

Ações Superpreferenciais

João Felipe Brandão Sartini¹

1. Introdução – 2. Caso Azul – 3. Ações Preferenciais: Origem, Benefícios e Vantagens e Histórico Legislativo de Limites de Emissão – 4. Governança Corporativa e Ações Preferenciais – 5. Considerações Finais

1. INTRODUÇÃO

Em 2013, a Azul S.A. (Azul), uma companhia aérea brasileira, apresentou à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) seu pedido de registro inicial de companhia aberta e oferta pública inicial de valores mobiliários (*IPO*), submetendo à análise da autarquia um projeto de estatuto social que previa a emissão de ações preferenciais com direito de voto restrito e benefícios e vantagens até então peculiares aos padrões do mercado de capitais brasileiro.

Dentre eles, a Azul oferecia aos preferencialistas o direito ao recebimento de dividendos em valor 75 vezes maior do que os dividendos pagos por ação ordinária e, em caso de oferta pública de aquisição de ações decorrente de alienação de controle, o direito ao recebimento de um preço por ação preferencial equivalente a 75 vezes o preço pago por ação ordinária aos controladores da Azul. Além disso, o projeto do estatuto social previa o direito de os detentores de ações ordinárias converterem suas ações em ações preferenciais na proporção de 75 ações ordinárias para cada ação preferencial, a seu exclusivo critério.

O pedido de registro da Azul foi indeferido pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP), área técnica da CVM, com fundamento na incompatibilidade de dispositivos do estatuto social da Azul com o artigo 15, parágrafo 2º, da Lei das S.A., que dispõe sobre o limite para a emissão de ações preferenciais pelas companhias. Referido comando legal estabelece que o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, emitidas pelas companhias não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.

¹ Advogado do escritório Faveret | Lampert Advogados. Bacharel em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Assistente de Ensino e Pesquisador em Direito Societário e Mercado de Capitais da Fundação Getúlio Vargas – FGV.

No julgamento do recurso apresentado pela Azul, o Colegiado da CVM reformou a decisão da SEP, declarando a compatibilidade do estatuto social com a Lei das S.A. e a legalidade da estrutura de capital proposta pela Azul. O Processo CVM nº RJ 2013-5593 ficou conhecido como o Caso Azul e as ações preferenciais da companhia como as primeiras ações superpreferenciais negociadas no mercado de capitais brasileiro.

A superlativo na denominação dessas ações advém dos elevados direitos patrimoniais que são conferidos aos seus detentores, bastante superiores àqueles atribuídos ações ordinárias. Em termos econômicos, as ações superpreferenciais equivalem a uma cesta de ações ordinárias, fazendo jus ao recebimento de valores múltiplos em relação a estas ações, como, por exemplo, dividendos e prêmios por alienação de controle (*tag along*).

A emissão de ações superpreferenciais pelas companhias se notabilizaram por permitir que os acionistas mantenham o poder de controle sobre as companhias, sem, em contrapartida, ter uma alta exposição econômica. Noutras palavras, permite um alto grau de alavancagem dos acionistas controladores, gerando, em consequência, a distorção entre o poder político e o poder econômico. Para companhias sujeitas a restrições regulatórias e de participação no capital social, as superpreferenciais representam um importante e eficaz instrumento de captação de recursos.

Como informa o professor Francisco A. M. Mussnich², as superpreferenciais já foram adotadas no país no passado pelo grupo Brasil Telecom, no qual a *holding* emitiu, além de ações ordinárias, ações preferenciais que conferiam aos seus detentores direito a dividendos em valor mais de mil vezes maior do que o valor pago às ações ordinárias. Como no caso da Azul, o grupo Brasil Telecom e seus investidores enfrentavam restrições regulatórias e de participação no capital social. Entretanto, as discussões sobre as ações superpreferenciais ganharam espaço com o Caso Azul e, posteriormente, com a reestruturação de capital proposta pela Gol Linhas Aéreas S.A. (Gol).

No *leading case*, as discussões se debruçaram sobre a interpretação do artigo 15, parágrafo 2º, da Lei das S.A. Já no caso da Gol, as discussões foram voltadas à controvérsia entre a emissão de ações preferenciais e as melhores práticas de governança corporativa, principalmente à luz do equilíbrio entre o poder político e o poder econômico e o princípio do *one share, one vote*.

² MUSSNICH, Francisco, BM&A Review 42/julho 2013. Disponível em: www.bmalaw.com.br

O objetivo deste artigo é tratar da legalidade das ações superpreferenciais e da controvérsia entre a utilização de ações preferenciais e a adoção de melhores práticas de governança corporativa.

Será exposto um breve resumo do Caso Azul e considerações sobre a origem das ações preferenciais, a evolução dos benefícios e vantagens previstos pela legislação e o histórico legislativo das regras que limitam a emissão dessas ações pelas companhias, importantes para o entendimento da decisão do Colegiado da CVM.

Também será discutida a proposta de reestruturação de capital da Gol e a premissa equivocada difundida no mercado de capitais brasileiro de que a utilização de ações preferenciais representa necessariamente um contraponto às melhores práticas de governança corporativa, especialmente em razão do princípio do *one share one vote*. Será demonstrado que as ações preferenciais são instrumentos que visam o alinhamento de interesses entre os acionistas e que a adoção do princípio e a consequente proibição à emissão de preferenciais não garante o equilíbrio entre poder político e volume de recursos aportados.

