

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 13

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
julho / dezembro de 2013

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Eduardo Takemi Dutra dos Santos Kataoka, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares; Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski e Prof. Sérgio Campinho).

Editores: Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

Conselho Editorial: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

Conselho Executivo: Carlos Martins Neto, Enzo Baiocchi, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Campinho, Mariana Pinto e Viviane Perez.

Pareceristas deste número: Caroline Da Rosa Pinheiro (UFRJ), Davi Antônio Gouvêa Costa Moreira (SEUNE), Eduardo Takemi Kataoka (UERJ), Jacques Labrunie (PUC-SP), José Carlos Vaz e Dias (UERJ), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Rodrigo Rocha Monteiro de Castro (Mackenzie – SP) e Sergio Negri (UFJF).

PATROCINADORES:

ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — nº 13 (Julho/Dezembro de 2013)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins, Miranda Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

* Publicada no primeiro semestre de 2015.

UMA ANÁLISE CRÍTICA DO CONCEITO “UMA AÇÃO – UM VOTO”: A UTILIZAÇÃO SOFISTICADA DAS AÇÕES PREFERENCIAIS¹

A CRITICAL ANALYSIS OF THE CONCEPT “ONE SHARE – ONE VOTE”: A SOPHISTICATED USE OF PREFERRED SHARES

Lígia Padovani

Resumo: O presente trabalho tem por objetivo desmistificar a pecha de que as ações preferenciais sem voto não são um “bom negócio” e, a partir de uma análise crítica do conceito “uma ação, um voto” e da observação das estruturas societárias propostas pelas companhias, demonstrar que as ações preferenciais podem exercer função muito relevante e, se bem utilizadas, podem se tornar indispensáveis para garantir o bom desempenho da companhia, inclusive no processo de desenvolvimento da governança corporativa.

Palavras-chave: Ações Preferenciais. Controle. “Uma ação - Um voto”. Governança Corporativa. Interesses dos acionistas.

Abstract: The objective of this paper is to demystify the label that states preferred shares without voting rights are not a "good deal" and, from a critical analysis of the concept of "one share, one vote" and the observation of the corporate structures proposed by the companies, demonstrate that the preferred shares may exercise a very important function and, if used properly, can become indispensable to ensure the appropriate performance of the company, including the corporate governance development process.

¹ Artigo recebido em 29.01.2015 e aceito em 03.03.2015.

Keywords: Preferred Stocks. Stock Control. One share - One vote. Corporate Governance. Shareholders' interests.

Sumário: 1. Introdução. 2. As Ações Preferenciais: Considerações e Trajetória Legislativa: 2.1. O Novo Mercado da BM&FBovespa. 3. O Caso Azul e a Atuação da CVM: 3.1. Interpretação Histórica x Interpretação Sistemática da lei das S.A. (O entendimento do Colegiado da CVM). 4. Governança Corporativa: As Estruturas Societárias e (Des)alinhamento de Interesses dos Acionistas. 5. Conclusão.

1. INTRODUÇÃO

Não é de hoje que discussões envolvendo as ações preferenciais movimentam as ondas de reforma da Lei nº 6.404, de 15.12.1976 (“Lei das Sociedades por Ações”).

O uso abusivo das ações preferenciais sem voto e as práticas empresariais censuráveis fizeram com que elas passassem a ser mal vistas pelos participantes do mercado, resultando na valorização do lema “uma ação, um voto”, em manifesta aversão às ações preferenciais.

No Brasil, a evolução (ou retrocesso) da legislação a respeito do tema seguiu este raciocínio e, a partir de 2001, com a redação dada pela Lei nº 10.303 ao parágrafo 2º, do artigo 15 da Lei das Sociedades por Ações, a emissão de ações preferenciais ficou limitada a 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas pelas companhias.

No mesmo sentido, a BM&FBovespa em razão desta contaminação negativa gerada pelas operações abusivas, criou o segmento especial de listagem de companhias abertas para negociação

de valores mobiliários, denominado Novo Mercado, que exclui a negociação de ações preferenciais.

Vale ressaltar que dentre os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, a adesão ao Novo Mercado é o mais desejado pelas grandes empresas já que, em tese, garante um ambiente de negociação que estimula, simultaneamente, o interesse dos investidores (com maior liquidez das ações) e a valorização da companhia. E não foram poucas as grandes empresas que fizeram a conversão de suas ações preferenciais em ordinárias e aderiram ao Novo Mercado².

O fato é que a visão negativa sobre as ações preferenciais e o entendimento de que ela não é um “bom negócio” parece ter se alastrado pelo mercado, se materializando mundo afora.

O recente caso da Azul - Linhas Aéreas (“Azul”) submetido à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), no entanto, dá sinais de que o princípio uma ação, um voto - como a melhor forma de garantir a “igualdade” de direitos dos acionistas - começa a ser questionado. Nesse caso, o órgão colegiado dessa Autarquia aprovou a estrutura da “superpreferencial” criada pela companhia aérea, sendo que a diretora Luciana Dias³ sustentou em seu voto que tal proposta seria, até mesmo, mais transparente e mais direta que a maioria dos outros mecanismos de dissociação entre poder político e contribuição econômica presentes no Brasil.

