu limite para a sua emissão.

Posteriormente, o Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, manteve a faculdade das sociedades anônimas emitirem ações sem direito a voto, restringindo, todavia, a sua emissão a 50% (cinquenta por cento) do capital total da companhia.

A Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, ampliou o limite de emissão de ação preferencial sem direito a voto, estabelecendo que não poderia ultrapassar 2/3 (dois terços) do total das ações.

Além disso, a Lei das S.A. também tratou das ações preferenciais com direito a voto restrito, que ainda não haviam sido inseridas em nosso ordenamento jurídico, sujeitando-as ao mesmo limite estabelecido para as ações sem direito a voto.

O aumento do limite de emissão de ações preferenciais em relação à regra prevista no Decreto Lei nº 2.627/1940 deveu-se à intenção do legislador de 1976 de privilegiar o empresário nacional, conferindo-lhe condições de obter, no mercado de valores mobiliários nacional, recursos para capitalizar a companhia, sem que tivesse que abrir mão do seu poder de controle¹². É o que se infere da Exposição de Motivos do Anteprojeto que deu origem à Lei das S.A.:

¹² ALFREDO LAMY FILHO e JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, *A lei das S.A.: (presupostos, elaboração, aplicação)*. v. I. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p.193.

"O Projeto adota posição intermediária, aumentando para 2/3 do capital o limite de emissão de ações preferenciais, mas nele incluindo ações sem direito a voto e com voto restrito. Recomendamos esse aumento de limite:

- a) a orientação geral do Projeto de ampliar a liberdade do empresário privado nacional na organização da estrutura de capitalização da sua empresa;*
- b) o objetivo de facilitar o controle, por empresários brasileiros, de companhias com capital distribuído no mercado;*
- c) a conveniência de evitar a distribuição, na fase inicial de abertura do capital de companhias pequenas e médias, de duas espécies de ações, em volume insuficiente para que atinjam grau razoável de liquidez."* (grifamos)

A experiência de aumentar o percentual de ações preferenciais não foi bem sucedida, uma vez que a política de dividendos da quase generalidade das companhias nacionais não constituía atrativo para os investidores. Os titulares de ações preferenciais em muitos casos eram privados do exercício do voto sem uma vantagem patrimonial adequada. Assim, foi aprovada, no âmbito da reforma implementada na legislação societária pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, (i) a alteração do regime de preferências e vantagens atribuídas aos titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito; e (ii) a redução do limite de emissão destas ações.

Neste sentido, o artigo 15, § 2º, da Lei nº 6.404/1976, passou a vigorar com a seguinte redação:

"Art. 15. § 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." (grifamos)

Alguns doutrinadores sustentarem 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 sociedade¹³.

¹³ 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

Em que pese 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 ou regular qualquer outro tipo de restrição.

Se o legislador tivesse a intenção de disciplinar 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 de que o poder político guardasse relação com os recursos aplicados na companhia, certamente teria incluído novo parágrafo no artigo 15 ou no artigo 17 da Lei das S.A., com a finalidade de tratar desta matéria, fixando, por exemplo, um “teto”, e não apenas um “pisso”, para as vantagens patrimoniais das ações preferenciais.

Portanto, a partir 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 passou a ser de 50% (cinquenta por cento) do total de ações emitidas¹⁴.

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.

Com efeito, as regras estabelecidas no § 1º do artigo 17 da Lei das S.A., e que devem ser observadas pelas companhias que negociam no mercado ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, fixam apenas os patamares **mínimos** das vantagens que devem ser atribuídas a estas ações, tais como: (i) prioridade no recebimento de dividendos

(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.

¹⁴ 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.

correspondente a, **no mínimo**, 3% (três por cento) do valor patrimonial da ação; (ii) direito a recebimento de dividendo, por ação preferencial, **pelo menos** 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou (iii) direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no artigo 254-A (isto é, devem receber pela aquisição de suas ações preço, **no mínimo**, igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle), assegurado o dividendo **pelo menos** igual ao das ações ordinárias.

Tal entendimento, a propósito, é corroborado pela leitura do § 2º do artigo 17 da Lei das S.A., que confere ampla liberdade ao estatuto social para conceder outras preferências e vantagens aos preferencialistas sem direito a voto ou com voto restrito, desde que tais benefícios constem do seu texto com precisão e minúcia.

Não existe, no Direito Societário Brasileiro, qualquer norma jurídica que estabeleça proporcionalidade obrigatória entre o montante de ações de titularidade de um acionista e o aporte de recursos por ele feito à Companhia.