2. O CASO AZUL

No pedido de registro inicial de companhia aberta e IPO da Azul, a companhia submeteu à CVM um projeto de estatuto social prevendo, dentre outros assuntos, os seguintes benefícios e vantagens às ações preferenciais com direito de voto restrito de sua emissão:

“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 Décimo – As seguintes preferências e vantagens são garantidas às ações preferenciais de emissão da Companhia:

(i) prioridade no reembolso de capital;

(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 por ação equivalente a 75 (setenta e cinco) vezes o preço por ação pago ao acionista controlador alienante;

(iii) direito ao recebimento de valores equivalentes 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.” (grifos nossos)

A área técnica da CVM entendeu que o artigo 5º, parágrafos 3º e 10º, do Estatuto Social da companhia transcritos acima era incompatível com a regra do artigo 15, parágrafo 2º, da Lei das S.A., que assim dispõe:

Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição.

(...)

§ 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.** (grifos nossos)

Apesar de tratar expressamente do total de ações emitidas, a SEP entendeu que a essência do dispositivo é regular não apenas a proporção entre a quantidade de ações ordinárias e preferenciais, mas, adicionalmente, a proporção entre poder político e poder econômico dos acionistas³. Ao conceder os benefícios e vantagens em questão, a Azul estaria indo contra a finalidade do dispositivo, pois estaria criando uma distorção entre esses poderes, permitindo ao controlador um elevado grau de alavancagem.

³ Segundo a SEP, “o referido dispositivo não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico. Assim, o poder político deve guardar uma relação com o volume de recursos aplicado no negócio”. OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 48/2013 constante dos autos do Processo CVM nº RJ 2013-5593.

A Azul defendeu interpretação diametralmente oposta, juntando parecer de autoria do ex-diretor da CVM, Nelson Eizirik, no qual defende que, após a reforma societária promovida pela Lei 10.303/01, o único limite aplicável a ser observado para a emissão de ações preferenciais pelas companhias se refere à quantidade de ações ordinárias e preferenciais emitidas, e não a proporção entre poder político e volume de recursos investidos:

“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 regular não apenas a proporção entre a quantidade de ações ordinárias e preferenciais que podem ser emitidas, mas, também, a proporção em termos de aporte econômico, a fim de que o poder político guardasse relação com os recursos aplicados na companhia, certamente teria incluído novo parágrafo no artigo 15(...)”.

A SEP, então, sustentou que a proposta da Azul acarretaria no potencial desalinhamento de interesses entre acionistas e que a grande diferença entre os valores pagos a título de dividendos às ações preferenciais e ordinárias ofenderia os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, basilares no ordenamento jurídico brasileiro. Com base nesses argumentos, a SEP indeferiu o pedido da Azul.

No recurso julgado pelo Colegiado da CVM, a Azul, além de reiterar sua interpretação do artigo 15, parágrafo 2º, da Lei das S.A., sustentou que as regras sobre benefícios e vantagens das ações preferenciais sem direito a voto ou com direito de voto restrito da Lei das S.A. têm natureza dispositiva e não representam limites máximos ou barreiras legais à concessão de vantagens maiores. Por estar no campo da autonomia da vontade das partes, a companhia estaria legalmente autorizada a conferir os benefícios e vantagens livremente pactuados com os investidores, desde que previstos de maneira clara e expressa no estatuto social. Assim, ao indeferir o pedido com base nos argumentos anteriormente expostos, a SEP teria ferido o princípio da legalidade, prevendo restrição que a própria Lei das S.A. não prevê.

Em complemento às alegações acima, a Azul esclareceu que a estrutura de capital proposta tinha o objetivo de viabilizar a captação de recursos pela companhia em bolsa de valores diante da restrição regulatória a que a companhia se submete.

Como companhia aérea, a Azul se submete às regras do Código Brasileiro de Aeronáutica (Lei nº 7.565/86), que prevê que a concessão para a exploração dos serviços aéreos públicos somente será concedida à pessoa jurídica que, dentre outros requisitos, tenha, no mínimo, 80% (oitenta por cento) do capital com direito a voto pertencente a brasileiros⁴. Diante dessa obrigação legal e, ao mesmo tempo, da necessidade de capitalizar a companhia, a Azul propunha uma estrutura de capital composta por um número consideravelmente maior de ações ordinárias em relação às ações preferenciais, porém, em contrapartida, conferindo benefícios e vantagens consideravelmente maiores a essas ações do que os conferidos às ações ordinárias.

O Colegiado da CVM entendeu favoravelmente à Azul, defendendo que o artigo 15, parágrafo 2º, da Lei das S.A. regula somente a proporção entre a quantidade de ações ordinárias e a quantidade de ações preferenciais, e não o equilíbrio entre poder político e poder econômico dos acionistas. Essa decisão será mais bem explorada no capítulo a seguir, após tratarmos da origem das ações preferenciais, da evolução de seus benefícios e vantagens e do histórico legislativo sobre o limite de emissão dessas ações.

3. AÇÕES PREFERENCIAIS: ORIGEM, BENEFÍCIOS E VANTAGENS E HISTÓRICO LEGISLATIVO DE LIMITES DE EMISSÃO

Em razão de diferentes características, benefícios e vantagens atribuídas, a Lei das S.A. prevê, basicamente, duas espécies de ações: as ordinárias e as preferenciais.

