

Assunto: Consulta sobre aquisição de direito de voto de ações preferenciais cuja vantagem seja a prioridade no reembolso de capital

Relator: Luiz Antonio de Sampaio Campos

#### RELATÓRIO

1. Trata-se de consulta formulada pela SEP, na qual se propõe ao Colegiado a revisão da decisão proferida nos autos do processo CVM nº 97/1297 (fls. 11/15), que concluiu não haver aquisição do direito de voto de que trata o artigo 111, § 1º, da Lei nº 6.404/76, por parte das ações preferenciais que não tenham como prioridade o recebimento de um dividendo fixo ou mínimo, ainda que possuam direito ao dividendo aumentado de 10% de que tratava a Lei nº 9.457/97 e de que trata o atual inciso II, do parágrafo 1º do art. 17 da Lei nº 6.404/76, alterado pela Lei nº 10.303/01.
2. Segundo a SEP, estaria sendo alterada a posição histórica da CVM, defendida perante tribunais e manifestada pela extinta Superintendência Jurídica em diversas ocasiões, ressaltando que a Procuradoria Jurídica teria mantido a opinião exarada em pareceres anteriores.
3. Solicitei, assim, a manifestação da PJU acerca da exegese do § 1º, do artigo 111, da Lei nº 6.404/76, mais especificamente acerca da aquisição do direito de voto por ações preferenciais cujo dividendo não seja fixo ou mínimo na hipótese de deixarem de ser pagos dividendos durante período previsto no estatuto social, não superior a três exercícios consecutivos, inclusive porque as manifestações acostadas à consulta, invocadas como procedentes, não tratam especificamente da matéria e, quando tratam, dizem respeito a ações preferenciais cujo dividendo é fixo ou mínimo.
4. A PJU concluiu que o § 1º do artigo 111 da Lei nº 6.404/76 aplica-se tão-somente às ações preferenciais cuja vantagem patrimonial seja o dividendo fixo ou mínimo, bem como que a falta de pagamento de dividendos outros que não o prioritário fixo ou mínimo não tem o condão de conferir ao respectivo acionista o direito de voto eventualmente suprimido ou restringido, conforme a seguinte ementa:

"AÇÕES PREFERENCIAIS CUJA VANTAGEM É TÃO-SOMENTE A PRIORIDADE NO REEMBOLSO. NÃO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS POR MAIS DE TRÊS EXERCÍCIOS. AQUISIÇÃO DE DIREITO DE VOTO. IMPOSSIBILIDADE.

– Onde o legislador distinguiu, não cabe ao interprete unificar os significados. O conceito de dividendo obrigatório e mínimo são distintos. Assim, o § 1º, do artigo 111, da Lei das Sociedades por Ações só é aplicável às ações preferenciais cuja classe admita o pagamento prioritário de dividendos fixos ou mínimos."

#### VOTO

#### ADMISSIBILIDADE DAS AÇÕES PREFERENCIAIS NO DIREITO BRASILEIRO

5. Muito embora já fossem admitidas pela prática, conforme nos dá conta Ernesto Leme, em sua obra pioneira sobre o tema *Das Ações Preferenciais Nas Sociedades Anonymas* (Livraria Acadêmica, Saraiva, 1933), remetendo a pareceres do século XIX do Visconde de Ouro Preto e de Rui Barbosa, as ações preferenciais foram formalmente previstas na legislação brasileira em 1932, através do Decreto nº 21.536/32.
6. Esse Decreto dispunha, essencialmente, que:
 

"Art. 1º - O capital das sociedades anônimas pode ser, em parte, constituído por ações preferenciais de uma ou mais classes, observadas as disposições do presente decreto.

§ 1º - A preferência pode consistir:

  - a) em prioridade na distribuição de dividendos, mesmo fixos e cumulativos;
  - b) em prioridade no reembolso do capital, com ou sem prêmio;
  - c) na acumulação das vantagens acima enumeradas.

§ 2º - Os dividendos, mesmo fixos e cumulativos, não poderão ser distribuídos com prejuízo do capital social, salvo em caso de dissolução da sociedade quando esta vantagem for expressamente assegurada às ações preferenciais.

§ 3º - Os estatutos poderão deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações comuns, inclusive o de voto, ou de conferi-los com restrições, não podendo, porém, impedir a seus possuidores a fiscalização dos atos da administração, tal como é, por lei, facultada aos acionistas comuns, nem lhes vedar o direito de requerer a dissolução e a falência da sociedade, nos casos previstos em lei.

§ 4º - É vedado o voto plural.
7. No Decreto, já estava fixado o critério que prevalece no Brasil até os nossos dias, segundo o qual as ações preferenciais podem ter o direito de voto subtraído em virtude da atribuição de uma preferência permitida em lei.
8. Essas preferências, desde o referido Decreto nº 21.536/32, consistiam em: (i) prioridade de dividendo; (ii) prioridade no reembolso de capital; ou (iii) acumulação dessas vantagens.
9. O Decreto-Lei nº 2627/40 também trazia dispositivo expresso a respeito da possibilidade da criação de ações preferenciais, e o fazia nos termos do artigo 9º, enumerando no artigo 10 as preferências exigidas, que poderiam consistir em:
  - a. prioridade na distribuição de dividendos, mesmo fixos e cumulativos;
  - b. em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele;
  - c. na acumulação das vantagens acima enumeradas.
10. A Lei nº 6.404/76, a seu turno, manteve basicamente a mesma estrutura de vantagens patrimoniais a que deviam estar sujeitas as ações preferenciais. Para uma ação ser preferencial, à época da edição da Lei nº 6.404/76, necessitaria ter uma das seguintes preferências, a teor do então vigente artigo 17:

"I - prioridade na distribuição de dividendos;

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

III - na acumulação das vantagens acima enumeradas."