Dessa forma, é importante a análise - que será feita a seguir - da “sombra” que paira hoje no mercado sobre as ações preferenciais e da estrutura acionária proposta pela Azul, a fim de demonstrar que as ações preferenciais podem exercer função muito relevante e, se bem utilizadas, podem se tornar indispensáveis para garantir o bom

² Entre elas é possível citar Embraer, Tim e Perdigão (atual BR Foods).

³ Diretora da CVM que participou do julgamento do recurso interposto pela Azul no Processo CVM n.º RJ2013/5993.

desempenho da companhia, inclusive no processo de desenvolvimento da governança corporativa.

2. AS AÇÕES PREFERENCIAIS: CONSIDERAÇÕES E TRAJETÓRIA LEGISLATIVA

As ações preferenciais, como o próprio nome indica, são aquelas que atribuem aos seus titulares determinadas vantagens ou preferências de ordem patrimonial se comparadas às ações ordinárias, ao mesmo tempo em que estão sujeitas a certas restrições declaradas pelo estatuto social da companhia com tal espécie de ações.

A necessidade de criação de um modelo acionário capaz de estimular a organização e o funcionamento da grande empresa privada no Brasil, com o aumento da captação de recursos de forma direta pelas companhias abertas e que, ao mesmo tempo, permitisse a conciliação entre os interesses dos empresários (manutenção do poder de controle) e o dos investidores (melhor retorno financeiro) fez com que, na prática, o direito de voto fosse o principal direito a ser restringido ou suprimido das ações preferenciais, ainda que na sistemática da Lei das Sociedades por Ações tanto às ações ordinárias quanto às preferenciais seja conferido o direito de voto.

Em síntese, as preferenciais consolidaram-se como uma espécie de ação em que os direitos de voto (políticos) foram suprimidos de seus titulares em troca de vantagens patrimoniais (se efetivamente os benefícios econômicos foram ou não – ao longo da história – auferidos pelos titulares das ações preferenciais é algo que será abordado mais adiante).

Assim, em 1932 o Decreto nº 21.536 introduziu no direito societário brasileiro, sem qualquer limite para emissão, as ações preferenciais, o que permitia que o controle das companhias fosse exercido por uma ínfima minoria. A obra do jurista Trajano de

Miranda Valverde⁴ faz um apontamento que, sob a égide deste diploma legal, havia empresas com 90% do capital social composto por ações preferenciais.

Por meio do Decreto-Lei nº 2.627, de 26.09.40, a emissão das ações preferenciais, sem direito a voto, foi – então – restrita a 50% (cinquenta por cento) do capital social da companhia, com o intuito de evitar o abuso na emissão dessa espécie de ação.

Com a promulgação da Lei das Sociedades por Ações, uma posição intermediária foi adotada e o limite para emissão das ações preferenciais aumentou para 2/3 do total das ações emitidas pela companhia. A Exposição Justificativa que acompanhou o Projeto de Lei enviado ao Congresso Nacional apontou que tal aumento de limite tinha por finalidade⁵:

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

Não obstante os objetivos lógicos e razoáveis acima perseguidos pela Lei das Sociedades por Ações não tardaram a aparecer os desvios e abusos da lei. As ações preferenciais sem direito de voto passaram a ser usadas como fonte de captação *vis a vis* a propagação de excessos pelos acionistas controladores que não

⁴ Cf. *Sociedade por Ações*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1959. p. 133.

⁵ Exposição Justificativa ao Projeto de Lei das Sociedades por Ações *apud* LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. 1, p. 226-227.

garantiam qualquer vantagem patrimonial palpável aos titulares das ações preferenciais, em contrapartida⁶.

Diante disso, adveio a reforma em 2001 com a promulgação da Lei nº 10.303 que alterou a redação do § 2º, do artigo 15 da Lei das Sociedades por Ações, vigente até os dias de hoje, e estabeleceu que “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”. Em seu Relatório, referente aos projetos de lei que resultaram na Lei nº 10.303/01, o Deputado Emerson Kapaz ressaltou “que o percentual de 50% [de ações preferenciais sem direito a voto] seria mais do que suficiente para permitir a capitalização da empresa, sem, contudo, manter a distorção atual em que se pode exercer o controle de uma empresa com propriedade de pouco mais de 15% do capital”⁷.

A nova disposição acima transcrita passou a ser mandatória para as companhias: (i) abertas e fechadas constituídas após a promulgação da Lei nº 10.303/01; (ii) fechadas preexistentes, no momento de eventual abertura de capital; e (iii) abertas constituídas exclusivamente por ações ordinárias, ao tempo de futura emissão de ações preferenciais, caso haja decisão nesse sentido. Por outro lado,

⁶ Nas palavras de Mauro Rodrigues Penteado – “Na vigência da redação original da Lei nº 6.404 sedimentou-se péssima prática empresarial representada pela emissão de ações preferenciais desprovidas do direito de voto, cuja única preferência ou privilégio consistia na prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele. Na verdade trata-se vantagem inócua, pois o reembolso do capital, em princípio, só se dá por ocasião da dissolução e liquidação da companhia, evento raríssimo em tipo de sociedade que normalmente é constituída por prazo indeterminado” (PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Ações Preferenciais*. In: LOBO, Jorge (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades por Ações: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2002. p. 191).