Ações ordinárias conferem ao seu detentor todos os direitos previstos na Lei das S.A., incluindo os direitos essenciais e o direito de voto. Já as ações preferenciais conferem aos detentores os direitos essenciais, mas não necessariamente conferem o direito de voto. A legislação societária permite a restrição ou supressão desse direito, desde que, em contrapartida, sejam concedidos benefícios e vantagens aos detentores das ações preferenciais, como uma forma de compensação pela quebra de isonomia decorrente da restrição ou supressão do direito de voto.

A explicação para duas espécies de ações é a existência de dois grupos de investidores com interesses diferentes. De um lado, aqueles interessados no controle e

⁴ Art. 181. A concessão somente será dada à pessoa jurídica brasileira que tiver:

I – sede no Brasil;

II – pelo menos 4/5 (quatro quintos) do capital com direito a voto, pertencente a brasileiros, prevalecendo essa limitação nos eventuais aumentos do capital social;

III – direção confiada exclusivamente a brasileiros.

na gestão das companhias e, do outro lado, aqueles interessados apenas no retorno financeiro que as ações das companhias podem lhes conferir, seja por meio de operações de compra e venda ou por meio do recebimento de dividendos⁵.

Para atender a ambos os interesses, o Decreto nº 21.536/32 estabeleceu pela primeira vez a possibilidade de as companhias emitirem ações preferenciais, que teria o direito de voto suprimido em troca dos seguintes benefícios e vantagens econômicas: (a) prioridade na distribuição de dividendos, mesmo fixos e cumulativos; (b) prioridade no reembolso do capital, com ou sem prêmio; e (c) acumulação das vantagens anteriores.

Sem a previsão de limites para a sua emissão, as ações preferenciais rapidamente se transformaram em um mecanismo de alavancagem dos acionistas controladores que abusavam da sua emissão para capitalizar suas companhias e, paralelamente, manter o poder de controle. Por essa razão, o Decreto-Lei nº 2.627/40 limitou a emissão das ações preferenciais em até 50% (cinquenta por cento) do capital social.

É importante ressaltar que na vigência do Decreto-Lei nº 2.627/40 não havia autorização para as companhias emitirem ações sem valor nominal, o que significava dizer que capital social e número total de ações emitidas pelas companhias tinham o mesmo significado numérico, sendo possível afirmar que o limite de emissão das preferenciais era de 50% (cinquenta por cento) do capital social ou do número total de ações que compõem o capital social.

Todavia, esse cenário mudou com o advento da Lei das S.A. O limite de emissão de ações preferenciais saltou de 50% (cinquenta por cento) do capital social para 2/3 (dois terços) do total de ações emitidas pelas companhias na vigência da Lei das S.A. A explicação para a alteração está na Exposição de Motivos nº 196/76, sobre o anteprojeto da Lei das S.A., que assim dispõe:

“As ações preferenciais sem direito a voto foram pela primeira vez reguladas pelo Decreto nº 21.526, de 15.6.1932, sem limite de emissão. O Decreto-lei nº 2.627 limitou a 50% do capital social a emissão de ações preferenciais sem

⁵ Nesse sentido: “Os investidores de mercado querem aplicar e receber dividendos o revender suas ações com lucro. Não se interessam por participar da administração da 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 seus direitos. Se isso não ocorre, alienam suas ações, investem em outras companhias ou se retiram do mercado. Em geral, não têm tempo nem capacidade técnica para viver todos os problemas da empresa ou das várias empresas que investiram. Exercem profissões ou têm outros negócios e aplicam em ações, como em qualquer outro tipo de investimento, para obter renda ou lucro, desde que não tenham que administrar os empreendimentos que geram esse lucro.” JOSE LUIZ BULHÕES PEDREIRA E ALFREDO LAMY FILHO. In: José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho. Direito das Companhias. V I. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 247-248.

direito a voto, e foi omissa quanto às ações com direito de voto restrito. 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”.*

Havia, à época, um sentimento de que as alterações promovidas pela Lei das S.A. seriam capazes de proteger o poder de controle dos empresários nacionais sobre suas empresas e, paralelamente, facilitar a captação de recursos dos investidores interessados no retorno financeiro das ações. Com efeito, a capacidade de alavancagem dos acionistas controladores das companhias brasileiras aumentou consideravelmente, permitindo-os capitalizar as companhias sem, em contrapartida, abrir mão do poder de controle.

Além disso, a Lei das S.A. alterou o parâmetro de referência de fixação do limite de emissão das ações preferenciais, que deixou de ser o capital social para ser o total de ações emitidas pelas companhias, pois a nova lei autorizou as companhias a emitirem ações sem valor nominal, o que fez com que o capital social e o número total de ações emitidas pelas companhias passassem a ter significados numéricos potencialmente distintos.

Entretanto, os benefícios e vantagens das ações preferenciais previstos pela Lei das S.A., cuja redação praticamente repete o Decreto-Lei nº 2.627/40, se mostrou inócua ao seu propósito – de servir como um instrumento de retorno financeiro para o grupo de investidores que não estavam interessados em participar da gestão e controle das companhias – como apontam Daniela Neves Reali Frogoso e Gustavo Akkerman:

“Tal regra deixava as ações preferenciais suscetíveis a boa sorte de manipulações, sendo comum a existência de ações preferenciais dotadas apenas de prioridade no reembolso de capital, que efetivamente não representa

*vantagem algum em companhias com prazo de duração indeterminado, ou ainda dotadas de prioridade temporal no recebimento de dividendos.*⁶”.