11. Vê-se, então, que desde que o direito positivo passou a prever nominalmente a ação preferencial, o fez no pressuposto de que a ação preferencial deveria ter no plano patrimonial ao menos uma vantagem sobre as ações ordinárias, que poderia ser de duas ordens: (i) prioridade no recebimento do dividendo; ou (ii) prioridade no reembolso do capital, podendo evidentemente cumular ou acrescer estes direitos.
12. Desde que a ação preferencial tivesse um desses direitos – e não os dois - (prioridade no dividendo ou no reembolso de capital), estaria autorizada a supressão do direito de voto dessas ações preferenciais, muito embora esta supressão devesse vir explícita no estatuto social, não sendo autorizada a sua presunção.
13. Esse conceito de que basta a prioridade no reembolso de capital para que a ação seja preferencial, não se exigindo necessariamente um dividendo prioritário para tanto, é fundamental para a boa compreensão da questão e faz a nossa legislação destoar de parte dos países europeus, onde a exigência do dividendo preferencial é de rigor, sendo elucidativa a seguinte passagem Raúl Ventura em estudo sobre a Lei portuguesa:

"As ações preferenciais sem voto gozam de duplo privilégio e nenhum deles pode ser retirado, nem pelo contrato de sociedade, nem pela deliberação de emissão:

- Quanto a dividendos, direito a um dividendo prioritário, não inferior a 5% do respectivo valor nominal.

- Quanto a reembolso, direito ao reembolso prioritário do seu valor nominal na liquidação da sociedade. (Estudos Vários Sobre Sociedades Anônimas, Almedina, p. 430 – grifou-se)

14. No Brasil, no entanto, tal não é verdadeiro. A correlação entre a privação do direito de voto e a concessão de um privilégio patrimonial não exige a atribuição de um dividendo prioritário, nem do duplo privilégio a que alude a citação acima, mas pode se traduzir tanto no dividendo prioritário, como na prioridade no reembolso de capital, sendo suficiente qualquer um desses privilégios.
15. Evidentemente a companhia e seus acionistas são livres para estabelecer a preferência que lhes aprouver, conforme o Supremo Tribunal Federal já se manifestou na seguinte passagem do voto do ministro Cunha Peixoto:

"Realmente, o art. 17 alude a uma gama de opções quanto à concessão de vantagens ou restrições de direito nas preferenciais, em confronto com as ações ordinárias.

O artigo é específico quando manda determinar as vantagens de ordem patrimonial que podem ser conferidas às ações preferenciais. O estatuto deverá, destarte, declarar clara e inequivocamente essas vantagens patrimoniais." (RTJ, vol. 99, pág. 779)

16. Aqui, então, uma primeira conclusão, óbvia, porém necessária para o devido entendimento do presente voto: no Brasil, não é necessário haver uma prioridade no recebimento de dividendo para que uma ação seja, nos termos da lei, preferencial e possa ter destituído o direito de voto; basta que lhe seja atribuída uma prioridade no reembolso de capital no caso de liquidação.
17. E, especificamente quanto à supressão do direito de voto das ações, desde o Decreto 21.536/32, autorizou-se a exclusão do direito de voto das ações preferenciais, conforme se verifica de seu texto:

"Art. 1º .....

§ 3º - Os estatutos poderão deixar de conferir as ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos as ações comuns, inclusive o de voto, ou de conferi-los com restrições, não podendo, porém, impedir a seus possuidores a fiscalização dos atos da administração, tal como é, por lei, facultada aos acionistas comuns, nem lhes vedar o direito de requerer a dissolução e a falência da sociedade, nos casos previstos em lei." (grifou-se)

18. No Decreto-lei nº 2.627/40, a questão era igualmente disposta no *caput* do art. 81, *in verbis*:

"Art. 81. Os estatutos poderão deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações comuns, inclusive o de voto, ou conferi-los com restrições, observado o disposto no art. 78."

19. A Lei nº 6.404/76 repete a autorização, nos seguintes termos:

"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."

20. Inobstante a supressão do direito de voto não seja obrigatória na ação preferencial, a exclusão desse direito de voto das ações preferenciais tornou-se generalizada, sendo rara a companhia que tenha ação preferencial com direito de voto, ainda que restrito, conforme já notou o ilustre co-autor do anteprojeto que se converteu na Lei nº 6.404/76, José Luiz Bulhões Pedreira:

"Embora a lei admita ações preferenciais com direito de voto, em regra esse direito lhes é negado, ou reconhecido de modo limitado, porque a razão que justifica essas vantagens patrimoniais [nota: prioridade no recebimento de dividendo ou no reembolso de capital] da ação preferencial são as restrições de outros direitos – especialmente o de voto – a que ficam sujeitas." (A Lei das S.A., vol. II, p. 80 – grifos e nota aditados)

#### AQUISIÇÃO DO DIREITO DE VOTO POR AÇÕES PREFERENCIAIS

21. O direito posto sempre assegurou a aquisição, em caráter transitório, do direito de voto das ações preferenciais destituídas deste direito que fizessem jus a dividendos fixos.

