

Reg.Col. nº 3793/2002,

Reg.Col. nº 3794/2002,

Reg.Col. nº 3795/2002,

e Reg.Col. nº 3796/2002.

Assunto: Consultas sobre o art. 8º da Lei nº 10.303/2001 e o art. 17, § 1º da Lei nº 6.404/76

Relator: Luiz Antonio de Sampaio Campos

Senhores Membros do Colegiado,

Trata-se de diversas consultas formuladas por companhias abertas a respeito do entendimento desta Autarquia acerca da necessidade de adaptação das ações preferenciais existentes anteriormente à promulgação da Lei nº 10.303/2001 e que tenham direitos distintos daqueles elencados na nova redação do § 1º do art. 17 da Lei nº 6.404/76, bem como sobre a hipótese de exclusão do direito de recesso mencionado no *caput* do art. 8º da Lei nº 10.303/2001.

I

O artigo 17 da Lei nº 6.404/76, alterado pela Lei nº 10.303/2001, passou a exigir que sejam atribuídas às ações preferenciais admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários uma das vantagens arroladas no seu § 1º, a seguir descritas:

"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."

O artigo 8º da Lei nº 10.303/2001, por sua vez, que traz regras de disposições transitórias, na parte pertinente ao assunto, estabelece:

"Art. 8º A alteração de direitos conferidos às ações existentes em decorrência de adequação a esta Lei **não confere o direito de recesso** de que trata o art. 137 da Lei nº 6.404, de 1976, se efetivada até o término do ano de 2002.

.....
§ 3º As companhias abertas somente poderão emitir novas ações preferenciais com observância do disposto no art. 17, § 1, da Lei nº 6.404, de 1976, com a redação dada por esta Lei, **devendo os respectivos estatutos ser adaptados ao referido dispositivo legal no prazo de 1 (um) ano**, após a data de entrada em vigor desta Lei." (grifei)

A questão que merece solução e apreciação diz respeito à necessidade de adaptação das ações preferenciais já existentes, que tenham direitos distintos daqueles elencados no rol do § 1º do art. 17.

II

Por ocasião da promulgação da Lei nº 9.457/97, estabeleceu-se divergência doutrinária a respeito da incidência imediata do dividendo aumentado de 10% para as ações preferenciais já emitidas, sustentando alguns (i) a incidência imediata da norma e outros (ii) a incidência apenas para as ações preferenciais que viessem a ser emitidas.

Na defesa da incidência imediata destacaram-se, sem prejuízo de outras, as opiniões de Fabio Konder Comparato (*Revista do IAB*, vol. 88, p. 91 e ss.), Paulo Cezar Aragão (*A Reforma da Lei das S.A., Atlas*, 1998, p. 157 e ss.) e Nelson Laks Eizirik (*Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*, 2ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 51 e ss.).

Contrários à incidência imediata avultaram as opiniões de José Luiz Bulhões Pedreira (*Revista de Direito Renovar*, vol. 12, p. 107 e ss), Luiz Alberto Colonna Rosman (*Revista Forense*, nº 341, p. 161 e ss.) e Luiz Leonardo Cantidiano (*Revista Forense* 360, p. 61 e ss).

Já na vigência da Lei nº 10.303/2001, as opiniões novamente se dividem.

Defendem a incidência imediata e a necessidade de adaptação dos estatutos, entre outros: Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik (*A Nova Lei das S.A., São Paulo: Saraiva*, 2002, p. 100 e ss.)

Na linha da não incidência imediata e conseqüente desnecessidade de adaptação estatutária, em razão do respeito ao direito adquirido tem-se: Luiz Leonardo Cantidiano (*Reforma da Lei das S.A., p. 82*) e Jorge Lobo (*Revista da CVM n. 34, p. 52 e ss.*). Esse entendimento é também ao que chegou a procuradoria jurídica da CVM, conforme PARECER/CVM/PJU/Nº 006/2002.

Há, ainda, opiniões que sustentam que não haveria direito de recesso, porque expressamente eliminado no *caput* do art. 8º da Lei nº 10.303/2001, mas seria exigível em qualquer hipótese a assembléia especial, como a de Carlos Augusto da Silveira Lobo (*Ações Preferenciais – Inovações da Lei nº 10.303/2001* – p. 107 e ss., *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas - Forense*).