Assim, em 1997, sob o pretexto oficial de modernizar a legislação societária, mas, visando, sobretudo, os interesses governamentais em dar seguimento ao Programa Nacional de Desestatização – PND, foi aprovada a Lei nº 9.457/97, que alterou os benefícios e vantagens das ações preferenciais. O (novo) artigo 17 da Lei das S.A. passou a prever a obrigatoriedade de as companhias atribuírem às ações preferenciais o direito a dividendos, no mínimo, 10% (dez por cento) superiores aos dividendos pagos aos titulares de ações ordinárias, salvo no caso de ações com dividendos fixos ou mínimos, cumulativos ou não.

Entretanto, diante da flexibilização e da retirada de diversos direitos dos acionistas minoritários pela Lei nº 9.457/97 para viabilizar o PND e das austeras críticas dos participantes do mercado, foi aprovada a Lei 10.303/01 que alterou, pela última vez, as regras sobre benefícios e vantagens das ações preferenciais e sobre o limite de emissão dessas ações.

Além de introduzir três tipos de benefícios e vantagens às ações preferenciais negociadas em mercados organizados, sendo obrigatório para as companhias atribuir, no mínimo, um deles, a Lei 10.303/01 reduziu o limite de emissão de ações preferenciais do artigo 15, parágrafo 2º, da Lei das S.A. para 50% (cinquenta por cento) do total de ações emitidas. Ressalte-se que apesar de diminuir a capacidade de alavancagem dos acionistas controladores, a Lei nº 10.303/01 manteve o parâmetro de fixação do limite para emissão de ações preferenciais como sendo o número total de ações emitidas pelas companhias, regra que permanece em vigor até hoje.

A exposição da origem das ações preferenciais acompanhada da evolução de seus benefícios e vantagens e do histórico legislativo sobre o limite de emissão de ações preferenciais pelas companhias permitem algumas conclusões.

Até o advento da Lei das S.A., não era permitido às companhias emitirem ações sem valor nominal, o que, na prática, revela que o total de ações emitidas pelas companhias e o valor do capital social tinham o mesmo significado em termos numéricos. Consequentemente, podia-se afirmar que o Decreto-Lei nº 2.627/40 permitia às companhias emitirem ações preferenciais até o limite de 50% (cinquenta por cento) do capital social ou do número total de ações emitidas. Com a entrada em vigor da Lei

⁶ Ações Preferenciais: Evolução ou Retrocesso? *In* Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. Coord. Marcelo Vieira Von Adamek. Malheiros, São Paulo, 2011.

das S.A., houve permissão para as companhias emitirem ações sem valor nominal. A alteração do parâmetro de fixação do limite de emissão de ações preferenciais para o total de ações emitidas pelas companhias deixa claro que o legislador passou a admitir o desequilíbrio potencial entre poder político e poder econômico, preferindo resguardar a proporção entre a quantidade de ações ordinárias e ações preferenciais.

Adicionalmente, o artigo 17, caput a parágrafo 1º, da Lei das S.A., dada pela Lei 10.303/01 não apresenta um rol cogente, exaustivo e limitador dos benefícios e vantagens econômicos que podem ser conferidos às ações preferenciais. Pelo contrário, a redação legal deixa claro que os benefícios e vantagens previstos são referências mínimas, pisos que devem ser observados pelas companhias para a outorga dos benefícios e vantagens às ações preferenciais:

*Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais **podem** consistir:*

I – em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo;

II – em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou

III – na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II.

*§ 1o Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída **pelo menos uma** das seguintes preferências ou vantagens:*

*I – direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, **pelo menos**, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério: (a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, **no mínimo**, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; (b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou*

*II – direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, **pelo menos** 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou*

*III – direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo **pelo menos** igual ao das ações ordinárias. (grifos nosso)*

Estando no campo da autonomia privada, é permitido às companhias estabelecer nos estatutos sociais benefícios e vantagens de acordo com a vontade das partes envolvidas, desde que não contrarie os limites mínimos estabelecidos na Lei das S.A. e desde que descreva tais benefícios e vantagens de forma clara e precisa.

No voto apresentado no julgamento do Caso Azul, a ex-Diretora da CVM e relatora do caso, Ana D. C. de Novaes, reconheceu que a autorização para a emissão de ações sem valor nominal pelas companhias pela Lei das S.A. e a alteração do parâmetro de fixação do limite de emissão de ações preferenciais para a quantidade de ações emitidas demonstra que a legislação passou a permitir potenciais distorções entre poder político e volume de recursos aportados na companhia. Valendo-se dos ensinamentos do professor Modesto Carvalhosa⁷, Ana Novaes explica que:

“Claramente há uma mudança na referência para o percentual de ações preferenciais que podem ser emitidas: do capital social no Decreto-lei nº 2.627/1940 para o número total de ações emitidas na lei nº 6.404/1976. A SEP lembra que a Exposição de Motivos da lei nº 6.404/1976 adotou posição intermediária aumentando de 50% para 2/3 do capital o limite de emissão de ações preferenciais. Com base nisso, a SEP entende que o princípio remanesceu o mesmo, isto é, o padrão da medida continuou sendo o capital social. 7. Entendo que esta não é a melhor interpretação. Os autores da lei nº 6.404/1976, José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho, se preocuparam em alterar apenas o que fosse necessário do Decreto-lei nº 2.627/1940 para que não se perdesse toda a doutrina e jurisprudência passada em relação às normas não modificadas. Observe-se que a Exposição de Motivos que acompanhou o Projeto de Lei que resultou na lei nº 6.404/1976, começa com a seguinte sentença: ‘O Projeto mantém as normas do Decreto-lei nº 2.627, com as