22. No Decreto nº 21.536/32, dispunha o art. 3º:

"Art. 3º As ações preferenciais adquirirão o direito de voto de que não gozarem, pelos estatutos, sempre que, pelo prazo neles fixado e nunca superior a três anos, deixarem de ser pagos os dividendos fixos que lhes competirem, conservando esse direito até que os dividendos voltem a ser pagos, se estes não forem cumulativos, ou até que sejam pagas os dividendos cumulativos em atraso." (grifou-se)

23. Posteriormente, o Decreto-lei nº 2.627/40, no seu art. 81, parágrafo único, dispunha que:

"Parágrafo único. As ações preferenciais adquirirão o direito de voto, de que não gozarem em virtude dos estatutos, quando, pelo prazo neles fixado, que não será superior a três anos, deixarem de ser pagos os respectivos dividendos fixos, direito que conservarão até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso." (grifou-se)

24. Finalmente, o artigo 111, § 1º da Lei nº 6.404/76, por sua vez, regulou a questão da seguinte forma:

"§ 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." (grifou-se)

25. A Exposição de Motivos do anteprojeto que resultou na Lei nº 6.404/76 esclareceu que se pretendia manter a norma do referido Decreto-Lei nº 2.627/40, "assegurando às ações preferenciais o direito de voto se as vantagens patrimoniais previstas no estatuto não lhes fossem pagas", eliminando ainda as dúvidas ou omissões evidenciadas na aplicação da legislação anterior.
26. Para tanto, ampliou-se a aplicação do dispositivo para abranger também as ações preferenciais com dividendos prioritários *mínimos*, sendo que diversos autores já se pronunciaram, salientando a similaridade com o regime anterior, com a ressalva da inclusão apenas de referência expressa aos dividendos *mínimos*.<sup>(1)</sup>
27. A transcrição dos dispositivos legais acima dá a nota de que a aquisição do direito de voto por parte das ações preferenciais não é corolário de toda e qualquer ação preferencial que não receba dividendo, mas tão-somente daquelas ações preferenciais que tenham alguma prioridade no recebimento de dividendos fixos ou mínimos.
28. Ocorre que, como igualmente visto acima, a ação para ser preferencial não precisa necessariamente, no regime do anonimato brasileiro, ter uma prioridade no dividendo, bastando que tenha uma prioridade no reembolso.
29. A Lei nº 6.404/76, então, distingue clara e expressamente, no que toca à aquisição no direito de voto na hipótese de não recebimento de dividendo, o tratamento dado às ações preferenciais, entre aquelas que têm como vantagem a prioridade no recebimento do dividendo e aquelas que têm como vantagem a prioridade no reembolso de capital.
30. E tal distinção não é desprovida de razão.
31. De fato, a lei autoriza a supressão do direito de voto das ações preferenciais em troca de uma vantagem patrimonial, que, como se viu, pode tanto ser uma prioridade no recebimento do dividendo, como uma prioridade no reembolso do capital, ou ambas, evidentemente. A atribuição de ao menos uma dessas preferências é condição para que se possa suprimir o direito de voto da ação.
32. Pode-se, então, dizer que a supressão do direito de voto das ações preferenciais pressupõe uma vantagem de ordem patrimonial, que a lei brasileira estabeleceu taxativamente: prioridade no reembolso do capital ou prioridade no recebimento de dividendo. São estas as contrapartidas legalmente estabelecidas para a supressão do direito de voto. Autoriza-se, então, a supressão do direito de voto, mas, em contrapartida, exige-se uma compensação patrimonial legalmente prevista.
33. Uma vez que esta contrapartida ou esta compensação não se verifique, a lei autoriza a aquisição do direito de voto, mas o faz apenas para o caso das ações preferenciais que tenham como vantagem o recebimento de um dividendo prioritário, fixo ou mínimo, nos termos do § 1º do art. 111.
34. A razão para a aquisição do direito de voto nesta hipótese é evidente. Se a contrapartida, a compensação que autorizou a supressão do direito de voto das ações preferenciais não se verificou, o esperado pagamento do dividendo fixo ou mínimo prometido às ações preferenciais não se consumou, e com base nele houve a supressão do direito de voto, devem as ações preferenciais que tenham este direito adquirir o direito de voto, em caráter transitório, frise-se, até que recebam o dividendo prioritário a que fazem jus, inclusive os atrasados se cumulativos.
35. Dito de outra forma, se aquela vantagem, aquele benefício que, do ponto de vista exclusivamente patrimonial, distinguia a ação preferencial da ação ordinária não se materializou, na oportunidade estatutária e legalmente prevista, não há mais razão para que, do ponto de vista político, haja a distinção entre as ações preferenciais sem direito de voto e as ações ordinárias. Na hora que a distinção patrimonial se verifique, volta a ter lugar a distinção política.
36. Mas, como se afirmou acima, a lei não prevê tal aquisição do direito de voto para as ações preferenciais cuja vantagem seja exclusivamente o reembolso de capital. E não o faz por razões de ordem absolutamente lógica.
37. Ora, se a vantagem, a compensação, a contrapartida, que autorizou a supressão do direito de voto consiste não no recebimento de um dividendo prioritário, mas sim em uma prioridade no reembolso de capital, com ou sem prêmio, quando da liquidação da companhia, fica desenganadamente sem sentido a atribuição de um direito de voto pelo não recebimento do dividendo, pois a previsão legal tem lugar quando o benefício patrimonial atribuído como preferência não se verifica. Não há mora nem frustração no cumprimento da preferência estabelecida.
38. E não se pode deixar ao olívio o fato de que não há dispositivo legal que atribua direito de voto para as ações preferenciais cuja vantagem seja a prioridade no reembolso de capital na hipótese de incumprimento desta preferência, porque não só após a liquidação a companhia, a princípio, será extinta, mas também porque a Lei nº 6.404/76 já dispõe expressamente que, na liquidação de companhia, todas as ações votam, mesmo as ações preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito. Confira-se o que dispõe o § 1º do artigo 213 da Lei nº 6.404/76:
- "§ 1º Nas assembléias-gerais da companhia em liquidação todas as ações gozam de igual direito de voto, tornando-se ineficazes as restrições ou limitações porventura existentes em relação às ações ordinárias ou preferenciais; cessando o estado de liquidação, restaura-se a eficácia das restrições ou limitações relativas ao direito de voto."
39. À vista disso, parece-me que a decisão unânime do Colegiado da CVM ao apreciar o recurso interposto pela Serrana aplicou corretamente o direito posto, não merecendo qualquer reparo, sendo essa, mesmo, a orientação que, a meu ver, deve ser seguida e mantida.
40. Recordo que, na hipótese de ações preferenciais, a análise do direito comparado, sem o devido cuidado, pode ensejar conclusões equivocadas.<sup>(2)</sup> Primeiramente, deve-se ver o que as legislações específicas exigem e o que a prática das companhias acabou por consagrar.
41. Nesse sentido, advirto que não há uma regra universal no tratamento das ações preferenciais sem direito de voto. De fato, alguns países as admitem, mas sem lhes fixar os contornos mínimos, baseados apenas na liberdade de contratar; outros países exigem requisitos mínimos; outros lhes vedam a existência.
42. Igualmente, não há uma regra geral sobre a eventual aquisição ou recuperação dos direitos de voto por parte das ações preferenciais sem direito a voto.