Conforme bem decidiu o Colegiado da CVM, não cabe à agência reguladora do mercado de capitais indeferir pedido de registro de Companhia aberta sob o argumento de que sua estrutura societária poderia acarretar um desalinhamento de interesses entre o acionista controlador e o minoritário. Tal “desalinhamento”, se existente, deve ser avaliado e precificado pelo mercado.

Ademais, a própria Lei das S.A. admite que as ações sejam “precificadas” de modo diverso, seja por ocasião do aumento de capital, na fixação de seu preço de emissão com base na cotação de mercado (art. 170, § 1º, III), seja na oferta pública de aquisição decorrente da alienação de controle acionário (art. 254-A). Vale ainda mencionar que a CVM permite que na OPA para fechamento de capital o ofertante pratique preços diferenciados para as ações ordinárias e preferenciais, desde que baseada tal avaliação em elementos objetivos¹⁵.

¹⁵ Processo CVM nº 2005/3917, Relator Pres. Marcelo Trindade, julgado em 06/12/2005.

5. A atuação da cvm na emissão pública de ações

Ao alegar que o dividendo 75 vezes maior das ações preferenciais não atende ao princípio da proporcionalidade a área técnica da CVM tentou impor limites não previstos na lei, indo além dos poderes legais delegados à autarquia.

Com efeito, a área técnica da CVM, ao exigir que a Azul alterasse o Estatuto Social vigente, sob a alegação de que o mesmo violaria o artigo 15, § 2º, da Lei das S.A., estava interpretando a Lei Societária de forma extensiva e criando para a Companhia uma obrigação nela não prevista.

Todas as entidades que compõem a Administração Pública direta e indireta estão sujeitas, em sua atuação, à observância do princípio da **legalidade**, face ao disposto no artigo 37 da Constituição Federal.

Não está na esfera de discricionariedade da CVM indeferir pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários por razões de conveniência ou oportunidade. Ao contrário, o ato mediante o qual a CVM aprova ou desaprova tais pedidos é **vinculado** à lei e às normas regulamentares vigentes.

Isso se justifica por algumas razões básicas. Em primeiro lugar, não cabe ao Estado substituir os investidores na análise de qualidades das empresas e dos títulos ofertados. Não há porque se presumir que o funcionário público melhor poderia aquilatar o mérito de determinado investimento do que o investidor de mercado. Em segundo lugar, razões de ordem prática normalmente impõem às agências reguladoras tal política, uma vez que assumir o encargo de julgar o mérito da distribuição pode ter como consequência sua responsabilidade civil pelos prejuízos sofridos pelos investidores no caso de insucesso do empreendimento¹⁶.

O exame do mérito da oferta cabe unicamente aos investidores do mercado e o registro das distribuições apenas garante que as informações exigidas foram prestadas, encontrando-se à sua disposição. Assim, a atuação estatal volta-se exclusivamente para propiciar a todos os investidores igual acesso às informações relevantes, cabendo-lhes o julgamento do mérito da distribuição.

Nos termos da legislação vigente, não compete à Comissão de Valores Mobiliários realizar qualquer exame sobre a qualidade dos títulos ofertados,

¹⁶ Conforme nosso "A Lei das S/A Comentada", vol. I, Pgs. 66 e 67.

sobre a empresa emissora, ou mesmo sobre a conveniência do momento escolhido para a realização da oferta pública.

A única hipótese prevista na Lei das S.A. de exame substantivo por parte da Comissão de Valores Mobiliários é aquela, de rara ocorrência na prática, referente à constituição da companhia por subscrição pública (artigo 82)¹⁷. Em tal caso, cabe à companhia instruir o pedido de registro da distribuição com estudo de viabilidade econômica e financeira do empreendimento, podendo a Comissão de Valores Mobiliários denegá-lo por considerar dito empreendimento inviável ou temerário, ou inidôneos seus fundadores¹⁸. Justifica-se uma análise econômica da Autarquia, pois a oferta pública é realizada para a constituição da empresa, havendo mais riscos envolvidos no empreendimento e inexistindo, ademais, informações já divulgadas sobre a performance da companhia, até então inexistente.

Na oferta pública de valores mobiliários de companhia já constituída, a Comissão de Valores Mobiliários somente pode indeferir o pedido de registro em 2 (duas) hipóteses: (i) se a companhia não apresentar as informações consideradas necessárias à avaliação, pelos investidores, do mérito do empreendimento, e previstas na regulamentação administrativa, ou apresentá-las de maneira incompleta ou insatisfatória; ou (ii) se o estatuto apresentar irregularidades, ou os atos societários que precederam à emissão pública (convocação e realização da assembleia geral, por exemplo) forem ilegais ou viciados, caso em que o deferimento do pedido de registro da distribuição pode ser condicionado ao atendimento das exigências formuladas pela Comissão de Valores Mobiliários, inclusive quanto às modificações necessárias no estatuto social, visando à adequá-lo à legislação (artigo 170, § 6º, c/c artigo 82, § 2º).