⁷ KAPAZ, Emerson. Relatório sobre os projetos de lei nº 3.115/97, 3.519/97 e 1.000/99 à Comissão de Economia, Indústria e Comércio da Câmara dos Deputados. In: REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. *Diário da Câmara dos Deputados*. Brasília, DF, ano LV, nº 72, 20/04/2000. p. 716-727. Disponível em: <<http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD20ABR2000.pdf#page%3D1>>. Acesso em: 14 nov. 2014.

para as companhias abertas que, antes da entrada em vigor da Lei nº 10.303/01, tivessem ações preferenciais emitidas acima do novo limite estabelecido, foi permitida a manutenção de tal estrutura com a proporção de até dois terços de ações preferenciais, inclusive nos aumentos de capital posteriores.

Conduzida por ideais e modelos pouco relacionados com a nossa realidade econômica e carregada de uma ótica deturpada por abusos e desvios da lei, a última reforma materializou o sentimento de aberração que pairava sobre o mercado em relação às ações preferenciais, prejudicando seu regime legal. Mais ainda, disseminou uma ideia frágil e equivocada de que as companhias com ações preferenciais não respeitariam as melhores práticas de governança corporativa⁸. Não por outro motivo, um ano antes, em 2000, nasceu o segmento especial de listagem da BM&FBovespa – Novo Mercado (o qual será analisado mais adiante).

O excerto do artigo da ex-diretora da CVM, Norma Parente⁹, em obra coletiva publicada logo após a promulgação da Lei nº 10.303/01, transcrito abaixo, evidencia como as ações preferenciais eram mal vistas:

A fragilidade de nosso mercado acionário decorre, principalmente, de uma lei que não protege os minoritários, que muitas vezes só não têm o controle, embora detenham a maioria das ações. No Brasil, as companhias, por não garantirem transparência nas

⁸ O professor Mauro Rodrigues Penteado disserta sobre o tema: “Pois chegou-se, até, ao absurdo de propugnar a sua extinção [das ações preferenciais] de nosso direito positivo, segundo a perspectiva, canhesta e carregada de modismo, de que o título não interessa ao mercado de capitais e nem se compadece com responsáveis e éticos padrões de gestão, administração e controle das sociedades mercantis (expressos pela alienígena e gasta expressão “governança corporativa”)” (PENTEADO, Mauro Rodrigues. Op. cit. p. 183).

⁹ PARENTE, Norma. Principais Inovações introduzidas pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedade por Ações. In: LOBO, Jorge (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades por Ações: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2002. p. 12.

informações ou retorno no investimento, são obrigadas a lançar suas ações por um valor inferior ao que suas condições econômicas permitiriam, deixando de ganhar um prêmio de seus acionistas da ordem de 22,9%. (Grifos do autor)

Nesse contexto de reforma da lei societária, PENTEADO¹⁰ também comenta sobre as ações preferenciais:

Pobre o debate, pobres os argumentos, quase todos colocando em plano secundário o fato de que o título confere, em princípio, pleno direito de voto, ou ao menos voto restrito, equívoco ou mau hábito antigo de nossa praxe societária. Não se trata de crítica gratuita: trata-se, sim, de fato objetivo, que o preclaro João Eunápio Borges pôs a nu quase meio século, em trecho de causar inveja aos péssimos redatores da lei recente (referimo-nos à língua pátria, é óbvio): “na prática, entre nós, a ação preferencial costuma evocar a ideia de ação privilegiada, *mas inversa e paradoxalmente, de ação de categoria inferior, geralmente indesejável*. É que a lei permite seja negado às ações preferenciais o direito de voto. *Normalmente os estatutos negam-lhes esse direito, e daí a arraigada e errada convicção de que é da natureza, da essência da ação não ter direito de voto. Mas, fique bem claro: do mesmo modo que a ação ordinária, a ação preferencial pode ter o direito de voto. Nem mesmo é necessário que os estatutos confirmem expressamente a elas esse direito. No silêncio dos estatutos, elas o terão*”.

Não obstante o brilhante posicionamento do livre docente da Universidade de São Paulo exposto acima, o fato é que com a reforma da Lei das Sociedades por Ações foi firmado um consenso geral de que a emissão exclusiva de ações ordinárias representaria a melhor prática de governança corporativa que é aquela capaz de alinhar interesses e evitar a expropriação de benefícios pelo acionista controlador.

¹⁰ PENTEADO, Mauro Rodrigues. Op. cit. p. 183.

2.1 O NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA

O Novo Mercado é um segmento especial de listagem da BM&FBovespa, lançado no ano 2000 e inspirado no modelo do *Neuer Markt* alemão¹¹, que estabelece um padrão de governança corporativa diferenciado para as companhias listadas no segmento.

Sua criação, conforme visto, surgiu em meio a uma onda de aversão às ações preferenciais, sendo que em 2012 uma matéria publicada na Revista Exame sobre o Novo Mercado bem pautou o espírito da época: “Foi uma resposta da Bovespa à percepção de que a bolsa brasileira era um faroeste em que controladores não hesitavam em passar a perna nos minoritários à primeira oportunidade (o que deu origem à hoje clássica expressão “minoritários”). Foi um inegável sucesso”¹².