43. Algumas legislações prevêem a recuperação do direito de voto, transitoriamente, caso não se verifiquem os dividendos preferenciais previstos especificamente para estas ações, havendo, ainda nestas legislações, variações sobre o momento da aquisição deste direito – imediatamente, no exercício seguinte, no período de 3 anos, etc.
44. Outras legislações não trazem qualquer regra a respeito da aquisição de direito de voto, sendo certo que, nestas hipóteses, as ações preferenciais, mesmo com dividendo fixo ou mínimo, jamais adquirirão o direito de voto transitório.
45. Há ainda legislações que atribuem um acréscimo ao dividendo preferencial, aumentando-se-lhe o percentual respectivo, como uma espécie de dividendo multa.
46. Assim, como disse, as citações e as referências ao direito comparado devem ser realizadas com muita cautela.
47. Nessa linha, destaco que as citações de direito estrangeiro devem ser examinadas levando-se em conta não só o seu teor específico, mas também o que dispõe as legislações específicas.
48. Veja-se, exemplificativamente, o que Fran Martins diz a respeito da posição na Alemanha e na Argentina:

*"Se o dividendo preferencial não foi pago, ou se não for pago inteiramente, em determinado ano, e o dividendo permanecer no todo ou em parte sem ser pago no fim do ano seguinte, as ações gozarão dos direitos de voto enquanto o dividendo atrasado não for pago" (Würdinger, H. German Company Law. London. Oyez. 1975. p.24-5)*

*As ações preferenciais terão direito de votar nas assembleias durante todo o tempo em que se encontrem em mora no recebimento dos lucros que constituem sua preferência.*

*Obtém-se dessa forma um justo equilíbrio entre os direitos patrimoniais e os direitos políticos da ação. (M. Sasot Betes e M. P. Sasot. Sociedades anônimas – Las Asambleas. 1978. p. 308-9)" (grifos adotados)*

49. Muito bem. A leitura destas citações do direito alemão e argentino – respectivamente dividendo preferencial e dos lucros que constituem sua preferência – deixa claro que não se está a falar do não recebimento de qualquer dividendo, mas sim, tal qual a lei brasileira, de um dividendo específico, que constitui a vantagem da ação preferencial.
50. Examinando-se, por sua vez, as legislações daqueles países, verifica-se que, diferentemente do Brasil, na Alemanha e na Argentina, a ação preferencial precisa, obrigatoriamente, ter uma prioridade no recebimento de dividendo, não podendo ter apenas, como expressamente autorizado no art. 17 da Lei nº 6.404/76, prioridade no reembolso do capital.
51. Está-se, então, diante daquelas situações onde o exame da doutrina e do direito comparado deve ser feito considerando-se, com redobrada atenção, as distinções e as similitudes, principalmente porque aqui não há a exigência, comum em várias legislações, como na lei italiana, ao tratar das *azioni di risparmio*: "dalla atribuzione di duplice privilegio patrimoniale, nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale" (*Novissimo Digesto, v. VII, p. 774, Massimo Bione*).
52. Tem-se, evidentemente, a distinção: (i) no Brasil, são admitidas ações preferenciais cuja única vantagem seja a prioridade no reembolso do capital; (ii) na Alemanha e na Argentina, não; (iii) na Alemanha e na Argentina, é pressuposto para uma ação ser preferencial a atribuição de dividendos prioritários, daí poder se extrair a regra geral de que as ações preferenciais adquirirão o direito de voto se não receberem os dividendos prioritários a que fizeram jus (regra esta, de resto, idêntica à que há no Brasil quando a vantagem atribuída consistir em dividendo prioritário fixo ou mínimo - § 1º do art. 111); (iv) as ações preferenciais que tenham como prioridade o reembolso de capital não se beneficiam do art. 111, § 1º, que se refere apenas à prioridade no recebimento de dividendo fixo ou mínimo.
53. O fato é que a possibilidade de exclusão do direito de voto das ações preferenciais e a recuperação deste direito pelo não recebimento do dividendo fixo ou mínimo especificamente atribuído a estas ações decorrem de regras legais expressas. Caso não houvesse esta regra legal expressa - a do § 1º do art. 111 - as ações preferenciais, ainda que com direito a dividendo fixo ou mínimo, jamais adquiririam o direito de voto, mesmo que não viessem a receber quaisquer dividendos, como ocorrem em certas legislações estrangeiras.
54. No Brasil, há regra expressa e ela deve ser aplicada nos estritos termos de sua previsão, conforme o direito posto e, portanto, apenas às hipóteses em que as ações preferenciais tenham direito a dividendos fixos ou mínimos.