⁷ "Duas diferenças existem entre o art. 1º do Decreto-lei n. 2.627, de 1940, e o art. 1º da lei. n. 6.404 de 1976. A primeira refere-se ao valor das ações. O Decreto-lei, de 1940, seguindo a tradição do nosso direito, não admitia que as ações tivessem valor desigual. Todas elas exprimiam a mesma soma de dinheiro nacional. A lei n. 6.404, de 1976, ao adotar o regime misto de ações com e sem valor nominal, admite, conseqüentemente, a emissão de ações com valor desigual. A segunda refere-se à melhor explicitação da responsabilidade dos subscritores e dos acionistas. Na lei de 1940 atribuía-se a limitação dessa responsabilidade ao valor das ações subscritas ou adquiridas, ao passo que, na lei de 1976, em face da possibilidade de emissão de ações sem valor nominal, define-se melhor a questão, ao se declarar a responsabilidade até o preço da emissão. (...) Com fundamento nesse sistema de emissão de ações com valores diversos, o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 2/3 do total das ações emitidas (art. 15, § 2º). Portanto, a lei permite que o total de ações preferenciais ultrapasse 2/3 do total do capital emitido. Basta que a emissão das ações preferenciais sem valor nominal seja por preço superior ao valor nominal das ações ordinárias" CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei das Sociedades Anônimas, vol. 1 – Artigos 1 a 74. 6ª Edição São Paulo: Editora Saraiva, 2011.

seguintes alterações ‘. Logo no primeiro item da Exposição de Motivos, os autores explicam que a nova lei suprime, dentre as características da companhia, a igualdade do valor nominal de todas as ações porque admite a existência de ações sem valor nominal’.

No mesmo sentido foi a opinião do ex-Diretor da CVM, Nelson Eizirik, em parecer apresentado pela Azul aos autos do Processo CVM nº RJ 2013-5993:

“Se o legislador tivesse a intenção de regular não apenas a proporção entre a quantidade de ações ordinárias e preferenciais que podem ser emitidas, mas, também, a proporção em termos de aporte econômica, a fim de que o poder político guardasse relação com os recursos aplicados na companhia, certamente teria incluído novo parágrafo no artigo 15 ou, principalmente, 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 do início da vigência da Lei nº 10.303/01, o único limite legal para a emissão de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito passou a ser de 50% do total de ações emitidas⁸”.

Na mesma linha, Cantidiano esclarece que:

“(…) o limite de emissão, pela companhia, de ações preferenciais sem direito de voto está expressamente referenciado à quantidade total de ações de emissão da companhia. Não objetiva, a fixação do referido limite, de forma alguma, resguardar uma proporção entre poder político e volume de recursos financeiros aplicados na companhia. Assinalo, ainda (...) que não pode, o poder público, interpretar dispositivo legal restritivo de direito alargando os conceitos nele contidos de modo a fazer com que seus efeitos sejam diversos daqueles que foram estabelecidos pelo legislador⁹”.

Em relação à alegação da SEP de que as ações preferenciais da Azul ofenderiam os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, o Colegiado da CVM decidiu que a atribuição de benefícios e vantagens 75 vezes maiores às ações preferenciais estaria compreendida na liberdade de contratar e na autonomia da vontade dos investidores e da companhia, uma vez que as regras sobre benefícios e vantagens das ações preferenciais

⁸ EIZIRIK, Nelson. Parecer jurídico juntado pela Azul S.A. no Processo CVM nº RJ 2013-5993.

⁹ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Parecer jurídico pela Azul S.A. no Processo CVM nº RJ 2013-5993.

apresentadas na Lei das S.A. estabelecem critérios e limites mínimos e não têm natureza cogente. Para a ex-Diretora da CVM, Ana D. C. de Novaes: “*sendo um direito patrimonial, não haveria mesmo razão pela qual os acionistas não pudessem dispor a respeito dentro dos limites dados pela lei. Assim, o art. 17, § 1º, b, II, prevê como um dos direitos possíveis a ser outorgado pelo estatuto às ações preferenciais nas companhias com ações admitidas à negociação no mercado, em troca da retirada do direito de voto dessas últimas, o recebimento de dividendo pelo menos 10% maior do que o atribuído às ações ordinárias. Foi criado um piso e não um teto!*”¹⁰.

Sobre o potencial desalinhamento de interesses entre acionistas, o Colegiado da CVM julgou que não caberia à SEP indeferir o pedido da Azul com base no argumento, já que à CVM, na qualidade de órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais, não cabe decidir pelos investidores se determinada estrutura pode ou não acarretar em desalinhamento de interesses.

