

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA

**BREVE ESTUDO SOBRE A NATUREZA
DAS AÇÕES PREFERENCIAIS**

SANDRO LUIZ CHAGAS

ORIENTADOR: Prof. Márcio Souza Guimarães

JUNHO 2005

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA

**BREVE ESTUDO SOBRE A NATUREZA DAS AÇÕES
PREFERENCIAIS**

SANDRO LUIZ CHAGAS

ORIENTADOR: Prof. Márcio Souza Guimarães

JUNHO 2005

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

Dedico este projeto, que engloba desde o início do curso até a conclusão desta monografia, aos meus familiares, pelo incentivo, e ao meu Mestre Wu Jih Cherng (*in memoriam*) pelas incomensuráveis lições que pacientemente ensinou ao seu ‘gafanhoto’.

Todos os agradecimentos do mundo não seriam suficientes para expressar o quanto foram importantes para mim as seguintes pessoas:

Professor Ary, pelo incentivo sincero e pela paciência oriental;

Professor Márcio, por dedicar um pouco de seu disputado e valioso tempo para meu auxílio;

Elessandra Correa, a mão sempre amiga nos momentos complicados, e

Claudia de Oliveira Hasler, *'I get by with a little help of my friends'*.

RESUMO

Este resumido estudo destina-se às ações preferências, peça integrante e de considerável importância ao mercado de valores mobiliários.

Desde o início incompreendida e cercada por polêmicas, hoje em dia as ações preferenciais se vêem ameaçadas pelas debêntures, valor mobiliário representativo de dívida da companhia.

Tentaremos, nas páginas seguintes, compreender um pouco da história das ações preferenciais, comparando as modificações que a legislação impôs a estas ações durante o tempo.

SUMÁRIO

FOLHA DE ROSTO	1
TERMO DE RESPONSABILIDADE	2
DEDICATÓRIA	3
AGRADECIMENTOS	4
SUMÁRIO	5
RESUMO	6
INTRODUÇÃO	7
II- AS AÇÕES PREFERENCIAIS	9
2.1- Definição	9
2.2- Histórico	9
III- LIMITES DE EMISSÃO	12
IV- O DIREITO TRANSITÓRIO A VOTO	16
V- PREFERÊNCIAS E VANTAGENS	20
VI- DEBÊNTURES X AÇÕES PREFERENCIAIS	24
CONCLUSÃO	27
VIII- ANEXOS	28
IX- BIBLIOGRAFIA	32

INTRODUÇÃO

“É inquestionável que nas companhias abertas existem dois tipos de investidores: aqueles que comandam os seus destinos ou que têm um interesse direto no processo de formação da vontade social, entre os quais se destaca o acionista controlador, e aqueles que estão interessados exclusivamente nos seus resultados econômicos e financeiros, na valorização e na liquidez do investimento que realizaram. Para os primeiros, o direito de voto e o de influenciar nas deliberações sociais é decisivo, enquanto que para os últimos, as vantagens patrimoniais e financeiras são fatores mais relevantes do que a existência de direitos políticos. Assim, a possibilidade de as companhias emitirem ações de duas espécies teria por objetivo suprir esses dois tipos de expectativas.”¹

Contemplada desde a primeira legislação que tratou especificamente do direito societário no Brasil, as ações preferenciais teriam sua existência amparada em dois pilares que, até o presente momento, não foram contestados: i) a idéia de que o investidor se interessa mais pelos dividendos distribuídos do que com a administração da companhia, e ii) o baixo custo que representa nas companhias, que captam recursos sem abrir mão do controle acionário.

Mas, se o objetivo principal do investidor é auferir lucro sem participar da gestão da companhia e, do empresário, captar recursos sem compartilhar o controle, não seria mais lucrativo para ambas as partes a emissão de debêntures ao invés das aludidas ações ?

Os constantes problemas de interpretação dos dispositivos legais que regem as ações preferenciais ao longo dos anos, aliado à má-fé de muitos empresários, que interpretam a lei a seu favor causando fragorante prejuízo a estes acionistas fazem com que reflexões como a do parágrafo anterior sejam cada vez mais freqüentes no meio acadêmico e no próprio mercado.

O objeto deste breve estudo será traçar um retrato das ações preferenciais, focando em alguns de seus pontos controversos e propor a reflexão acerca do que seria, realmente, o melhor modo de investimento/financiamento das companhias abertas nos tempos atuais.

¹ Costa e Silva, Francisco da

Na primeira parte de nosso estudo, traçaremos um breve histórico da evolução da lei societária através dos tempos, e daremos algumas definições que consideramos ser necessárias.

Diretamente atingida por 5 modificações ao longos dos anos - o Decreto nº21.536/32, o Decreto-Lei nº2.625/40, a Lei nº6.404/76, a Lei nº9.457/97 e a Lei nº10.303/01 – discutiremos, na segunda parte, a evolução das ações preferenciais no tempo, comentando os principais tópicos controversos que mereceram a atenção do legislador: i) os limites de emissão; ii) o direito transitório a voto; iii) preferências e vantagens e iv) comparação entre debêntures e ações preferenciais.

A terceira parte, apresentaremos nossa conclusão e anexos, além das referências bibliográficas.

Ressaltamos que este estudo está limitado pelo número de páginas. Portanto, não poderíamos, mesmo que quiséssemos, empreender um trabalho mais profundo, buscando as raízes do problema e, conseqüentemente, suas soluções.