#### INTERPRETAÇÕES CONTRÁRIAS

55. As interpretações contrárias a esta aqui exposta, a despeito da admiração e respeito devidos, são a meu ver equivocadas e, d.v., não decorrem da lei.
56. Não discuto e não questiono o mérito da tese de *lege ferenda*, até porque este voto, por suas evidentes limitações, não seria o local apropriado, mas cumpre-me examinar e decidir o assunto conforme o direito posto.
57. As interpretações que pretendem atribuir a toda e qualquer ação preferencial, independentemente da vantagem que detenha, o direito de voto pelo não pagamento de dividendos, a meu ver, negam vigência ao texto legal do § 1º do art. 111 e, segundo penso, muitas vezes confundem dividendo obrigatório com dividendo prioritário e o que seja a vantagem legalmente atribuída à ação preferencial.
58. O texto da lei é de uma clareza que, a rigor, dispensaria linhas alongadas para explicá-lo. O § 1º diz expressamente "*deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizeram jus*".
59. Já se viu acima que a referência a estes dividendos específicos tem lugar exatamente porque, nos termos do art. 17, I da Lei nº 6.404/76, este tipo de dividendo constitui uma das vantagens da ação preferencial.
60. O dividendo obrigatório, escusado dizer, não é preferência, nem vantagem, porque atribuído e devido a todas as ações, indistintamente. Não há confundir dividendo obrigatório com dividendo fixo ou mínimo. O primeiro é atributo de todas as ações de emissão da companhia, enquanto o segundo e terceiro são atributos das ações preferenciais.
61. José Luiz Bulhões Pedreira já se manifestou sobre o conceito de prioridade no recebimento de dividendo, em passagem que nos permitimos transcrever:

*"O direito de participar nos lucros da companhia, que é um dos elementos essenciais da ação, tem por objeto uma quota-parte ideal dos lucros. Se a companhia emite apenas ações ordinárias, todas as ações concorrem, em igualdade de condições, à distribuição de dividendos: a quantidade de lucros que, por força de disposição estatutária ou deliberação da Assembleia Geral, deve, periodicamente, ser repartida entre os*

acionistas, é dividida – em partes iguais – pelo número das ações por capital social.

A ação preferencial com dividendo prioritário classifica os acionistas em dois grupos distintos, e cria entre esses grupos uma ordem de preferência na repartição dos lucros: a quantidade total dos lucros é repartida, em primeiro lugar, entre as ações preferenciais, até que o quinhão atribuído a cada uma atinja o montante do dividendo prioritário que lhe é assegurado, e somente depois de feita essa divisão é que tem início a repartição de lucros entre as ações ordinárias, que tem por objeto a quantidade de lucro que remanesce depois de determinado o dividendo das preferenciais.

O montante do dividendo prioritário (fixo ou mínimo) pode ser determinado no próprio estatuto (tantos cruzados, ou centavos de cruzados, para cada ação preferencial) ou ser determinável segundo critérios estatutários (uma porcentagem do valor nominal das ações). É, todavia, juridicamente impossível o estatuto criar ação com dividendo prioritário não determinado nem determinável [nota: evidentemente esta determinabilidade não pode depender da decisão da maioria, a teor do que diz o § 1º do art. 202].

Na vigência do decreto-lei nº 2627/40 difundiu-se entre nós redação de dispositivo estatutário sobre ações preferenciais que é exemplo de prioridade inexistente, porque absolutamente indeterminável: o estatuto dispõe que as ações preferenciais gozam de prioridade na distribuição de dividendo mas é omissivo sobre a quantificação do dividendo prioritário. Dispositivo estatutário com esse teor não assegura nenhuma vantagem efetiva às ações preferenciais. Não satisfaz, portanto, aos requisitos da lei sobre criação de ações preferenciais." (A Lei das S.A. p.81 e 82)

62. Transcrevo aqui, por oportuno, o opínimo da PJJ, em parecer específico:

"De pronto, nota-se que as duas espécies de dividendos acima mencionados possuem uma característica comum. Ambas estabelecem prioridade no recebimento de dividendos. *Ou seja, ambas têm a garantia de que somente depois de lhes serem assegurados os dividendos mínimos ou fixos é que o eventual saldo remanescente, após a atribuição dos dividendos prioritários devidos a todas as classes de ações preferenciais, será destinado ao pagamento dos dividendos das ações ordinárias.*

O dividendo obrigatório, ao seu passo, não estabelece qualquer privilégio. Isto porque é garantia de todo e qualquer acionista, não havendo, por parte da lei, qualquer distinção que indique minimamente uma vantagem ou privilégio. Esta, aliás, é a lição de TAVARES BORBA, *in verbis*:

*O dividendo obrigatório, cuja definição consta no art. 202, não faz qualquer distinção entre espécies ou classes de ações. "Os acionistas têm o direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício social, a parcela dos lucros..." O destinatário da norma é o acionista em geral, não o acionista ordinário ou mesmo o acionista sem dividendo prioritário.*