A questão de direito intertemporal e a aplicação das leis a situações já constituídas, notadamente quando se trata de sociedades anônimas, já é de si uma das mais tormentosas, a desafiar bibliotecas inteiras e diversos volumes sobre este único assunto.

No caso específico das alterações introduzidas pela Lei nº 10.303/2001 a questão ganha vulto e dificuldade maiores em função do descuido e da falta de técnica com que foram tratadas as disposições de direito transitório, trazendo muita insegurança para as companhias abertas e seus acionistas, bem como para os operadores do direito chamados a opinar.

Em regras de direito transitório deveria haver certeza e não dúvidas, como no caso presente.

A conclusão a que chego, após examinar as disposições legais pertinentes e os conceitos jurídicos apropriados, é que as companhias existentes não precisam se adaptar, muito embora possam fazê-lo, sem direito de recesso, nos termos do art. 8º da Lei 10.303/2001.

Chego a esta conclusão, para minha felicidade, sem adentrar no igualmente conturbado e tormentoso tema do direito adquirido, sustentado por alguns, o que implicaria fazer um juízo a respeito da constitucionalidade, ou melhor, inconstitucionalidade de alguns dispositivos da Lei nº 10.303/2001.

Diz o art. 17, parágrafo 1º, da Lei nº 6.404/76, com as alterações introduzidas pela Lei nº 10.303/2001:

"Independente 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 - (*omissis*);

II – (*omissis*);

III – (*omissis*)"

Inicialmente convém fazer uma distinção entre o dispositivo constante do § 1º do artigo 17, introduzido pela Lei nº 10.303/2001, e aquele estabelecido pela Lei nº 9.457/97.

A nova lei não tornou ilegais, em sentido estrito, dividendos distintos daqueles previstos no § 1º do art. 17, mas apenas estabeleceu que as ações a que fossem atribuídas tais vantagens incompatíveis com o elenco exaustivo constante do texto legal não poderiam ser "admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários" (Lei nº 6.404/76, § 1º do art. 17, em sua nova redação).

Criou-se, assim, uma condição adicional para admissibilidade à negociação, impondo a nova lei às companhias abertas a necessidade de atribuir às ações preferenciais ao menos um dos direitos previstos no novel parágrafo 1º do art. 17.

Este aspecto merece ser analisado com cuidado, e aparentemente as primeiras manifestações sobre o assunto limitam-se a repetir o que foi dito em 1997, num sentido ou em outro, sem atentar para essa diferença de tratamento: ao contrário do que sucedeu em 1997, em que a nova disciplina dos dividendos das ações preferenciais foi imposta, sem ressalva, a todas as ações preferenciais, o regime agora é bem diverso. A nova disciplina seria condição de permanência no mercado de valores mobiliários, e não mais de legalidade das ações preferenciais em circulação.

Caso prevaleça e faça sentido esta distinção, sustentam alguns que estaríamos diante da discussão sobre direito adquirido a regime jurídico, que vem sendo descartada pelos Tribunais superiores. Ou: haveria direito adquirido a continuar sendo negociada no mercado de valores mobiliários?

Também esta questão não enfrentarei no meu voto, pois, no caso, parece-me irrelevante.

De fato, parece-me desnecessário adentrar no espinhoso terreno do direito adquirido e do regime jurídico, pois que, haver ou não direito adquirido, não altera minha conclusão.

É que, a meu ver, se o parágrafo 1º do art. 17 pretendesse de fato atingir situações já estabelecidas, notadamente as ações preferenciais emitidas pelas companhias abertas já existentes, deveria tê-lo feito expressamente, de uma forma vigorosa, a não dar margens a dúvidas sobre o conteúdo dessa disposição, desse comando.

Penso que um dispositivo com essa intenção deveria dizê-lo com todas as letras, com toda ênfase.

À falta de uma manifestação evidente nesse sentido, parece-me que a melhor interpretação é aquela que reconhece uma distinção entre o estoque e o fluxo das ações preferenciais. Essa interpretação está de acordo com os melhores princípios de hermenêutica, a meu ver, pois, se dúvida houvesse, deveria se optar pela interpretação que respeita as situações já estabelecidas, negando-lhe efeitos retrooperantes, por mínimos que sejam.