II- AS AÇÕES PREFERENCIAIS

2.1- Definição

Se considerarmos que todas as ações que fazem parte do capital social de uma companhia aberta têm efetivamente direito a voto nas discussões assembleares, a ação preferencial seria a espécie de ação que teve o seu direito de voto trocado por uma vantagem patrimonial ou econômica.

2.2- Histórico

As ações preferenciais surgiram pela prática de costumes, tendo sido regulamentada pela primeira vez através do Decreto nº21.536, em 15.06.32.2

Promulgada durante o começo do Estado Novo de Getúlio Vargas, época em que a economia brasileira era essencialmente agrícola, o grande objetivo deste normativo era atingir principalmente as poucas sociedades comerciais de economia fechada existentes no país.

Na década de 40, o começo, ainda que tímido, da industrialização nacional fez com que as atenções do legislador se concentrassem na ampliação dos conceitos do Decreto nº21.536/32. Em 26.09.40, foi outorgado o Decreto-Lei nº2.625, que dispôs sobre as sociedades por ações.

2 Leme, Ernesto - Das Acções Preferenciaes Nas Sociedades Anonymas (Livraria Acadêmica, Saraiva, 1933),

Durante a década de 60, duas leis deram impulso ao mercado de capitais brasileiro, que chegou a alcançar, durante pelo menos 10 anos, patamares próximos à ficção.

A Lei 4.728, de 14.04.65, conhecida como ‘Lei do Mercado de Capitais’ disciplinou o mercado e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento, tais como: i) reformulação da legislação sobre Bolsa de Valores; ii) transformação dos corretores de fundos públicos; iii) em Sociedades Corretoras, forçando a sua profissionalização; iv) criação de Bancos de Investimento, a quem foi atribuída a principal tarefa de desenvolver a indústria de fundos mútuos de ações; v) criação de uma diretoria no Banco Central – Diretoria de Mercado de Capitais com a finalidade específica de regulamentar e fiscalizar o mercado, as Bolsa de Valores, a intermediação e as companhias emissoras.

Em 10.02.67, o Decreto-Lei nº 157/67 deu origem ao que ficou conhecido como “Fundo 157” que concedia incentivos fiscais para os contribuintes que investissem no mercado de valores mobiliários. Com essa faculdade, seguiu-se um rápido crescimento da demanda por ações por parte dos investidores, sem que o respectivo aumento na emissão de novas ações fosse observado.

A conseqüência lógica foram as altas espetaculares que a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro sofreu no período de 1967 a 1972, culminando com o que foi chamado de ‘Boom da Bolsa do Rio’: entre dezembro de 1970 a junho de 1971 e as cotações chegaram ao seu ponto máximo. Em resumo: a falta de ações em circulação movimentou sobremaneira o mercado secundário, alavancando o valor destes papéis. Neste período, dois dispositivos legais vieram complementar as medidas institucionais que falharam para consolidação definitiva do mercado de capitais no Brasil: a Lei 6.385/76 e a Lei 6.404/76.

A Lei 6.385/76 criou a CVM e introduziu no mercado uma instituição governamental com o “status” idêntico ao do Banco Central, destinada exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado, fiscalizar as Bolsa de Valores e as Companhias Abertas.

A Lei nº6.404/76, que revogou o Decreto-Lei nº2.625/40, criou a Lei das Sociedades Anônimas.

Francisco da Costa e Silva, ex-presidente da Comissão de Valores Mobiliários, traça um panorama da situação econômica da época:

“A Lei nº6.404/76, representou um significativo esforço institucional para a criação de um modelo que estimulasse a organização e o funcionamento da grande empresa privada em contraponto à crescente participação do estado na poupança nacional. Adicionalmente, pretendeu criar no País um mercado primário de ações, buscando engajar significativos contingentes de investidores na formação do capital de risco exigido pela grande empresa.

(Na década de 70) as empresas não financiavam a sua expansão através da colocação de ações junto ao público, diferentemente do que aconteceu, por exemplo, nos Estados Unidos desde o século 19. No nosso país, as empresas, quando muito, abriam seus capitais para poderem captar recursos oriundos de um mecanismo criado pelo governo chamado Fundo 157. (...) Sua intenção não era de se transformar em verdadeiras companhias abertas, mas simplesmente captar recursos mais baratos que estavam, circunstancialmente, à sua disposição.”³

Vinte anos depois de sua promulgação, a Lei nº6.404/76 já não conseguia atender plenamente às demandas do mercado, tendo em vista a mudança sensível que ocorreu no perfil da economia neste ínterim. Se antes o mercado de capitais era visto como mero canal de acesso de recursos a um custo reduzido, em 1997 o panorama econômico era outro:

“As empresas hoje em dia não podem mais contar com o crédito fácil ou com subsídios governamentais para financiar suas atividades ou seus programas de investimento. Têm que buscar os recursos no mercado, sob a forma de colocação de valores mobiliários. E essas necessidades se tornarão cada vez maiores na medida em que, para enfrentar as profundas desigualdades sociais existentes, o País necessita crescer a taxas elevadas.”⁴

Assim sendo, em 1997 foi promulgada a Lei nº9.457/97, que atualizou a Lei das S.A. Contudo, discordâncias a respeito da aplicação deste documento entre o mercado demandou o preparo de uma nova lei pudesse, finalmente, dar formato definitivo à Lei das Sociedades por Ações. Em 2001 foi promulgada a Lei nº10.303/01.