A CVM deve fazer com que as companhias disponibilizem todas as informações necessárias a uma tomada de decisão de investimento informada e fundamentada pelos investidores, em observância ao princípio do *full disclosure*, e não simplesmente decidir pelo investidor. Valendo-se novamente das palavras de Ana D. C. de Novaes, “*uma vez explicitada para o mercado a estrutura de capital e o propósito dela, cabe ao mercado – no regime da informação ampla e completa (full disclosure) – decidir se acredita nos propósitos do acionista controlador, se dá um desconto para o potencial desalinhamento, ou não. Assim, a precificação de potenciais desalinhamento cabe ao mercado e não à CVM.*”¹¹.

O mesmo argumento foi também usado para afastar a tese da SEP de ofensa aos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, já que a decisão sobre o que é razoável e proporcional em termos econômicos é, como sabido, dos investidores. Ao decidir sobre o assunto, a SEP estaria se locupletando no papel dos investidores e, pior, privando-os da possibilidade de aportar recursos em um investimento que poderia ser atraente. Afinal, não necessariamente o investimento em ações preferenciais da Azul é ruim, já que se trata de uma companhia com gestão diferenciada, dividendos potencialmente maiores e etc.

¹⁰ Declaração de voto da ex-Diretora da CVM, Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, apresentada no Processo CVM nº RJ 2013-5993.

¹¹ Declaração de voto da ex-Diretora da CVM, Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, apresentada no Processo CVM nº RJ 2013-5993.

Com base nos argumentos em suma expostos, o Colegiado da CVM entendeu que a estrutura de capital proposta pela Azul era compatível com a legislação societária, pois o artigo 15, parágrafo 2º, da Lei das S.A. Adicionalmente, o Colegiado da CVM decidiu que as normas que tratam dos benefícios e vantagens das ações preferenciais não têm natureza cogente, podendo ser livremente pactuadas entre companhia e investidores, desde que respeitados os limites mínimos estabelecidos pela Lei das S.A. e desde que descritas de forma clara e precisa no estatuto social das companhias.

4. GOVERNANÇA CORPORATIVA E AÇÕES PREFERENCIAIS

Pouco tempo depois da decisão proferida pelo Colegiado da CVM no Caso Azul, declarando a compatibilidade legal das ações superpreferenciais com a Lei das S.A., a Gol propôs aos seus acionistas a criação de uma superpreferencial por meio do desdobramento das ações ordinárias da companhia na proporção de 35 ações ordinárias para cada ação ordinária e, paralelamente, o aumento dos direitos patrimoniais das ações preferenciais na mesma proporção.

A proposta tinha por objetivo aumentar a capacidade de capitalização da companhia por meio da emissão de ações preferenciais em bolsa de valores e, ao mesmo tempo, manter a participação atual dos acionistas controladores, já que, como a Azul, a companhia se submetia às regras do Código Brasileiro de Aeronáutica, o que impossibilitava a captação de recursos por meio da emissão de ações preferenciais e a manutenção do poder de controle dos acionistas, exceto se estes acompanhassem o aumento de capital.

Além do desdobramento das ordinárias e do correspondente aumento de direitos econômicos das preferenciais, a Gol propôs mecanismos para aumentar as prerrogativas políticas dos acionistas preferencialistas e enrijecer as regras de governança corporativa da companhia, como a criação e instalação de comitês permanentes de governança e auditoria com a participação dos acionistas preferencialistas.

Diferentemente do Caso Azul, que tratava de pedido de registro inicial de companhia aberta e oferta pública inicial de valores mobiliários, a proposta da Gol não dependia de aprovação da CVM, pois a companhia já tinha o registro de companhia aberta e ações negociadas em bolsa de valores. Todavia, a CVM viria a ser consultada pela então BM&F Bovespa em razão da proposta de alteração dos regulamentos de listagem dos segmentos de governança corporativa Nível 1 e Nível 2 e Bovespa Mais –

Nível 2 para acomodar companhias atuantes em setores com restrições legais e regulamentares relevantes à negociação de ações, como a Gol e a Azul, cuja causa imediata foi a proposta de reestruturação de capital proposta pela Gol.

Em relatório de análise da proposta¹², a Gerência de Acompanhamento de Empresas-2 da CVM ressaltou que, não obstante o resultado do julgamento do Caso Azul pelo Colegiado da CVM, estruturas envolvendo ações superpreferenciais, como a pretendida pela reestruturação de capital da Gol, visam, em essência, permitir a alavancagem do acionista controlador e a distorção entre poder político e volume de recursos investidos.

Sem prejuízo da compatibilidade legal das superpreferenciais, elas não se coadunariam com as melhores práticas de governança corporativa, pois atentariam contra o princípio do *one share one vote*, norma segundo a qual toda ação de emissão de uma companhia deve ter o direito de voto, um dos pilares da governança corporativa, cujo objetivo é promover o equilíbrio entre poder político e poder econômico, impedindo a alavancagem dos acionistas controladores.

Tanto nos mercados estrangeiros como no mercado brasileiro, o princípio do *one share one vote* não é norma cogente. Sua regulação é feita em *soft law*, ou seja, por meio de entidades autorreguladoras dos mercados. Essa opção se justifica porque os investidores podem ter interesse em abrir mão de direitos e proteções em troca de benefícios e vantagens que tornem o investimento mais rentável.