Assim, a CVM, na qualidade de órgão regulador – integrante da Administração Pública –, não pode emitir atos e/ou proferir decisões que importem em ampliação e/ou inovação de dispositivos legais, criando, por exemplo, exigências não prescritas em lei.

¹⁷ O art. 16, inciso I, da Instrução CVM nº 400/2003, determina que o pedido de registro poderá ser indeferido nas seguintes hipóteses: "I – por inviabilidade ou temeridade do empreendimento ou inidoneidade dos fundadores, quando se tratar de constituição de companhia, ou II – quando não forem cumpridas as exigências formuladas pela CVM, nos prazos previstos nesta Instrução".

¹⁸ Sobre esse assunto, ver os comentários ao art. 82 da Lei das S.A.

Estando o Estatuto Social da Companhia de acordo com as normas previstas na Lei das S.A., caberia à CVM apenas apurar se a Companhia estava cumprindo com as regras de **ampla transparência**, a fim de assegurar a proteção dos investidores. Os riscos do investimento, atendidos os requisitos de *disclosure*, são da essência do mercado de capitais e cabe única e exclusivamente a cada investidor tomar a decisão de comprar ou não ações preferenciais da Companhia emissora.

6. Conclusões

Face à análise desenvolvida, podemos concluir que:

- a) A Lei da S.A., em seu artigo 15, § 2º, estabelece como limite de emissão de ações preferenciais o equivalente a 50% do total das ações emitidas, sem qualquer outro tipo de restrição;
- b) Não há qualquer exigência legal de que o poder político na Companhia guarde proporção com os recursos nela aplicados;
- c) A Lei estabelece apenas um “pisso” para as vantagens das ações preferenciais, não um “teto”;
- d) A Lei das S.A. confere ampla liberdade para a Companhia estabelecer outras vantagens para os titulares de ações preferenciais, além daquelas previstas no texto legal, desde que constem do seu texto com previsão e minúcias no estatuto;
- e) Não cabe à CVM indeferir o registro de Companhia aberta sob o argumento de que seu estatuto poderia acarretar um “desalinhamento” de interesses entre o acionista controlador e os minoritários.

Enfim, conforme bem decidiu o Colegiado da CVM, a ação “super preferencial” é legal.

SOBRE AS NOTAS COMERCIAIS

JOSÉ ROMEU GARCIA DO AMARAL

Advogado e Professor do Insper. Mestre em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP, LLM pela Northwestern University School of Law, Especialista em Direito Empresarial pelo Mackenzie e Pós-graduado em Gestão Empresarial pela UNICAMP.

RESUMO: Este artigo analisa o tratamento conferido às notas comerciais (chamadas também de notas promissórias ou *commercial paper*¹) pelos ordenamentos brasileiro e norte-americano, a origem do instituto, as suas principais características e as alterações propostas pela CVM em recente minuta de Instrução colocada em audiência pública para unificação das regras e aperfeiçoamento desse instrumento de financiamento da empresa.

1. Introdução

A ideia de escrever sobre este tema surgiu durante a preparação das aulas da disciplina *aspectos jurídicos do financiamento da empresa*, ministrada no Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, no ano de 2014. Ao ser encarregado, pelo coordenador dos cursos de pós-graduação em direito daquela instituição, nosso ilustre colega André Antunes Soares Camargo, de elaborar o plano de aula da referida disciplina, deparei-me com o desafio de ensinar aos alunos

¹ Apesar de alguns estudos anteriores no Brasil empregarem o termo inglês *commercial paper* como sinônimo de notas comerciais, alertamos os leitores, desde já, que este artigo usará a expressão *commercial paper* apenas para se referir ao instituto do direito norte-americano, tendo em vista que as suas características não são idênticas. Assemelham-se apenas em suas funções – financiamento da empresa. Para o direito norte-americano, por exemplo, *commercial paper* refere-se ao gênero de diversos instrumentos financeiros, negociáveis ou não, tais como: cheques, bills of exchange (ou drafts), certificados de depósito e notas ou títulos que evidenciem uma dívida. Diferentemente, no Brasil, as notas comerciais são espécie do gênero valor mobiliário, referindo-se a um instrumento financeiro de dívida específico, não possuindo a amplitude conceitual do *commercial paper*, visto como meio de pagamento. Nesse sentido, Fran Martins explica: “a denominação *commercial paper*, no direito americano, é genérica, aplicável a vários títulos de crédito – letra de câmbio, nota promissória, cheque, certificado de depósito, segundo se vê do §3 – 104 da Uniform Commercial Code.” (Títulos de Crédito. 15ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 529).