³ Costa e Silva, Francisco da – pg 117

⁴ ibidem

III- LIMITES DE EMISSÃO

A Lei de 1932 não previa limites para a participação das ações preferenciais no capital social da empresa. Segundo Trajano de Almeida Valverde, chegaram a existir companhias constituídas com capital representado por 90% de ações preferenciais sem direito a voto.

No intuito de evitar discrepâncias como a relatada no parágrafo anterior, o legislador, quando da elaboração do Decreto-Lei nº 2.627, tratou de estabelecer um limite para emissão das ações preferenciais sem direito a voto, de acordo com a previsão do parágrafo único do seu artigo 9º:

“Art. 9º As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são comuns ou ordinárias e preferenciais, estas de uma ou mais classes, e as de gozo ou fruição”.

“Parágrafo único. A emissão de ações preferenciais sem direito de voto não pode ultrapassar a metade do capital da companhia.”

Contudo, na década de 70, que ficou marcada pela euforia da procura de ações, (estimulada pelo Fundo 157), aliada a pouca emissão de novas ações, o grande movimento do mercado secundário e a retração do mercado financeiro internacional, resultado da 1ª Crise do Petróleo de 1973 (que encerrou uma fase áurea de recursos financeiros disponíveis com juros baixos), surgiu a necessidade de se alterar o percentual máximo de participação das ações preferenciais de 1/2 (um meio) para 2/3 (dois terços) do total de ações emitidas:

“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 restrições no exercício desse direito, não pode ultrapassar 2/3 (dois terços) do total das ações emitidas.”

Francisco da Costa e Silva, em artigo de 2002, expõe as conexões entre o panorama sócio-econômico da década de 70 com o aumento do limite de emissão das ações preferenciais:

“A elevação do percentual de ações sem direito de voto, por seu turno, como referido na exposição de motivos, teve por objetivo estimular a criação e o fortalecimento da empresa, sob o controle de empresários privados nacionais. Com os ambiciosos planos de crescimento econômico de então, se não fossem concedidas condições especiais para que empresários brasileiros controlassem as empresas que desenvolviam grandes projetos, estes ficariam ou sob controle estatal ou sob o comando de companhias estrangeiras que, além de capital, também trariam tecnologia. Há de se considerar, ademais, que os governos militares chegaram ao poder com o apoio das classes empresariais e tinham uma visão profundamente nacionalista da economia.”⁵

Todavia, desde a metade dos anos 80, o panorama internacional sofreu severas modificações, principalmente no que tange ao perfil do novo investidor do mercado de capitais. Os investidores, que antes eram compostos principalmente por pessoas físicas, passaram a ser representados pelos chamados ‘investidores institucionais’: fundos de pensão e fundos de investimentos.

Com alto grau de especialização e profissionalismo, somados às grandes quantias movimentadas, estes investidores passaram a adquirir os valores mobiliários diretamente da companhia, dispensando a participação de intermediários. Mais seletos quanto às questões de governança corporativa, os investidores institucionais também possuem condições de defender seus interesses de forma mais efetiva. O padrão de exigência destes investidores, decorrente do seu dever de diligência em prestar contas dos vultosos valores destinados aos seus cuidados., fez com que o acompanhamento do desempenho das empresas em que investiram fosse a essência de suas atividades. A consequência disso é a necessidade de participação direta na administração das empresas.

A mudança da proporcionalidade entre as ações preferenciais e ordinárias, aprovada pela Lei nº6.404/76, possibilitou a ocorrência de situações em que o controle de uma companhia poderia ser obtido com a participação de apenas 16,66% no seu capital social. Aos poucos, passou a se questionar a legitimidade do controle de uma companhia adquirido a partir de um investimento reduzido.

5 Costa e Silva, Francisco da

Uma outra característica deste período foi a multiplicação das holdings, cuja principal atividade seria a participação no capital de outras sociedades. Se o mercado começava a criticar o controle de uma companhia com pouca participação societária, a estrutura da holding potencializava este efeito, causando uma distorção maior ainda. Conforme Costa e Silva salientou:

“Nesse caso, em que empresas controlam outras empresas e, assim, sucessivamente, o volume de capital do controlador da empresa que se encontra no vértice superior da pirâmide pode ser absolutamente desprezível em relação ao total de ativos do conjunto das empresas que integram o conglomerado.”⁶

Vendo que a legislação brasileira caminhava em descompasso com as tendências internacionais, influenciadas principalmente pela globalização e pela mudança no perfil dos investidores, a Lei nº 10.303, de 31.10.2001, reduziu o percentual de participação das ações preferenciais no capital das companhias para 50% (cinquenta por cento), restaurando a redação do Decreto-Lei 2.627/40:

“Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que conferem 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.”

O limite de participação das ações preferenciais em 50 % (cinquenta por cento) do capital social da companhia faz com que a legislação brasileira ande em sintonia com as legislações italiana, portuguesa, espanhola e uruguaia que estabelecem este mesmo percentual.

A legislação francesa estabelece um limite de ¼ (um quarto) do total do capital social para a emissão das preferenciais, enquanto argentinos, chilenos e mexicanos não estabeleceram limites legais para emissão desta espécie de ações.

Os americanos também não estipulam limite para as preferenciais. Contudo, a Bolsa de Valores de Nova York é restritiva quanto a emissão de ações preferenciais, só admitindo para negociação em seus pregões companhias que possuem somente ações com direito a voto.