A regulamentação deve garantir a simetria de informação dos investidores através do *full disclosure*, bem como ocorre em outros países, obrigar que as companhias expliquem os motivos pelos quais optaram por não adotar determinados mecanismos de governança corporativa (*comply or explain*). Todavia, a decisão de investir recursos em companhias que prestigiam ou não mecanismos de governança, incluindo o princípio do *one share one vote*, é exclusiva dos investidores. O equilíbrio é atingido então de forma eficiente pelos próprios mercados na medida em que não se impõe uma norma cogente que não necessariamente atende a todos os investidores.

No Brasil, o princípio do *one share one vote* está presente no Novo Mercado, segmento da B3 com padrão de governança altamente diferenciado, cujo regulamento permite a listagem apenas de companhias emissoras somente de ações ordinárias, nas

¹² RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº148/2015 de 09.10.2015. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/2015/20151013/4977.pdf>

quais todos os acionistas tenham direito de voto. O Novo Mercado firmou-se como um segmento destinado à negociação de ações de companhias que voluntariamente adotaram práticas de governança corporativa adicionais, regras que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de políticas de divulgação de informações mais transparentes e abrangentes.

A questão é: a emissão de ações preferenciais pelas companhias gera, por si só, uma distorção entre o poder político e o poder econômico e, por isso, é necessariamente um contraponto às melhores práticas governança corporativa?

É verdade que a proibição à emissão de ações preferenciais ou a obrigatoriedade de emissão apenas de ações ordinárias dificulta distorções entre poder político e poder econômico. Isso não significa, todavia, garantia de equilíbrio entre tais poderes. Existem outros instrumentos legais, largamente utilizados pelas companhias e seus acionistas controladores para se alavancar. Podemos citar as estruturas piramidais, comumente observadas em companhias brasileiras, e os contratos que separam exposição econômica e direitos políticos e os alocam em diferentes pessoas, como, por exemplo, os derivativos e os instrumentos de empréstimo de ações. Acordos parassociais, como acordos de acionistas, também podem ser eficazes instrumentos para garantir o poder de controle por quem não detém participação societária necessária. Não raro observam-se acordos em que acionistas minoritários se comprometem a votar em conjunto com outros acionistas em troca de proteções e direitos, gerando distorções entre poder político e volume de recursos aportados.

A própria Lei das S.A. contém regra que pode causar desequilíbrios nessa proporção, como é o caso da permissão para o estatuto social das companhias limitar o direito de voto dos acionistas a um determinado número, quase sempre expresso em porcentagem do capital social¹³.

Conclui-se que a emissão apenas de ações ordinárias pelas companhias não significa necessariamente que não haverá distorções na proporção entre poder político e poder econômico, já que ações preferenciais é apenas um dentre diversos instrumentos legais à disposição das companhias para alavancagem.

Sobre o uso específico de preferenciais em detrimento de outros mecanismos legais disponíveis, convém ressaltar o comentário da ex-Diretora da CVM, Luciana P.

¹³ Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia geral.
§ 1º O estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista.

Dias, no voto apresentado no julgamento do Caso Azul: “(...) a estrutura da superpreferencial me parece mais transparente e mais direta que a maioria dos outros mecanismos de alavancagem de direitos políticos – e este fato pode representar verdadeira vantagem para os acionistas preferencialistas se comparado a outras formas de alavancagem¹⁴”.

É fato incontestável que as reformas societárias introduzidas pela Lei nº 9.514/97 e pela Lei nº 10.303/01 e a criação do segmento do Novo Mercado promoveram a premissa de que a emissão exclusiva de ações ordinárias é sinônimo de melhor prática de governança corporativa e que essa prática diminuiria a expropriação de benefícios por acionistas controladores. Houve a percepção generalizada de que ações preferenciais não são compatíveis com boas práticas de governança corporativa e com companhias comprometidas com a geração de valor aos acionistas. Antes de aceitar essa premissa como verdadeira, é preciso indagar se, de fato, as ações preferenciais representam um retrocesso em termos de governança.

A estrutura de capital básica apresentada na Lei das S.A. foi pensada para acomodar dois investidores com interesses potencialmente distintos: empresários e investidores, sendo que estes não têm qualquer interesse no controle ou na gestão das companhias, apenas no lucro que elas podem gerar. Para conciliar esses interesses, foi estruturado um sistema de capital dividido entre ações ordinárias e ações preferenciais, permitindo a formação de blocos de controle pelos empresários e, ao mesmo tempo, o retorno econômico aos investidores. A ideia é simples: se o investidor não quer ingerência, apenas lucro, então, a Lei das S.A. permite que as companhias troquem esse direito de voto por benefícios e vantagens econômicas, sendo certo que se tais benefícios e vantagens não forem corretamente entregues, os investidores adquirirão o direito de voto¹⁵.

As ações preferenciais foram pensadas como um instrumento adaptável, moldável às necessidades de cada companhia. Se, por um lado, sua emissão tem um

¹⁴ Declaração de voto da ex-Diretora da CVM, Luciana Pires Dias, apresentada no Processo CVM nº RJ 2013-5993.

¹⁵ Art. 111. O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109.

§ 1º As ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a 3 (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.

custo de capital maior, por outro, representa um menor risco para as companhias e permite a captação de recursos sem aumentar o endividamento e sem a diluição do acionista controlador. As preferenciais garantem flexibilidade à companhia, dando margem de manobra para decidir entre a contratação de dívida ou a emissão de capital, conferindo liberdade para estruturarem seu capital conforme melhor lhes aprouver.