O sucesso a que se refere o trecho da matéria veiculada acima adveio da adesão maciça das companhias ao Novo Mercado, em razão dos benefícios garantidos por este segmento especial de listagem,

¹¹ A revista *Época Negócios* trouxe, em 2009, reportagem curiosa sobre o modelo inspirador do Novo Mercado: “A história desse sucesso é tão mais curiosa porque baseada em um fracasso. Assim que tomou posse, Magliano [ex-presidente da Bolsa de Valores de São Paulo] fez uma viagem à Europa, para ver de perto o que estava acontecendo com as bolsas de outros países. Foi quando conheceu o *Neuer Markt*, versão da Nasdaq americana, que, na época, como todo mundo, procurava capitanear o boom da internet. “Se quiser fazer uma reforma, não espere o governo tomar a iniciativa”, Magliano ouviu do presidente da instituição. “Isso pode demorar cinco anos.” De volta ao Brasil, Magliano detonou o processo. “Precisávamos de um produto que fosse popular”, diz ele, ao refletir sobre o surgimento do Novo Mercado. “Trouxemos o conceito da governança corporativa do *Neuer Markt*. São conceitos coerentes com os de Bobbio: governança, transparência. Demorou três anos, mas pegou. Agora, as empresas só emitem no Novo Mercado. Os investidores exigem.” Já o *Neuer Markt* original, o alemão, coitado, apesar das boas práticas de governança corporativa, acabou sendo levado de enxurrada pelo estouro da bolha.” (*ÉPOCA NEGÓCIOS*. O revolucionário da bolsa. *Revista Época*. 20 de janeiro de 2009. Disponível em: <<http://epocanegocios.globo.com/Revista/Common/0,,ERT22128-16380,00.html>>. Acesso em: 14 nov. 2014).

¹² BRONZATTO, Thiago. Mercado Novo com cheiro de velho na Bovespa? *Revista Exame*. Edição nº 1015. São Paulo, 3 de maio de 2012. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/1015/noticias/mercado-novo-com-cheiro-de-velho-na-bovespa>>. Acesso em: 14 de nov. 2014.

quais sejam: (i) melhora da imagem institucional; (ii) maior demanda por suas ações; (iii) valorização das ações; e (iv) um menor custo de capital.

Como condição mínima estabelecida pelo Regulamento do Novo Mercado da BM&FBovespa¹³, as companhias listadas nesse segmento devem ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias e a emissão de outra espécie de ação que não ordinária pelas companhias é infração que sujeita o acionista controlador e os administradores à aplicação de sanção pecuniária, em valor superior a R\$ 200 mil. Além disso, no caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço e sob as mesmas condições (*tag along* de 100%). Tem-se, aqui, a aplicação do princípio “one share-one vote”.

Afora o grande sucesso e a inegável contribuição que o Novo Mercado trouxe para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro¹⁴, não é admissível fazer uma relação entre “extinção das ações preferenciais e melhores práticas de governança corporativa” ou, sequer sugerir que as companhias emissoras de tais títulos não estejam comprometidas com a geração de valor aos seus acionistas¹⁵.

¹³ BM&FBovespa. *Regulamento de Listagem do Novo Mercado*, em vigor a partir do dia 10/05/2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf>>. Acesso em: 14 nov. 2014.

¹⁴ “Apesar de todas as vantagens do Nível 2 [segmento especial de listagem da BM&FBovespa em que se admite a negociação de ações preferenciais], especialmente após a reforma promovida pela Bolsa, os IPOs fora do Novo Mercado ainda são raridade. De 2004 a 2012, 26 companhias abriram o capital nos Níveis 1 e 2, contra 103 no segmento máximo de governança corporativa da Bolsa. Em 2008, os níveis 1 e 2 não foram usados para um IPO sequer. Em 2011, apenas a Abril Educação foi para o Nível 2. Os números são, no mínimo, animadores para os que acreditam que um dia o Novo Mercado será o único ambiente de listagem da BM&FBovespa.” (AZEVEDO, Simone. *10 anos de novo mercado: a história da ousadia que transformou o mercado de capitais brasileiro e seus desafios para o futuro*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2012. p. 74).

¹⁵ O artigo intitulado “Ações preferenciais: evolução ou retrocesso?” integrante de obra coletiva dedicada ao professor da Faculdade de Direito da Universidade de São

Para isso, a chamada boa governança corporativa não deve ser considerada como um simples conjunto de normas decorrente apenas da lei ou da autorregulação, mas deve ser interpretada de acordo com a prática do dia-a-dia das companhias.

É interessante notar que o mercado começa a perceber que a tal governança corporativa significa muito mais do que o preenchimento de uma lista de formalidades e requisitos (como a negociação exclusivamente de ações ordinárias) e que as ações preferenciais têm seu espaço, importância e público, o que faz com que a governança corporativa propagada pelo Novo Mercado possa não ser mais o parâmetro principal para seleção do investimento e atuação do órgão regulador.