6 Costa e Silva, Francisco da

Não obstante a sinalização do legislador, no sentido da diminuição paulatina da força das ações preferenciais no ambiente societário, o próprio mercado também instituiu práticas neste sentido, estimulando companhias abertas a ter um tratamento mais eqüitativo entre todos os investidores.

Destas práticas de mercado, destacamos iniciativa da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, com a criação de níveis diferenciados de classificação das companhias abertas com papéis negociados em sua jurisdição, segundo critérios de Governança Corporativa previamente estabelecidos: **o Nível 2 e o Novo Mercado.**

Para a admissão no Nível 2, uma companhia aberta deve conceder o direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo.

Para o ingresso de uma companhia no Novo Mercado, é necessário que sua composição acionária seja exclusivamente de ações ordinárias, tal qual na Bolsa de Nova York.

Até o mês de abril de 2005 existiam poucas companhias que adotaram estas práticas voluntariamente, o que demonstra ainda a relutância do empresariado brasileiro em ceder a realidade econômica internacional: apenas 8 (oito) companhias puderam ser classificadas no Nível 2 e 9 (nove) no Novo Mercado.

IV O DIREITO TRANSITÁRIO A VOTO

Desde a sua aparição no direito societário nacional, as ações preferenciais levantam polêmicas a respeito do direito intrínseco de voto que fariam jus estas ações. Em suma, todas as ações – ordinárias e preferenciais – teriam o direito de voto, sendo que as preferenciais abririam mão deste direito em troca de um benefício financeiro. Assim entende a Doutora Norma Parente, Diretora da CVM:

“O direito de voto é a regra, pois é através do voto que o acionista participa ativamente da vida da companhia. Como o preferencialista é um sócio como os demais, a supressão do direito de voto só se justifica pelo efetivo recebimento de uma vantagem econômica.”⁷

Desta forma, não interessaria a natureza específica dos dividendos: toda ação preferencial que não recebe dividendo pelo período de 3 (três) anos teria o direito de voto, mesmo que não tenha assegurado dividendo prioritário fixo ou mínimo.

Portanto, a aplicabilidade do artigo 111 da Lei das S.A. serviria para tutelar um direito original que, cambiado por uma vantagem que não lhe foi honrada, deveria ser imediatamente restituído até que fosse observado o pagamento de seu benefício.

Corroborando neste sentido mestre Fran Martins:

“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.”⁸

⁷ Parente, Norma – 16.03.04

⁸ Martins, Fran - Würdinger, H. German Company Law. London. Oyez. 1975. p.24-5

Do mesmo modo, ALFREDO LAMY FILHO:

"A Lei de S.A. – é bem repetir – constitui um sistema, e todos os seus dispositivos só podem entender-se quando analisados em relação aos demais pertinentes à matéria. O que violenta a racionalidade é admitir-se que possa haver acionista "privilegiado" no gozo dos direitos essenciais dos acionistas entre os quais o de participar dos lucros, condenado a assistir impotente à má gestão e ao desperdício do investimento que fez, sem direito de votar nas assembléias gerais, enquanto outro acionista com preferência a um dividendo fixo mínimo faria jus ao exercício do voto.

(...)

A ressalva do §1º do art. 17 ("ainda que fixos ou cumulativos") introduzida para defesa do

(...)

b) toda ação preferencial – excluída do direito de voto em troca de uma vantagem patrimonial – readquire o exercício desse direito se a sociedade, gerida pelos acionistas ordinários, não realiza a finalidade para a qual foi constituída, de gerar lucros e distribuir conceito de capital social como garantia de credores deve ser entendida como implícita no §1º do art. 111, vale dizer

"as ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a três exercícios sociais consecutivos deixar de pagar os dividendos "AINDA QUE" FIXOS OU MÍNIMOS a que fizerem jus" ... etc.

Essa inteligência do texto nos parece procedente tendo em vista, especialmente que a Lei 6.404/76, introduziu o dividendo mínimo obrigatório (art. 202) que favorece a todos os acionista, sejam ou não privilegiados com ou sem reembolso."

O acionista preferencial no reembolso não fica pois, imobilizado se a sociedade não distribui dividendos: se o negócio vai mal, e caminha para a falência ou concordata (como no caso) ele adquire o direito de voto PORQUE NÃO HOUE DIVIDENDOS, SEJAM ELES FIXOS, MÍNIMOS, OBRIGATÓRIOS OU IGUAIS AOS DAS AÇÕES ORDINÁRIAS – A QUE FAZEM JUS – como todos os acionistas em geral.

Em conclusão do quanto foi dito :dividendos;9”

Por fim, conforme Francisco da Costa e Silva, ex-presidente da CVM:

“Na sistemática da Lei nº6.404/76 todas as ações – ordinárias e preferenciais – têm originalmente o direito de voto. Entretanto, facultou que o estatuto social retirasse ou restringisse o direito de voto das ações preferenciais desde que a elas fosse atribuída alguma compensação econômica efetiva. (...) a aplicação concreta da norma ao longo dos anos à realidade da vida societária, demonstra que o objetivo do legislador não foi

alcançado e que os titulares das ações preferenciais acabaram, na grande maioria dos casos, privados do direito de voto, sem a contrapartida de qualquer benefício.”¹⁰

No entanto, esta linha de pensamento não é a única, cabendo outra análise deste mesmo tema. Ao lermos o artigo 3º do Decreto nº21.536/32, vemos que a previsão do direito a voto caberia às ações preferências com dividendos fixos, caso não recebessem o dividendo que lhes fosse devido em 3 (três) exercícios sociais consecutivos:

“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.(SIC)”

Mesmo entendimento prevaleceu quando da promulgação do Decreto-Lei nº 2.627/40, no parágrafo único de seu artigo 81:

“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.