Nesse sentido, as ações preferenciais que já hoje são negociadas no mercado de valores mobiliários não precisam se adaptar e permanecem com a sua negociabilidade admitida, sendo desnecessário qualquer ato adicional.

Estas ações já estão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários e, da leitura do parágrafo 1º do art. 17 "somente serão admitidas", não vislumbro a força necessária a impedir a negociação das ações já admitidas. E o parágrafo 3º do artigo 8º abaixo transcrito confirma este entendimento, como se verá.

Evidentemente, as ações preferenciais que forem emitidas a partir da vigência da Lei nº 10.303/2001, para que sejam admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários, deverão conter ao menos um dos direitos elencados no rol do parágrafo 1º do art. 17.

Feito o exame do art. 17, parágrafo 1º, da Lei nº 6.404/76, deve-se analisar a disposição transitória constante do art. 8º da Lei nº 10.303/2001, aplicável às ações de emissão das companhias, nas disposições pertinentes.

"Art. 8º A alteração de direitos conferidos às ações existentes em decorrência de adequação a esta Lei **não confere o direito de recesso** de que trata o art. 137 da Lei nº 6.404, de 1976, se efetivada até o término do ano de 2002.

.....

§ 3º As companhias abertas somente poderão emitir novas ações preferenciais com observância do disposto no art. 17, § 1, da Lei nº 6.404, de 1976, com a redação dada por esta Lei, **devendo os respectivos estatutos ser adaptados ao referido dispositivo legal no prazo de 1 (um) ano**, após a data de entrada em vigor desta Lei." (grifei)

A leitura do parágrafo 3º do art. 8º acima transcrito, a meu ver, fortalece a interpretação que me parece mais adequada. Com efeito, diz o referido parágrafo 3º que as companhias abertas somente poderão emitir ações preferenciais em consonância com a nova redação do parágrafo 1º do art. 17, da Lei nº 6.404/76.

Essa disposição, a meu ver, autoriza as seguintes conclusões:

- i. o parágrafo 1º do art. 17 somente é aplicável às ações preferenciais emitidas após a sua promulgação; e
- ii. as ações preferenciais de companhias abertas que já estavam admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários não precisam se adequar e podem continuar a ser negociadas livremente no mercado de valores mobiliários.

De fato, não me parece razoável o dispositivo do parágrafo 3º do art. 8º caso se pretendesse, efetivamente, a adequação das ações preferenciais já emitidas por companhias abertas e em circulação. Extraio, desta disposição, a conclusão de que a lei, novamente, como em outras disposições, quis regular para frente, para o fluxo, sem interferir no estoque, certamente em homenagem à estabilidade das relações e respeito aos pactos já estabelecidos.

Ora, se a lei quisesse efetivamente estender seus efeitos às situações já estabelecidas, só posso entender que deveria tê-lo feito expressamente, como aliás fez enfaticamente para as novas emissões, o que, diga-se de passagem, seria até ocioso, pois que se trataria desenganadamente de situação já constituída sob o amparo da vigência da nova lei. *Tempus regit actum*.

Resta examinar agora o conteúdo e o significado prático do *caput* do art. 8º da Lei nº 10.303/2001, relativamente às ações preferenciais.

A meu ver ele se aplica não às adaptações obrigatórias, mas sim às adequações que decorram da vontade formada na assembléia geral.

A propósito, tenho sérias dificuldades conceituais em aceitar a existência de direito de recesso em deliberações assembleares obrigatórias, decorrentes do cumprimento de imposições legais. O recesso foi concebido na Itália para equilibrar a vontade da maioria com a vontade da minoria, em hipóteses de transformações dramáticas no contrato de sociedade. Jamais foi estruturado para conciliar a vontade da lei com a vontade da minoria.

O direito de recesso tem como pressuposto a formação livre da vontade social através da deliberação assemblear; não a formação compulsória, que não decorre da vontade dos votantes, mas da vontade da lei.

Esse efeito, aliás, já foi examinado, entre outros, por Raúl Ventura, no Direito Português:

"Devem distinguir-se a modificação do conteúdo da relação jurídica de sociedade (modificação que tanto pode ser operada por lei como por deliberação social, quanto às partes desse conteúdo derivadas respectivamente da lei ou do contrato) e a modificação do contrato, a qual abrange exclusivamente a parte convencional daquele conteúdo. Mesmo que, por hipótese, ao falar em "modificação do contrato", se dê à palavra "contrato" o significado amplíssimo de "relação" nascida do acto-contrato, importaria depois distinguir, quanto ao regime das modificações, a parte de origem legal e a parte de origem contratual dessa relação.