Sob esse viés, não obstante as companhias listadas no segmento do Novo Mercado transpareçam ter uma governança superior para o público investidor, a boa prática do mercado evidencia que esta [estar listada no Novo Mercado] não é condição necessária nem suficiente para dar efetividade a este propósito. Por outro lado, há companhias com estruturas que fogem ao lema "uma ação, um voto" e que são percebidas pelo mercado como companhias detentoras de boa governança, conforme se verá a seguir.

Paulo Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França muito bem reflete o posicionamento acima exposto: “Pelo contrário, o atual estágio de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro permite que se reflita seriamente sobre a necessidade de permanência do mecanismo no ordenamento brasileiro. Ao invés de se pregar a extinção das ações preferenciais ou de simplesmente promover seu esvaziamento de fato (como parece ser a atual tendência), é preciso realizar uma séria crítica às deformações causadas por sucessivas reformas legais, para que se possa superá-las e reconhecer a importância que as ações preferenciais podem ter no aprimoramento dos mecanismos para captação de recursos para as empresas brasileiras.” (FRAGOSO, Daniela Neves Reali; AKKERMAN, Gustavo. *Ações Preferenciais: Evolução ou Retrocesso?*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros Editores, 2011).

3. O CASO AZUL E A ATUAÇÃO DA CVM

Em 24 de maio de 2013, a Azul S.A. (“Azul”), companhia aérea brasileira, requereu junto à CVM a concessão do registro de companhia aberta na categoria A e de oferta pública de distribuição primária e secundária de ações preferenciais de emissão da companhia.

A Superintendência de Relações com Empresas – SEP (“SEP”), área técnica da CVM responsável pela concessão do registro de companhia aberta, no entanto, oficiou a companhia por supostas irregularidades, entre outros documentos, em seu estatuto social, fato que culminou na desistência da oferta pela Azul e na apresentação de defesa pela companhia discordando dos fundamentos apresentados pela área técnica, a fim de dar continuidade, tão somente, ao pedido de registro de emissor junto à CVM.

Com referência à irregularidade apontada pela SEP, que interessa ao caso sob exame, esta área técnica entendeu que o artigo 5º, do estatuto social da Azul abaixo transcrito, não respeitava o § 2º, do artigo 15 da Lei das Sociedades por Ações¹⁶, uma vez que “o referido dispositivo não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico. Assim, o poder político deve guardar uma relação com o volume de recursos aplicado no negócio”¹⁷:

Art. 5º - O capital social da Companhia, totalmente integralizado em moeda corrente nacional, é de R\$ 473.968.512,62 (quatrocentos e setenta e três milhões, novecentos e sessenta e oito mil, quinhentos e doze reais

¹⁶ Art. 15. [...] § 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.

¹⁷ NOVAES, Ana. Diretora Relatora da CVM no relatório do voto proferido no Processo Administrativo CVM RJ2013/5993. p. 1. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=8923-2.HTM#_ftnref21>. Acesso em: 26 nov. 2014.

e sessenta e dois centavos), dividido em 464.482.529 (quatrocentas e sessenta e quatro milhões, quatrocentas e oitenta e duas mil, quinhentas e vinte e nove) ações ordinárias, 83.395.080 (oitenta e três milhões, trezentas e noventa e cinco mil e oitenta) ações preferenciais, todas nominativas e sem valor nominal.

[...]

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

[...]

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

- (i) prioridade no reembolso de capital;
- (ii) direito de serem incluídas em oferta pública de aquisição de ações em decorrência de alienação de controle da companhia nas mesmas condições e ao preço por ação equivalente a 75 (setenta e cinco) vezes o preço por ação pago ao acionista controlador alienante;
- (iii) direito ao recebimento de valores equivalentes a 75 (setenta e cinco) vezes o valor atribuído às ações ordinárias, em caso de liquidação da companhia, quando da divisão dos ativos remanescentes entre os acionistas; e
- (iv) direito ao recebimento de dividendos iguais a 75 (setenta e cinco) vezes o valor pago a cada ação ordinária. (Grifos do autor)

A Azul sustentou em sua resposta, em síntese, que o limite estabelecido no § 2º do artigo 15, da Lei das Sociedades por Ações, se refere exclusivamente ao número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas à restrição desse direito, em relação ao número total de ações nas quais se divide o capital social da companhia, de modo que a criação de ações “superpreferenciais”¹⁸ pelo estatuto social da companhia não violaria tal dispositivo legal.

¹⁸ Embora a SEP - em seu Relatório de Análise do recurso apresentado pela Azul, cujo trecho foi transcrito no voto da Diretora-Relatora Ana Novaes – tenha

A SEP, então, solicitou esclarecimentos adicionais à Azul, levando em consideração uma interpretação histórica da Lei das Sociedades por Ações, por meio da análise do parecer do Deputado Emerson Kapaz apresentado à Comissão de Economia, Indústria e Comércio no Projeto de Lei nº 3.519/97, que deu ensejo à Lei nº 10.303/2001¹⁹.