“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.”

A integração dos dividendos mínimos no rol dos possíveis requerentes ao direito transitório de voto pelo não pagamento de dividendos surgiu apenas na Lei 6.404/76:

“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 art.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”

Acompanhando a evolução da redação da lei durante os anos, temos a noção de que o legislador pretendeu contemplar o direito transitório de voto apenas às ações com

dividendos fixos ou mínimos. Partilha deste mesmo entendimento o ex-Diretor desta Autarquia, Dr. Luiz Antonio Sampaio de Campos:

“(...) 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.”¹¹

No Processo xxxxxxxx, o ilustre Diretor expõe, inclusive, expõe que seria este o entendimento vigente quando os legisladores alteraram a Lei das S.A. em 2001:

“Esclareço que essa convicção fortaleceu-se após a reforma da Lei nº 6.404/76 pela recente Lei nº 10.303/01.

É que tendo o legislador, duplamente - por ocasião da promulgação da Lei nº 9.457/97, seguida da Lei nº 10.303/01 – alterado o regime das ações preferenciais, deixou propositadamente intocada redação do artigo 111, § 1º.

E, aliás, os trabalhos legislativos provam demais. 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.

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’.

No mesmo sentido manifestou-se o Deputado Jutahy Júnior, nas discussões 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.’

À vista das manifestações acima, todas constantes dos anais da Câmara dos Deputados, fica desenganadamente 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, conscientemente, por não alterá-la.”¹²

¹¹Campos, Luiz Antonio Sampaio de – 08.01.03

¹² Campos, Luiz Antonio Sampaio de – 04.08.04

V- **PREFERÊNCIAS E VANTAGENS**

1940 - 1976

A Lei nº6.404/76 não alterou o entendimento do Decreto nº2.627/40 quanto às vantagens a serem concedidas às ações preferenciais:

“Ações preferenciais

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

I – em prioridade na distribuição de dividendos;

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

III – na acumulação das vantagens acima enumeradas.”

O que se observou foi que, na mesma medida em que existiam companhias que concediam as duas vantagens previstas (inciso III), existiam companhias que estipulavam como prioridade apenas o reembolso do capital.

Solução simplista e aparentemente fora do senso comum – já que apostar nos prováveis benefícios a serem auferidos na liquidação de uma empresa contradiz a própria função do mercado de capitais -, a concessão desta ‘vantagem’ acabava por representar uma clara ‘desvantagem’ aos preferencialistas.

Contudo, apesar do que foi descrito no parágrafo anterior, as ações com este tipo de preferência acabaram sendo aceitas no mercado. Costa e Silva aponta uma possível razão para isso:

“A resposta para essa questão é complexa, mas arriscaria afirmar que talvez a principal razão se encontre no fato do mercado de capitais brasileiro sempre teve compradores compulsórios de ações, entre os quais, os Fundos 157 e os Fundos de Pensão. Esses investidores dispunham de fluxos regulares de recursos e tinham que aplicar obrigatoriamente parte dos mesmos no mercado acionário. Com essa demanda assegurada, os controladores das empresas que pretendiam abrir o capital das respectivas companhias ficaram numa posição que lhes permitia oferecer ações, digamos assim, de qualidade inferior, sabendo que não faltariam compradores para esses títulos. Como as emissões eram geralmente destinadas a esses investidores institucionais, os demais aplicadores em ações, em especial os investidores individuais, não tiveram outra alternativa senão a de adquirir papéis com essas restrições.”

1997

Atento à invasão no mercado de emissões de ações cuja única preferência seria a prioridade no reembolso do capital, a Lei nº9.457/97, ao reformar o artigo 17, conferindo às ações preferenciais, salvo aquelas com direito a dividendos fixos ou mínimos, o direito a receber dividendos no mínimo 10% maiores do que os atribuídos às ações ordinárias:

“Ações Preferenciais

Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais:

I - consistem, salvo no caso de ações com direito a dividendos fixos ou mínimos, cumulativos ou não, no direito a dividendos no mínimo 10% (dez por cento) maiores do que os atribuídos às ações ordinárias;

II - sem prejuízo do disposto no inciso anterior e no que for com ele compatível, podem consistir:

- a) em prioridade na distribuição de dividendos;*
- b) em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele;*
- c) na acumulação das vantagens acima enumeradas.”*

Esta vantagem adicional conferiu um benefício concreto aos preferencialistas, que até aquele momento, muitas vezes tinham que se contentar exclusivamente com sua participação na distribuição do dividendo obrigatório, não sendo raros os casos em que nada restava para lhes ser pago (quando a parcela correspondente a 25% do lucro líquido era suficiente unicamente para o atendimento de outras classes de ações preferenciais com dividendos fixos ou mínimos prioritários). Assim corrobora Modesto Carvalhosa:

“Assim, a nova redação dada ao artigo 17 pela Lei nº9.457, de 1997, traz inovações moralizadoras da distorcida prática fundada na ambígua redação contida no diploma de 1976, quando falava em ‘prioridade na distribuição de dividendos’. Essa redação é que deu vazão à insidiosa interpretação de que prioridade se referia ao tempo de pagamento e não ao valor do dividendo, para, assim, suprimir o voto dos preferencialistas, sem lhes atribuir qualquer vantagem econômica.”