Destarte, por ser uma garantia geral dos acionistas contra a apropriação injustificada de lucros, não há como caracterizá-lo como vantagem patrimonial. Isto é, se a ação preferencial, como visto, tem como elemento característico a previsão de uma vantagem patrimonial – premissa maior –; e se o dividendo obrigatório não é uma vantagem, posto ser uma garantia geral – premissa menor –; logo, a falta de pagamento de dividendo obrigatório não pode ser caracterizada como supressão de vantagem econômica, posto que o conceito de dividendo obrigatório não se subsume no de dividendo fixo ou mínimo constante no inciso I, do *caput* do art. 17 e do § 1º, do art. 111, todos da Lei 6.404/46." (notas de rodapé suprimidas)

63. O exame da Lei nº 6.404/76 dá a exata noção de que o dividendo mínimo ou fixo, atribuído exclusivamente às ações preferenciais é objeto de diversas proteções legais específicas, as quais não socorrem as ações desprovidas destes dividendos, tanto ordinárias quanto preferenciais.
64. Assim é que o art. 203 estabelece expressamente que a constituição de qualquer reserva (estatutária, lucros a realizar, retenção), exceto a legal, não prejudicará o pagamento do dividendo mínimo ou fixo das ações preferenciais.
65. O mesmo artigo 203 estabelece, também, que a faculdade de a companhia deixar de pagar o dividendo obrigatório por incompatibilidade com a situação financeira da companhia estabelecida no parágrafo 4º do art. 202 não se aplica às ações preferenciais com dividendo fixo ou mínimo.
66. Evidentemente, estas proteções não se aplicam às ações preferenciais cuja vantagem seja a prioridade no reembolso de capital, nem àquelas que tenham direito ao dividendo aumentado de 10% ou de participar na oferta pública obrigatória de que trata o art. 254-A.
67. Tudo isso prova, e prova demais, que o dividendo obrigatório não se confunde com o dividendo mínimo ou fixo atribuído como vantagem das ações preferenciais e possuem conteúdo e proteções absolutamente específicos e não atribuíveis às demais ações preferenciais.
68. Por igual razão – qual seja, falta de disposição legal – a proteção do parágrafo 1º do art. 111 não se aplica às ações preferenciais que não detenham dividendo fixo ou mínimo como vantagem.
69. Aliás, as proteções das ações preferenciais que tenham como vantagem dividendo fixo ou mínimo são tão vigorosas que o legislador houve por cautela deixar claro que o pagamento deste tipo especial e protegidíssimo de dividendo no regime da lei tinha seu limite na regra maior e fundamental da proteção do capital social, fazendo, por isso, ressalva expressa no parágrafo 3º da Lei nº 6.404/76 (parágrafo 1º do texto original da Lei, antes das reformas de 1997 e 2001) de que "os dividendos, ainda que fixo ou cumulativo, não poderão ser distribuídos em prejuízo do capital social".
70. E isso porque as ações com tais direitos têm uma remuneração mínima garantida, de valor certo e determinado, contingente apenas à apuração de lucros pela companhia suficientes ao pagamento deste dividendo. Uma vez apurados os lucros, eles se destinam primeiramente ao pagamento desta remuneração – que representa quase que uma renda fixa, uma taxa de juros – mesmo que ela represente mais do que o dividendo obrigatório; na verdade, ela pode alcançar até 100% do lucro distribuível, o que, em última instância, pode significar que as ações ordinárias não receberão qualquer lucro nesse exercício e mesmo em exercícios futuros se este dividendo for cumulativo.
71. Atribuir o direito de voto às ações preferenciais porque a companhia não pagou dividendo a nenhum acionista, vale dizer, titular de ação ordinária ou preferencial, quando a vantagem atribuída à ação seria a prioridade no reembolso de capital quando da liquidação da companhia, e não a prioridade no recebimento de dividendo fixo ou mínimo, seria aplicar uma sanção sem que haja o descumprimento ou a frustração da preferência; a vantagem prometida não deixou de ser entregue; não é demais repetir que o fundamento, neste caso, para a exclusão do direito de voto não é o recebimento de um dividendo prioritário, mas sim a prioridade no reembolso de capital.
72. Não há razão, então, do ponto de vista sistemático, para se impor uma sanção, um ônus, quando não houve qualquer descumprimento do pactuado, nem muito menos um tratamento patrimonial menos vantajoso para as ações preferenciais. Não houve descumprimento do privilégio previsto estatutariamente. Não há mora da companhia, daí porque a lei argentina é precisa ao dispor que as ações preferenciais possuirão direito de voto "*durante el tiempo en que es encuentren en mora en recibir beneficios que constituyen su preferencia*".
73. Nem a ação ordinária nem a ação preferencial, na hipótese, receberam qualquer dividendo. Foram tratadas de forma absolutamente iguais. E a regra, o contratado, era isso: as ações preferenciais não teriam direito de voto e receberiam dividendo quando as ações ordinárias recebessem. Ora, se ninguém está recebendo qualquer dividendo e as ações preferenciais específicas têm prioridade no reembolso de capital – essa a sua

vantagem e não o dividendo fixo ou mínimo – não se deve atribuir direito de voto.