Nos termos do próprio Relatório de Análise da SEP, a Azul assim se manifestou²⁰:

(...) em sua Resposta ao Ofício/CVM/SEP/GEA-2/Nº 282/2013, a Companhia entendeu que: (i) nos termos da lei, o valor do capital social de uma companhia não é referência para a fixação do percentual máximo de ações preferenciais com restrições ao direito de voto; (ii) também nos termos da lei, as ações preferenciais podem ter direito ao recebimento de dividendos superiores aos dividendos pagos aos titulares das ações preferenciais, bem como a outras preferências, desde que clara e expressamente descritas no Estatuto Social; e (iii) a Lei das Sociedades por Ações permite preços de emissão diferentes entre as ações ordinárias e preferenciais, viabilizando, assim, o aumento substancial de ingressos de capital oriundos das ações preferenciais, a conclusão é de que não há proporção estabelecida por lei entre a exposição econômica e o

manifestado o seu entendimento de que: *“o caso da Azul parece não se enquadrar nas situações conhecidas como “superpreferenciais”, uma vez que as ações não apresentam uma grande vantagem econômica aos preferencialistas, apenas traduzem parte da diferença nos aportes econômicos”*. Ibid. p. 9.

¹⁹ Esse Relatório tratou da proposta de eliminação da ação preferencial sem direito a voto: "(...) depois de análise detida da questão, inclusive em face da experiência internacional, chegamos à conclusão de que há um verdadeiro e injustificável exagero na permissão de emissão de tal classe de ações até 2/3 do capital. Acreditamos — e o direito comparado assim aponta — que o percentual de 50% seria mais que suficiente para permitir a capitalização da empresa, sem, contudo, manter a distorção atual em que se pode exercer o controle de uma empresa com a propriedade de pouco mais que 15% do capital" (KAPAZ, Emerson. Op. cit. p. 717).

²⁰ Processo CVM nº RJ-2013-5993. Relatório de Análise RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 111/2013, 15 out. 2013. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=8923-0.HTM>>. Acesso em: 14 nov. 2014.

poder político em uma sociedade por ações, havendo apenas a proporção entre a quantidade de ações ordinárias e de ações preferenciais a ser respeitada.

Diante disso, a Azul reiterou seu entendimento de que o disposto no caput do artigo 5º, combinado com os parágrafos 3º e 10º, de seu estatuto social atendia integralmente ao que prescreve o parágrafo 2º, do artigo 15 da Lei das Sociedades por Ações. A SEP, então, indeferiu o seu pedido de registro de emissor.

A Azul, por sua vez, interpôs recurso ao Colegiado da CVM, basicamente, reiterando os fundamentos já apresentados e sustentando que o entendimento da SEP não estaria amparado pela lei societária brasileira, de modo que tal decisão violaria o princípio da legalidade.

A Procuradoria Federal Especializada da CVM (“PFE”) se manifestou no sentido da manutenção da decisão de indeferimento proferida pela SEP, diante do modelo juridicamente impossível proposto pela Azul, uma vez que, por meio de uma interpretação histórica do art. 15, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações, estaria claro que o objetivo da limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas pela companhia, seria a manutenção do equilíbrio entre a participação no capital social e o poder político. Além disso, por se tratar de norma de caráter cogente, o art. 15, § 2º da Lei das Sociedades por Ações deveria ser respeitado, a fim de se evitar a formação de conflito entre os acionistas sobre o poder político na sociedade anônima.

Não obstante tais manifestações, o órgão colegiado da CVM deliberou, unanimemente, pela legalidade do art. 5º do estatuto social da Azul, dando provimento ao recurso da Companhia, de forma muito sucinta, sob o fundamento de que a Lei das Sociedades por Ações passou a admitir a dissociação entre os interesses econômicos e políticos com a nova redação dada ao art.15, §2º.

Essa é a síntese do necessário para possibilitar as considerações que serão feitas a seguir.

3.1 INTERPRETAÇÃO HISTÓRICA X INTERPRETAÇÃO SISTEMÁTICA DA LEI DAS S.A. (O ENTENDIMENTO DO COLEGIADO DA CVM)

Como visto, por meio de uma interpretação histórica do art. 15, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações²¹, a SEP concluiu que referido dispositivo legal teria a pretensão de proporcionar um equilíbrio entre o poder político e o aporte financeiro nas companhias, de modo que a estrutura proposta pela Azul não poderia ser sustentada.

Ocorre que, a partir de uma interpretação sistemática, é possível identificar que a desproporcionalidade entre a quantidade de ações e o capital social aportado nas companhias foi claramente permitida e incentivada pela Lei das Sociedades por Ações. E esse foi o entendimento do Colegiado da CVM.

Logo no primeiro capítulo da exposição justificativa do Projeto de Lei das Sociedades por Ações tal fato é evidenciado²²: “a) suprime, dentre as características da companhia, a igualdade do valor nominal de todas as ações (art. 10), porque admite a existência de ações sem valor nominal (at. 11);”.

O apreciável voto da diretora da CVM Ana Novaes²³, relatora do caso da Azul, ao tratar da justificativa acima, trouxe a seguinte conclusão:

E aqui está a principal razão pela qual acredito que houve uma mudança clara e intencional na redação do dispositivo referente ao percentual das ações preferenciais, que deixou de ter como referência o

²¹ Para mais informações sobre a trajetória legislativa e os objetivos balizadores das reformas do art. 15, § 2º da lei societária brasileira, que foram considerados pela SEP para indeferir o pedido de registro de companhia aberta feito pela Azul, vide o capítulo II acima.