Esse binômio flexibilidade-liberdade fica ainda mais evidente pela natureza dispositiva das regras sobre benefícios e vantagens das ações preferenciais constantes da Lei das S.A. Estando compreendidas na autonomia da vontade das partes, as ações preferenciais representam eficazes instrumentos para as companhias, tendo o potencial de atrair o investidor pela promessa de maior rentabilidade e, paralelamente, propiciar o levantamento de capital sem a perda do controle.

Noutras palavras, as ações preferenciais, em essência, parecem instrumentos que visam muito mais o alinhamento de interesses entre acionistas do que o contrário.

Não obstante, nada impede que as companhias que pretendam emitir ações preferenciais concedam direitos patrimoniais e prerrogativas políticas aos investidores que elevem o grau de governança corporativa da companhia. O direito de indicar membros do conselho de administração, a indicação de conselheiros independentes, a criação de comitês de governança e de remuneração, o direito de voto em deliberações específicas, etc. são exemplos de mecanismos que podem ser usados para garantir maior participação dos preferencialistas na governança das companhias.

Adicionalmente, é indispensável ter em mente o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro nos últimos anos, que passou a experimentar investidores mais exigentes e companhias sujeitas cada vez mais a regras que visam garantir a simetria de informações, de forma que os participantes do mercado estão aptos a tomar a decisão de investimento levando em consideração todos os bônus e ônus que gravitam em torno das ações preferenciais, incluindo o potencial de retorno financeiro desses instrumentos, as distorções porventura causadas entre poder político e volume de recursos investidos e a adoção ou não de mecanismos de governança que compensem essa distorção.

Dessa forma, em que pese existam estudos e estatísticas que comprovem a bem-sucedida criação dos diferentes segmentos de governança corporativa, em especial do Novo Mercado, e a predileção dos investidores por companhias que adotem o mecanismo do *one share one vote*, a premissa de que a utilização de ações preferenciais representa necessariamente um retrocesso e um contraponto às melhores práticas de

governança corporativa não parecer sobreviver à análise um pouco mais reflexiva do tema.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Não restam dúvidas de que as ações superpreferenciais constituem instrumento legal, compatível com a Lei das S.A. Não obstante a emissão dessas ações tenha o potencial de criar distorções entre o poder político e o volume de recursos aportados nas companhias, com a autorização legal para a emissão de ações sem valor nominal, tais distorções potenciais foram legitimadas pela Lei das S.A. Nesse sentido, a melhor interpretação da regra estabelecida pelo artigo 15, parágrafo 2º, da Lei das S.A. é, de fato, a que o dispositivo visa regular somente a proporção entre a quantidade de ações ordinárias e preferenciais.

Dada a natureza dispositiva das regras sobre os benefícios e vantagens das ações preferenciais constantes da Lei das S.A., é igualmente legal a outorga pelo estatuto social das companhias de benefícios e vantagens patrimoniais bastante superiores àqueles a que fazem jus as ações ordinárias, desde que respeitados os limites mínimos estabelecidos pela legislação e descritas de forma clara e precisa no estatuto social das companhias.

Adicionalmente, não parece que a premissa promovida no mercado de capitais após as últimas reformas da Lei das S.A. e a criação do Novo Mercado – de que a emissão de ações preferenciais, por si só, geraria uma distorção entre o poder político e o volume de recursos aportados e, por essa razão, seria necessariamente um contraponto às melhores práticas de governança corporativa – seja verdadeira.

As ações preferenciais foram pensadas como instrumentos flexíveis, destinados a um grupo específico de investidores, moldáveis de acordo com as necessidades das companhias e os interesses de investidores. Portanto, as preferenciais se aproximam mais de um instrumento de alinhamento de interesses do que um instrumento que visa o desalinhamento. Além disso, resta claro que a proibição de emissão de ações preferenciais não garante o equilíbrio entre o poder político e poder econômico dos acionistas, objetivo do princípio do *one share one vote*, já que outros diversos instrumentos legais podem ser e são usados para alavancagem dos acionistas controladores.

Melhor do que simplesmente proibir a emissão das preferenciais ou a listagem de companhias que pretendam emití-las em segmentos de alto padrão de governança corporativa, como o caso do Novo Mercado, taxando-as como instrumentos contrários às melhores práticas de governança, seria incorporar substancialmente o mecanismo do *comply or explain*, estabelecendo regra que obrigue às companhias emissoras de ações preferenciais e que não adotem o princípio do *one share one vote*, a esclarecerem e fundamentarem tal decisão, informando, ainda, sua intenção de adotar outros mecanismos de governança corporativa compensatórios. O mecanismo defende que governança corporativa é uma prática contínua, constantemente em evolução, que não pode ser entendida como um grupo de regras inflexível a ser aplicado igualmente a toda e qualquer companhia. Assim, o *comply or explain* permite que as companhias adotem somente determinadas iniciativas de governança corporativa, esclarecendo ao mercado as razões desta escolha, seja pelo contexto em que estão inseridas, incluindo restrições regulatórias, por exemplo, seja por características de capital.

Não cabe à CVM ou às entidades autorreguladoras decidir pelos investidores, e sim estabelecer regras que garantam a simetria informacional entre os participantes do mercado. Por isso, a incorporação do mecanismo do *comply or explain* melhor refletiria o grau de maturidade do mercado de capitais brasileiro e garantiria a simetria de informação entre os participantes do mercado para que os investidores tomem decisões de investimentos informadas e fundamentadas.