74. A propósito, recorde-se que a ação preferencial com prioridade no reembolso do capital, em tese, tem uma proteção maior do que a ação ordinária contra a má-gestão, uma vez que na hipótese de liquidação da companhia prefere às ações ordinárias no reembolso do capital, podendo, inclusive, ser estabelecido o recebimento de um prêmio. Ou seja, na hipótese de um insucesso empresarial ou na impossibilidade de a companhia preencher seu fim, a ação preferencial da espécie está melhor protegida do que as ações ordinárias.
75. Correndo o risco de ser repetitivo, tem-se que os titulares de ações preferenciais abrem mão do direito de voto e da participação mais ativa na gestão da companhia, em troca de uma maior proteção na hipótese de liquidação da companhia, inclusive na hipótese de má-gestão. O que vale dizer que as ações preferenciais, se a companhia for bem gerida, recebem, no mínimo (ressalvada a hipótese de dividendo fixo para as companhias fechadas ou da conjugação desse dividendo com o direito de participar na oferta pública obrigatória de que trata o art. 254-A), segundo o regime vigente, o mesmo que as ações ordinárias e ainda tem uma preferência na liquidação da companhia. Ou seja, em regra, no regime vigente, não há hipótese de as ações ordinárias receberem maiores dividendos do que as ações preferenciais.
76. Pode-se até contestar, em tese, a conveniência da opção legislativa que admite a restrição ao direito de voto em troca, somente, da prioridade no reembolso, como fazem alguns autores, os quais sustentam que, na verdade, quando se dissolve uma companhia pouco ou nada há, usualmente, a partilhar.
77. Essa restrição também a faz José Luiz Bulhões Pedreira, co-autor do anteprojeto que se converteu na Lei nº 6.404/76, mas de *lege ferenda*:  
"Sou ainda de opinião de que a lei deve proibir a companhia aberta de emitir ações preferenciais cuja única vantagem seja a prioridade no reembolso no caso de liquidação. Esse tipo de ação deve existir na lei para as sociedades fechadas, e em geral é usado na composição com credores, em caso de saneamento financeiro de empresas, mas não se deve permitir a distribuição no mercado de ações preferenciais cuja única vantagem patrimonial é inteiramente teórica, porque as companhias de mercado não se liquidam, em regra se extinguem por incorporação, fusão ou cisão, e não mediante liquidação". (*In Sociedade Anônima, Escola de Magistratura do Estado do Rio de Janeiro, I Ciclo de Conferências para Magistrados, 1993, págs. 174/175*)
78. Não se pode, porém, até que a lei também seja alterada, deixar de aplicá-la ou afastar sua aplicação sob o fundamento de que a opção legislativa não é adequada.
79. O fato é que, querendo ou não, gostando ou não, a Lei das S.A. expressamente autoriza:
- i. a desigualdade entre os direitos conferidos às ações ordinárias e preferenciais;
  - ii. a supressão do direito de voto das ações preferenciais;
  - iii. ações preferenciais cuja vantagem consista unicamente na prioridade no recebimento de dividendo;
  - iv. ações preferenciais cuja única vantagem seja a prioridade no reembolso de capital; e
  - v. a aquisição do direito de voto apenas para as ações preferenciais cujo privilégio seja o recebimento de um dividendo prioritário fixo ou mínimo.
80. Destaco que o direito de voto não é um direito essencial do acionista, nos termos do que dispõe o art. 109, contrariamente ao que parecem supor alguns especialistas.
81. De outro lado, a autorização constante do art. 17 da Lei das S.A. é de extrema relevância e não tem sido atentada. De fato, o art. 17 autoriza expressamente a desigualdade de direitos entre ações ordinárias e preferenciais e esta desigualdade que é autorizada pelo art. 17 diz respeito exatamente a dois dos direitos considerados pela lei essenciais aos acionistas, quais sejam: (i) participar nos lucros sociais; e (ii) participar no acervo da companhia em caso de liquidação.
82. Esta noção é de fundamental importância porque pode significar que, na prática, os acionistas titulares de ações ordinárias em determinados exercícios – ou até em todos – ou na hipótese de liquidação da companhia, acabem por ficar desprovidos desses direitos essenciais: (i) participar nos lucros sociais; e (ii) participar no acervo da companhia em caso de liquidação, por conta da vantagem outorgada às ações preferenciais.
83. Então, o argumento de que o direito à participação nos lucros é um direito fundamental também não socorre à tese da aquisição do direito de voto por qualquer ação privilegiada, pois que a participação no acervo da companhia também é um direito essencial, nos termos do art. 109, da Lei das S.A., que autoriza textualmente a supressão do direito de voto, que, por sua vez, como vimos, não se constitui em direito essencial dos acionistas.
84. Além disso, recorde-se que não há hipótese de o acionista titular de ações ordinárias receber dividendos sem que o titular de ações preferenciais receba, embora o inverso possa acontecer. Assim, não é, no plano jurídico, possível que o acionista titular de ações preferenciais deixe de receber dividendo e que o acionista titular de ações ordinárias receba. Não se fala, então, em privação na participação nos lucros sociais, mas apenas na eventual inexistência destes lucros e daí, evidentemente, a inexistência de pagamento de dividendo, ocasião em que ambas as ações com ou sem voto, ordinárias ou preferenciais, ficarão sem receber dividendo.
85. Ainda neste tópico, ressalto que, senão todas, pelo menos a maioria das manifestações acostadas à solicitação da SEP não destoam do presente entendimento porque diz respeito a ações preferenciais que detinham prioridade no recebimento de dividendo, como era o caso da Telebrás, da Zivi-Hercules e da Casa José Silva, valendo o mesmo comentário para o Parecer de Orientação CVM nº 16, que trata apenas do dividendo da ação preferencial, e não do dividendo obrigatório.
86. A suposta orientação contrária ao entendimento anterior da CVM é, a meu ver, mais aparente do que real, uma vez que, conforme referido, as manifestações anteriores faziam referência expressa a hipóteses onde o § 1º do art. 111 tinha inquestionavelmente cabida, pois que havia dividendo fixo ou mínimo para as ações preferenciais.