²² Exposição Justificativa ao Projeto de Lei das Sociedades por Ações. Op. cit. p. 223.

²³ NOVAES, Ana. Op. cit. p. 10.

capital, e passou a adotar o total de ações emitidas pela companhia. E não poderia ser diferente. A partir do momento em que a lei admite ações sem valor nominal, não mais se pode assegurar uma proporcionalidade entre o capital aportado e o número de ações, isto é, entre o interesse econômico e o político.

O § 2º, do artigo 13, da Lei das Sociedades por Ações passou a admitir também a emissão de ações pelas companhias por preço superior ao valor nominal²⁴.

Por outro lado, o artigo 170 da Lei das Sociedades por Ações permite o estabelecimento de preços de emissão distintos para ações de espécies diferentes se, quer pela perspectiva de rentabilidade da companhia; pelo valor do patrimônio líquido da ação; e/ou pela cotação das ações da companhia em Bolsa ou no mercado de balcão organizado, chegar-se a um preço de emissão diferente para tais ações.

Adicionalmente, o artigo 171 da Lei das Sociedades por Ações permite o aumento de capital das companhias por meio da emissão de ações (de espécies distintas), de forma desproporcional à relação existente anteriormente ao respectivo aumento de capital social. Ou ainda, os aumentos de capital podem ocorrer em épocas em que as ações ordinárias de uma companhia possuam valor econômico dispar ao das ações preferenciais, seja em razão dos proveitos econômicos oferecidos por esta última espécie (como é o caso da Azul), seja pela diferença de liquidez apresentada no mercado.

Tudo isso mostra que a desproporcionalidade entre a contribuição para o capital social e o poder político em uma companhia, a depender das características de suas ações, além de ser uma realidade, é autorizada pela Lei das Sociedades por Ações.

Não por outro motivo, o § 2º, do art. 15 da Lei das Sociedades por Ações foi modificado para limitar a emissão das ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas e não mais do capital

²⁴ Art. 13. § 2º A contribuição do subscritor que ultrapassar o valor nominal constituirá reserva de capital (artigo 182, § 1º).

social da companhia. Nesse sentido, uma interpretação histórica deste dispositivo representaria a desconsideração do texto literal da norma legal sobre o assunto.

A esse respeito, Modesto Carvalhosa pondera²⁵:

O número de ações preferenciais sem direito de voto ou com restrições a este direito é proporcional ao número de ações emitidas e não mais ao valor do capital social.

O capital social deixou de ser referência para a fixação do percentual máximo de ações preferenciais sem ou com restrições de voto. O limite de emissão das preferenciais será o total (numérico) das ações emitidas (art. 14), independentemente, portanto, da soma efetiva das entradas de capital representada pelas ações ordinárias.

Esse regime legal possibilita um aumento substancial de ingressos de capital oriundos das ações preferenciais. Basta que as emissões de ações ordinárias - com ou sem valor nominal - tenham preço de emissão inferior ao das ações preferenciais - com ou sem valor nominal - para se ter um valor de subscrição de ações preferenciais muito superior.

Ainda, segundo (e seguindo) o entendimento da diretora Ana Novaes no voto proferido:

O que me parece é que o percentual de 50% foi mais o resultado de uma negociação política do que uma preocupação exclusiva com a proporcionalidade entre o poder político e poder econômico, tal como arguido pela SEP. Afinal, conforme visto acima, a separação entre o interesse político e o econômico pode se dar inclusive quando há apenas ações ordinárias. Ademais, no momento em que a lei permite que a ação preferencial tenha uma vantagem econômica efetiva, como dividendos, no mínimo, 10% superiores àqueles recebidos pelas ações ordinárias, a lei claramente está admitindo a possibilidade de uma divergência no preço

²⁵ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei das sociedades anônimas*: arts. 1º a 74. 5ª Ed. Rev. e Atual. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 1, p. 186.

de emissão das ações e, portanto, a quebra da proporcionalidade entre o poder político e o econômico. [...]

Portanto, podemos afirmar que as ações preferenciais ganharam um espaço (econômico e político) maior após a reforma de 2001 da lei nº 6.404/1976 e depois de mudanças adotadas voluntariamente pelo próprio mercado.²⁶

Diante disso, é possível concluir que a reforma da lei societária, no que tange às ações preferenciais, não teve por foco proporcionar um equilíbrio entre o poder político e o aporte econômico em uma companhia (como defendido pela SEP), mais sim garantir efetivos benefícios econômicos aos preferencialistas (minoritários) e diminuir os desmandos dos controladores perpetrados por práticas empresariais reprováveis. E a interpretação sistemática da Lei das Sociedades por Ações foi capaz de comprovar isso.

Com esse entendimento, o colegiado da CVM decidiu pela legalidade do artigo 5º do estatuto social da Azul.

4. GOVERNANÇA CORPORATIVA: AS ESTRUTURAS SOCIETÁRIAS E O (DES)ALINHAMENTO DE INTERESSES DOS ACIONISTAS

Diante deste contexto, analisemos as estruturas societárias das companhias e as práticas de governança corporativa que, atualmente, são aceitas como as melhores pelo mercado.

A governança corporativa pode ser definida como:

sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com

²⁶ NOVAES, Ana. Op. cit. p. 11-12.

a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade²⁷.