2001

Contudo, na década de 90 os grandes investidores passaram a querer cobrar mais vantagens da companhia para aceitar a privação do seu direito de voto. A vantagem do pagamento de dividendos superiores aos pagos aos ordinaristas, apesar de ser um benefício concreto, estava aquém das expectativas destes investidores.

Como consequência dessas pressões, a Lei nº10.303/01 alterou profundamente o regime das preferências na nova redação que estabeleceu para o artigo 17:

“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; 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.

§ 2o Deverão constar do estatuto, com precisão e minúcia, outras preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, além das previstas neste artigo.”

Ressalte-se o grande progresso trazido pelo parágrafo primeiro, que vincula a negociação no mercado de novas ações que possuam, pelo menos, uma de três vantagens pré-determinadas pelos incisos I, II e III.

Assim, conseguiu o novo regime de vantagens e preferências colocar no seu devido lugar a prioridade no reembolso do capital em caso de liquidação da sociedade.

A alternativa prevista no inciso I representa um importante momento no direito societário, *“não só porque contempla uma prioridade no recebimento de um dividendo a uma determinada taxa mínima (3%), mas também porque estabelece que esse percentual incidirá sobre o valor patrimonial da ação.”*¹³

Costa e Silva atribui a estipulação desta porcentagem de 3% a critérios políticos:

“A definição de um percentual a ser obrigatoriamente distribuído decorreu, portanto, de motivações de ordem prática, enquanto que a definição de valor (3%) teve caráter absolutamente discricionário. Não há justificativa técnica que possa embasar a adequação do percentual de 3%. O legislador optou atendendo exclusivamente a critérios políticos.”

13 Costa e Silva, Francisco – As ações preferenciais na Lei nº10.303/01, págs.: 130 e 131

VI- DEBÊNTURES X AÇÕES PREFERENCIAIS

Por último, cabe-nos especular a respeito do futuro das ações preferenciais no mercado de valores mobiliários brasileiro, no seu papel de financiador das companhias abertas.

Conforme demonstrado nos quadros anexos, nos últimos anos tem-se verificado a grande atratividade que as debêntures têm exercido nas companhias abertas, que tem utilizado freqüentemente este valor mobiliário para financiamento de longo prazo. Proporcionalmente ao avanço das debêntures, as emissões das ações preferenciais vêm sofrendo sucessivas quedas.

Classificadas como sendo títulos representativos de um empréstimo, as debêntures são, na verdade, são títulos das dívidas das empresas que rendem juros.

Aparentemente, as debêntures estariam ocupando o espaço que foi tradicionalmente preenchido pelas ações preferenciais? Seriam as debêntures as grandes adversárias das ações preferenciais, como forma de financiamento da companhia aberta? Há duas vertentes distintas: a que é a favor das debêntures e a favor das ações preferenciais.

a) a favor das debêntures

A captação de recursos via debêntures apresenta vantagens significativas para as empresas, sendo a principal delas a possibilidade de ser planejada sob medida para atender às necessidades de cada empreendimento: flexibilidade nos prazos, garantias e condições de pagamento permite adequar os pagamentos de juros e amortizações às características do projeto e à disponibilidade de recursos da companhia.

Seriam outras vantagens das debêntures i) os custos baixos de captação; ii) a classificação dos juros pagos como despesas financeiras, reduzindo a incidência de Imposto de Renda; iii) a manutenção do controle acionário da companhia, à exceção das debêntures com cláusula de conversão em ações.

Assim sendo, as debêntures estariam ocupando o espaço preenchido anteriormente pelas ações preferenciais e, em um futuro não muito distante, poderiam ser a única fonte de recursos de financiamentos das companhias abertas no mercado de valores mobiliários.

Inclusive, há quem justifique desde já a extinção das ações preferenciais, como Humberto Casagrande Neto, presidente da Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais – ABAMEC, que sustentou o ‘fim das ações preferenciais sem direito a voto’¹⁴ e Abram Szaiman, presidente da Federação e o Centro do Comércio do Estado de São Paulo, que propôs a extinção de todas as ações preferenciais.¹⁵

Modesto Carvalhosa, em seu livro Comentários à Lei de Sociedades Anônimas (pg. 142), lamentou a oportunidade perdida pelo legislador da Lei nº9.457/97 em suprimir de vez as ações preferenciais do direito societário brasileiro:

“A lei de 1997, em vez de suprimir as polêmicas ações preferenciais, como seria de se desejar, optou por dar concreção ao princípio de vantagem patrimonial já contido na Lei nº6.404, de 1976, o qual a prática societária, com o beneplácito das autoridades, deturpou ao longo dos anos, a ponto de nenhum benefício ser reconhecido aos preferencialistas. Tornaram-se estes, em consequência, acionistas de segunda classe quanto aos direitos políticos e patrimoniais, embora obrigados a subscrever em igualdade de condições com as ordinárias as chamadas de capital e de debêntures conversíveis.” ¹⁶

14 Jornal Gazeta Mercantil, 05.11.01

15 Jornal Folha de São Paulo, 04.07.01

16 Carvalhosa, Modesto - 1997

b) a favor das ações preferenciais

Grande defensor da utilização das ações preferenciais como financiadora principal das sociedades por ações, Mauro Rodrigues Penteado justifica seu entendimento da seguinte maneira:

“Poucos enfatizam que a ação privilegiada, de prioridade ou preferencial é, sim, o título societário que melhor se presta à captação de recursos no mercado, sem afetar a estabilidade do poder empresarial, mecanismo que nações civilizadas não dispensam, ao estimularem a canalização de poupanças populares para o processo produtivo. Mas que também é, e talvez principalmente, o instituto mais adaptável à boa estruturação do capital das empresas, viabilizando operações de saneamento financeiro e de reestruturação do perfil econômico e do patrimônio das companhias, além de ensejar a acomodação, com equilíbrio de direitos e obrigações, acionistas e grupos de sócios com interesses contrapostos, parcialmente convergentes ou até mesmos divergentes – sobretudo nas companhias fechadas.”¹⁷

Segundo ele, a legislação brasileira, não obstante à sensível modificação proposta pela Lei nº10.303/01, relega às ações preferenciais ao segundo plano, privilegiando diretamente as debêntures:

“A despeito disso não contou a preferencial, em nosso meio, com os mesmos cuidados e atenção que lhe devotam países de economia mais avançada, pois ao invés de privilegiá-la, nem o competente legislador de 1976 lhe deu maior atenção; os faustores das duas últimas reformas da lei acionária (a de 1997 e a atual – 2001) preferiram aprimorar a disciplina das debêntures.”

17 Reforma da Lei das Sociedades Anônimas, 2001

CONCLUSÃO

Em vista das exposições feitas nesta monografia, somos de opinião que as ações preferenciais, apesar de terem tido atenção especial dos legisladores nos últimos trinta anos, ainda está muito aquém da perspectiva real que se espera de um valor mobiliário cuja função seja injetar capital na companhia sem a partilha do controle acionário.

Progressivamente, o papel destinado inicialmente às ações preferenciais está sendo ocupado pelas debêntures, que já representam uma porcentagem de emissão muito superior às ações preferenciais.

Até a própria ação preferencial, segundo a modificação da lei nº10.303/01, ganharia um status semelhante às debêntures, passando a ser um título pré-fixado. Modesto Carvalhosa já havia emitido entendimento neste sentido antes, inclusive, da alteração de 2001:

“A criação de dividendos mínimos prefixados representa verdadeira dívida da companhia, na medida em que assegura aos acionistas preferenciais um rendimento mínimo garantido, que será pago no momento da distribuição dos lucros.

E a Lei de Sociedades Anônimas aproxima ainda mais a ação preferencial da debênture ao instituir o dividendo fixo sem participação nos lucros remanescentes.

Esse dispositivo chega a descaracterizar a ação como valor mobiliário de renda variável, participante dos lucros da sociedade. A ação preferencial com dividendo fixo é, na realidade, um valor mobiliário de renda fixa, uma espécie de debênture, à semelhança do que ocorre no direito inglês.”

VIII- ANEXOS

1) Registros de emissões de ações na CVM (1995 a 2004)

DATA	AÇÕES				
	Número de Emissões	Volume		Tipo	
		R\$ milhões	US\$ milhões	Ordinárias (%)	Preferenciais (%)
1995	31	1.935	2.111	387	613
1996	24	9.180	9.205	462	638
1997	23	3.965	3.655	315	485
1998	20	4.112	3.495	452	548
1999	10	2.749	1.468	211	589
2000	6	1.410	770	187	313
2001	6	1.353	625	209	291
2002	4	1.050	370	264	136
2003	2	523	174	100	0
2004	9	6.123	2.114	246	254

Fonte: Website CVM, 2005

2) Registros de emissões de debêntures na CVM (1995 a 2004)

DATA	DEBÊNTURES				
	Número de Emissões	Volume		Tipo	
		R\$ milhões	US\$ milhões	Simple (%)	Convertíveis (%)
1995	80	21.286	12.671	1.985	2.615
1996	137	38.608	21.686	3.655	4.745
1997	254	73.103	39.878	6.857	8.943
1998	498	143.457	78.288	13.503	17.297
1999	990	285.504	155.807	26.819	34.281
2000	1.974	569.656	310.989	53.429	68.271
2001	3.944	1.138.261	621.608	106.594	136.406
2002	7.886	2.275.999	1.243.041	213.088	272.812
2003	15.763	4.545.875	2.483.968	425.931	545.369
2004	31.526	9.091.749	4.967.936	851.861	1.090.739