Quando é modificada a lei que, em certo momento, integrava o conteúdo da relação de sociedade, há manifestamente uma mudança nesta relação, mas não há uma alteração do contrato, a qual só ocorre quando são modificadas as estipulações das partes"; ("Comentários ao Código das sociedades Comerciais – Alterações do Contrato de sociedades", Livraria Almedina, Coimbra, 1988, 2ª ed., p. 20 - grifei)

Acresce, ainda, que o recesso não pode e não deve ser tratado como uma penalidade, mas apenas como uma oportunidade para que o acionista descontente se retire da sociedade, em hipóteses específicas, cada vez mais reduzidas. Não se destina nem a penalizar a companhia – muito embora possa reduzi-la a nada, como observou Vivante – nem a enriquecer o acionista dissidente.

Prosseguindo neste raciocínio, seria algo estranho imaginar que o legislador teria pretendido onerar a companhia pela não adaptação de seus estatutos, quando se sabe que esta decisão não depende da companhia, mas sim de seus acionistas reunidos em assembléia geral. É ato de acionista, e não da companhia.

De outro lado, se o valor do recesso fosse inferior à cotação de bolsas de valores, mormente nas companhias cujo patrimônio líquido esteja negativo, não haveria sentido no tal recesso. Ou seja, se o recesso for vantajoso, não faz sentido e se não for, não faz também.

Mas o *caput* do art. 8º há de ter uma finalidade, que precisa ser examinada.

Neste particular, discordo especialmente da conclusão da manifestação aposta no PARECER/CVM/PJU/Nº 006/2002, pelo seu ilustre Procurador Chefe, Dr. Henrique de Rezende Vergara, quando diz que "as alterações das preferências de ações da espécie em comento realizadas nas assembléias gerais configurará, portanto, deliberação de natureza espontânea, sujeitando-se à disciplina dos arts. 136 e 137 da Lei das S.A."

A meu ver, esta opinião negaria vigência ao *caput* do art. 8º da Lei nº 10.303/2001, retirando-se-lhe qualquer conteúdo prático, pois que (i) se não haveria necessidade de adaptação para as ações preferenciais já emitidas – com o que eu concordo –, e (ii) se a emissão de novas ações preferenciais por companhias abertas somente será admissível se a estas novas ações for atribuído um dos direitos previstos no rol do parágrafo 1º do art. 17, o que, como visto, não ensejaria recesso, pois estaríamos a tratar do cumprimento de obrigação legal e não de manifestação livre de vontade social; a conclusão a que se chega é que não há recesso porque não haveria mesmo recesso, o que me parece irrazoável.

A razão de ser do art. 8º parece-me estar no estabelecimento de um prazo, um momento no qual o legislador facultou aos acionistas alterar o pacto social, notadamente os direitos conferidos às ações preferenciais, mas retirando o ônus do recesso que recai sobre a companhia.

Nesse sentido, segundo a interpretação que faço da lei, caso fossem alteradas as vantagens das ações preferenciais já emitidas, seria necessária a

realização de assembléia especial, a teor do que dispõe o art. 136, parágrafo 1º da Lei nº 6.404/76.

De fato, o art. 8º eliminou apenas a incidência do recesso, mas não fez qualquer supressão à assembléia especial. Não o fazendo e considerando que a adaptação é facultativa e não obrigatória, a realização da assembléia especial, nas hipóteses previstas no art. 136, parágrafo 1º, é de rigor.

E, na perspectiva da adaptação facultativa, parece-me perfeitamente coerente este entendimento.

Primeiro, porque, conforme já se disse acima, não me parece razoável a supressão ou restrição de direitos por via oblíqua.

Segundo, porque dentro do conceito liberal e majoritário, que deveria marcar as sociedades anônimas, o legislador deixou às maiorias o poder de decidir sobre a conveniência ou não da adaptação dos estatutos sociais na parte que toca às ações preferenciais.