#### REFORMA DA LEI Nº 6.404 PELA LEI Nº 10.303

87. Confirmam o entendimento até aqui exposto os trabalhos realizados na Câmara dos Deputados, tendo o legislador, duplamente, por ocasião da promulgação da Lei nº 9.457/97, seguida da Lei nº 10.303/01 – ambas alterando a redação do artigo 17 da Lei nº 6.404/76 -, deixado propositalmente de inserir qualquer alteração à redação do artigo 111, § 1º, que pudesse lhe estender o alcance.
88. Nessa linha, recorro que o substitutivo ao projeto de Lei nº 3.115/97, de autoria do Deputado Federal Emerson Kapaz, propôs a alteração da

redação do § 1º, do artigo 111, para que as ações preferenciais adquirissem direito de voto caso a companhia deixasse de pagar pelo prazo de três exercícios consecutivos os dividendos a que fizessem jus, mesmo que não fossem fixos ou mínimos, sendo suficiente o não pagamento do dividendo obrigatório.

89. Contra esta pretensão se insurgiu o Deputado Armando Monteiro, que apresentou, em 04.04.2000, emenda supressiva de nº 21, justificando-a nos seguintes termos:

"A obtenção do direito de voto quando não houver distribuição de dividendo só deve ser permitida às ações com dividendo fixo ou mínimo. Para os outros acionistas, só haverá dividendo quando houver lucro. Não devem adquirir o voto quando não houver distribuição de dividendo, porque não fazem jus a dividendos quando não há lucros". (grifou-se)

90. No mesmo sentido manifestou-se o Deputado Jutahy Júnior, nas discussões <sup>(3)</sup> que antecederam a Lei nº 10.303/01, ao analisar nova proposta de alteração do artigo 111 da Lei nº 6.404/76, mediante a seguinte justificativa, para a manutenção do citado artigo sem qualquer alteração, a qual foi integralmente acatada:

"É inadequada a redação sugerida para o § 1º do artigo 111 da Lei das S/A, tendo em consideração que o direito de aquisição de voto pelos titulares de ações preferenciais somente tem pertinência em se tratando de dividendos mínimos ou fixos, consoante ensina a melhor doutrina de direito societário. Não se justifica, portanto, a alteração proposta para os dispositivos em comento, que devem permanecer consoante o texto em vigor." (grifou-se)

91. À vista das manifestações acima, todas constantes dos anais da Câmara dos Deputados, fica desengandamente demonstrado que o legislador não só sabia da exata extensão da redação atual e original do § 1º do art. 111 e de suas limitações, que já era de todos conhecida, e optou, consciente e deliberadamente, por não alterá-la.
92. E vou além para dizer que a reforma da Lei nº 6.404/76 terminou por não privilegiar as ações preferenciais com dividendos fixos ou mínimos para as companhias abertas e restringir as hipóteses de incidência do § 1º do art. 111, pois que o § 1º do art. 17 estabelece que para as novas ações preferenciais emitidas após a entrada em vigor da Lei nº 10.303/01 deverão conter, 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; e
- b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido 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."
93. A Lei nº 10.303/01 acabou por abolir o dividendo fixo isoladamente, para as companhias abertas, e a limitar o dividendo prioritário mínimo à forma do inciso I. A hipótese do inciso II não trata de dividendo mínimo ou fixo, conforme já demonstrou a doutrina <sup>(4)</sup>, mas sim de um dividendo aumentado ou acrescido. Finalmente, a hipótese do inciso III, evidentemente não se constitui em dividendo, mas apenas no direito de participar da oferta obrigatória de que trata o art. 254-A da Lei das S.A.
94. Significa dizer que, a menos que as companhias abertas atribuam um dividendo mínimo ou fixo, em adição aos requisitos do § 1º do art. 17 – o que inquestionavelmente pode ser feito –, a hipótese de incidência do § 1º do art. 111 ficará restrita ao inciso I, e mesmo assim condicionado à eventualidade de que a companhia não tenha patrimônio líquido negativo nos exercícios pertinentes.

#### CONCLUSÃO

95. Ante todo o exposto, parece-me que o entendimento do Colegiado da CVM apresentado no Processo CVM nº 97/1297, está rigorosamente correto à luz do direito positivo brasileiro, inclusive após a edição da Lei nº 10.303/01, não merecendo qualquer reparo, devendo ser mantida, portanto, esta orientação para as áreas técnicas da CVM.

É este o meu voto.

Rio de Janeiro, 8 de janeiro de 2003

Luiz Antonio de Sampaio Campos

Diretor-Relator

<sup>(1)</sup> Cf. LUIZ GASTÃO PAES E BARROS LEÃES, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, vol. 2, p. 236.

<sup>(2)</sup> Vide, entre outros: RENÉ RODIÉRE, *Les Action de Preference en Droit Comparé*, Editions A. P. Done, Paris; PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais das Ações Privilegiadas*, Almedina, Portugal; FELIPE DE SOLA CAÑIZARES, *Tratado de Sociedades por Acciones en el Derecho Comparado*.

<sup>(3)</sup> Justificativa apresentada na emenda supressiva nº 25.

<sup>(4)</sup> Nesse sentido destacam-se, entre outros: PAULO CEZAR ARAGÃO (in "A Reforma da Lei das S.A, Jorge Lobo - Coordenador, Atlas, pp. 158/169); LUIZ LEONARDO CANTIDIANO, em artigo publicado na Revista Abamec-RJ, outubro de 97