Fonte: Website CVM, 2005

3) Gráficos

Gráfico 1

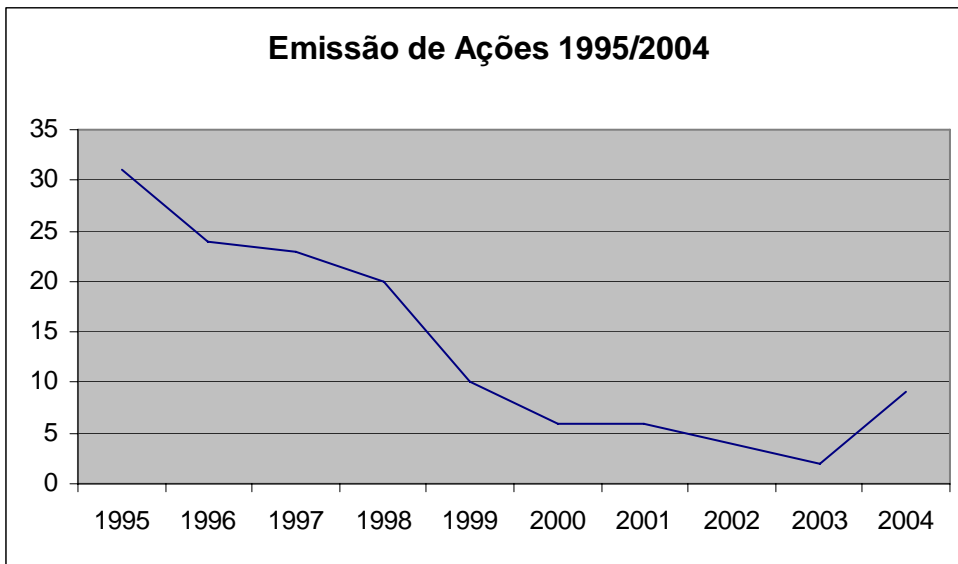


Gráfico 2

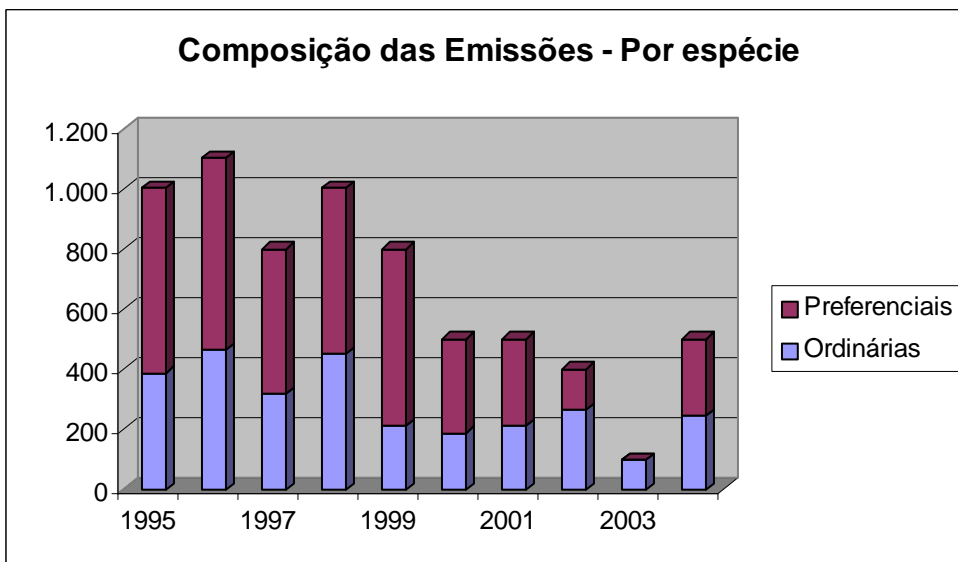
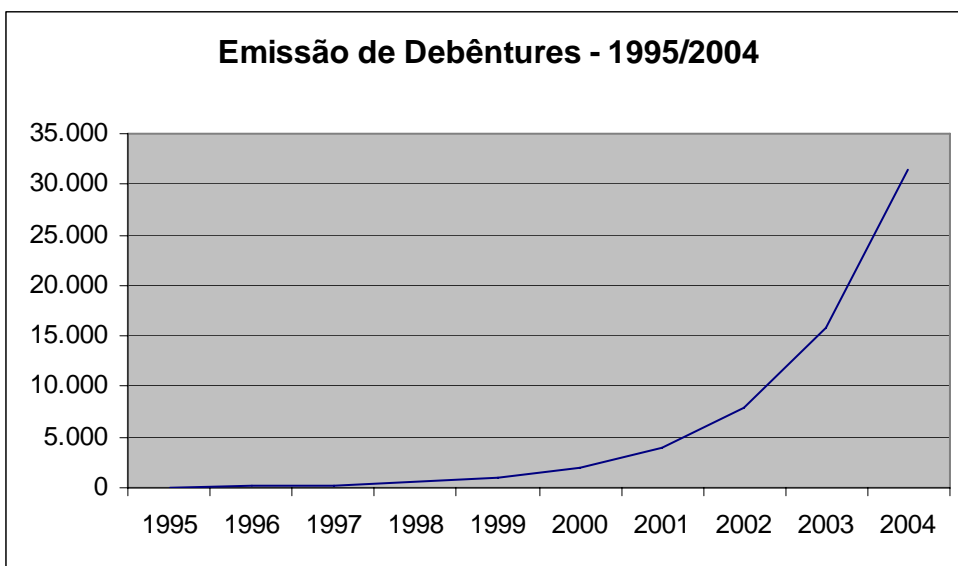


Gráfico 3



IX- BIBLIOGRAFIA

- Valverde, Trajano de Miranda – Sociedades por Ações, Editora Forense, 1959, pg. 133;
- Decreto-Lei Nº 157, 10.02.1967 – Fundo 157;
- Parente, Norma Jonssen – voto referente ao Processo Nº RJ 2002/4819, 16.03.2004;
- Campos, Luiz Antonio de Sampaio – voto referente ao Processo Nº RJ 2002/4819, 04.08.2004;
- Silva, Francisco da Costa e Silva
- o artigo 2.351 do Código Civil e o artigo 14 da Lei nº216/74 - Na Itália,
- Em Portugal, o artigo 341 da Lei das Sociedades Comerciais
- Na Espanha, o artigo 90 da Lei nº1.564/89
- No Uruguai, o artigo 323 da Lei nº10.060/89
- Na França o Artigo L228-12 do Código do Comércio ¼ do capital social
- Argentina Lei nº19.550 – artigo 217
- Chile Lei 18.046/81 – artigos 20 e 21
- México – Ley General de Sociedades Mercantiles 1934 – artigos 113