Assim, as maiorias envolvidas, isto é de ações ordinárias e preferenciais prejudicadas, deveriam se manifestar, cada qual em seu foro próprio, assembléia geral e assembléia especial, respectivamente. O que as maiorias decidissem estaria decidido e obrigaria as minorias respectivas, fiel ao princípio que rege o anonimato.

Evidentemente, isto poderia ser feito a qualquer momento da vida social, mas se feito fora do prazo previsto no art. 8º, traria o inconveniente do recesso, que oneraria as companhias. Daí porque o legislador optou por momentaneamente excluir o recesso nessa hipótese.

E a opção legislativa tem o conveniente de permitir que as partes envolvidas, acionistas titulares de ações ordinárias e preferenciais, decidam livremente e sem o inconveniente do recesso, que, como já se viu, muitas vezes traz o incentivo errado.

De fato, já se verificou e já se disse que o recesso muitas vezes é mal utilizado, pois que decorre não da divergência sobre o conteúdo da deliberação adotada, mas do valor financeiro que ele pode representar para o acionista dissidente. O recesso portanto pode ser utilizado não como um legítimo direito do acionista de se retirar da sociedade quando diverge de uma deliberação, mas sim como uma oportunidade para que determinados acionistas obtenham maiores ganhos, mesmo sabedores de que a deliberação adotada é a melhor para a companhia.

Essas situações avultam quando os preços das ações encontram-se deprimidos no mercado de valores mobiliários ou quando por efeitos contábeis, muitos deles inclusive resultantes da época da inflação, o valor patrimonial encontra-se distorcido.

A esse respeito já se pronunciou o insigne co-autor da Lei das S.A., José Luiz Bulhões Pedreira:

"(...) depois da combinação da correção monetária do patrimônio líquido das companhias com a baixa cotação das ações dos mercados de capitais levou investidores mais interessados em resultados especulativos do que na continuidade e no crescimento das companhias a procurar transformar o mecanismo que a lei criou para proteger os legítimos interesses acima referidos em instrumento de lucro fácil, à custa da descapitalização da empresa" (A Lei das S.A., vol. II, p. 341/342 - grifei).

Portanto, uma deliberação sobre as ações preferenciais sem o direito de recesso, mas com a exigência da aprovação da maioria das ações preferenciais prejudicadas, estaria limpa destes efeitos distorcidos do recesso e respeitaria o princípio do majoritário em ambas as espécies de ações envolvidas, dando a todos os envolvidos a oportunidade de se manifestar.

E, a meu ver, haveria muita conveniência em que as companhias se adequassem às novas exigências das ações preferenciais.

É que as companhias abertas somente poderão emitir ações preferenciais com os direitos previstos no parágrafo 1º do art. 17. Essa situação traz em si o inconveniente de congelar a liquidez das ações preferenciais já emitidas e cujos direitos sejam distintos daqueles previstos no parágrafo 1º. Haverá, então, claramente uma divisão de liquidez se as companhias abertas emitirem ações preferenciais e considerando que liquidez pode ter reflexo na cotação das ações, isso pode ser prejudicial tanto para as ações preferenciais antigas quanto para as novas.

Portanto, os acionistas, ordinários e preferenciais, poderão livremente decidir o que consideram melhor para a companhia aberta e para si próprios. A liberdade prevalecerá.

Apesar de óbvio, recordo que o acréscimo de vantagens ou outros direitos às ações preferenciais existentes não exige assembléia especial.

Por cautela, haja vista a existência de opiniões que divergem da que ora exponho, parece-me que as companhias abertas que tivessem ações preferenciais em circulação, para evitar disputas, poderiam adotar um dos seguintes caminhos, os quais, a meu ver, eliminariam as divergências e, creio, fariam com que o mercado as vissem com bons olhos:

- i. criar uma nova classe de ações preferenciais, com pelo menos uma das vantagens previstas no novo parágrafo 1º do art. 17 da Lei nº 6.404/76 e inserir uma cláusula nas ações preferenciais existentes permitindo a conversibilidade na nova classe de ações preferenciais criadas; ou
- ii. atribuir, adicionalmente às vantagens já atribuídas as ações preferenciais existentes, pelo menos uma das vantagens previstas no novo parágrafo 1º do art. 17 da Lei nº 6.404/76.

É este o meu voto.

Rio de Janeiro, 22 de novembro de 2002.

Luiz Antonio de Sampaio Campos

Diretor Relator