Ela tem por princípios norteadores a transparência, a equidade, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa.

Para os padrões de governança corporativa adotados pelo Novo Mercado e pelo IBGC, o poder político (direito de voto) deve estar sempre em equilíbrio com o direito econômico. Ou seja, o princípio de “uma ação, um voto” deve valer para todos os tipos de organização, segundo o argumento principal de que “a vinculação proporcional entre direito de voto e participação no capital favorece o alinhamento de interesses entre todos os sócios”²⁸.

O que será visto, no entanto, é que as próprias estruturas societárias adotadas por determinadas companhias, cujo capital social é dividido exclusivamente em ações ordinárias, são capazes de ocasionar a quebra da proporcionalidade entre o poder político e o econômico, de modo que o tratamento justo de todos os acionistas pregado pelo princípio da equidade também não estará sempre garantido nessas sociedades.

Um interessante estudo do Manual de Contabilidade Societária da FIPECAFI²⁹, trazido pelo voto da diretora da CVM Ana Novaes, no âmbito do pedido de registro de emissor da Azul (Processo Administrativo CVM n.º RJ2013/5993)³⁰, evidencia as divergências entre o poder político e o poder econômico (correspondente ao fluxo de caixa que o acionista tem direito a receber como retorno do seu

²⁷ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 2ª Ed. São Paulo: IBGC, 2009. p. 19.

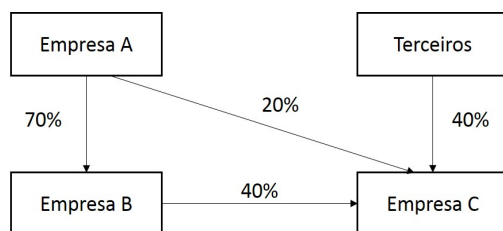
²⁸ Ibid. p. 21.

²⁹ MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariosvaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio de. *Manual de Contabilidade Societária: Aplicável a Todas as Sociedades*. 2ª Ed. FIPECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras, FEA/USP. São Paulo: Editora Atlas, 2013. p. 738.

³⁰ NOVAES, Ana. Op. cit. p. 10.

aporte de capital) que podem ocorrer ainda que em sociedades com capital social totalmente composto por ações ordinárias.

Este levantamento comporta dois exemplos, sendo que em um deles, a empresa A detém diretamente 70% do capital social da empresa B e 20% da empresa C. A empresa B, por sua vez, detém diretamente 40% do capital social da empresa C. Veja-se:



Do ponto de vista do controle (poder político), a empresa A é controladora da empresa C, uma vez que exerce seu poder de voto diretamente (20%) e indiretamente, por meio do poder de voto de sua controlada - a empresa B (40%), fazendo predominar nas assembleias da empresa C a sua vontade, com 60% do poder de voto.

Por outro lado, o poder econômico que a empresa A exerce na empresa C é de apenas 48%, uma vez que o fluxo de caixa que a empresa A terá direito a receber da empresa C corresponderá a 20% diretamente mais 28% por meio da empresa B (70% de 40% = 28%).

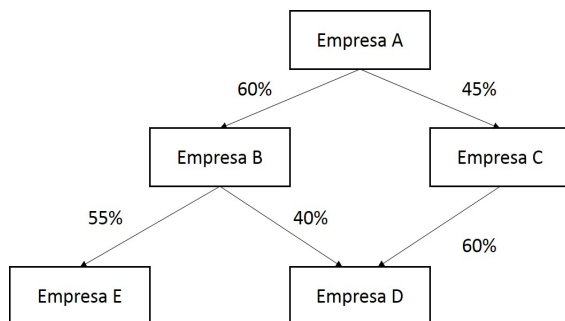
Nesse sentido, o patrimônio da empresa C detido pela empresa A (48%) diverge do poder de controle exercido por ela na empresa C (60%) em nítida desproporção entre poder político e poder econômico em uma sociedade cujo capital social é composto exclusivamente por ações ordinárias.

O outro exemplo apresentado pela Diretora da CVM³¹ demonstra uma desproporção em sentido inverso, ou seja, em que o poder econômico é maior do que o poder político nesse tipo de sociedade (em que só há ações ordinárias), de modo que a empresa A

³¹ Loc. cit.

detém 51% do fluxo de caixa da empresa D, mas não detém o controle.

Para que se possa melhor compreender tal estrutura:



Sob esse viés, a empresa B é controlada direta da empresa A e a empresa E é controlada indireta de A, pois E é controlada por B. A empresa C, por sua vez, é coligada de A e controladora da empresa D. Nota-se, assim, que a empresa D não é controlada por A, uma vez que a empresa B possui apenas 40% do capital votante da empresa D. No entanto, a empresa A é proprietária de 51% (correspondentes a 45% de 60% = 27%, por meio da empresa C, somados a 60% de 40% = 24%, por meio da empresa B) do fluxo de caixa daquela empresa.

Em sentido contrário, a empresa E que é controlada pela empresa A tem apenas 33% de seu fluxo de caixa de propriedade da empresa A.

O que se vê, portanto, é que a desproporção entre poder político e poder econômico pode existir inclusive nas companhias em que o capital social é dividido somente em ações ordinárias, o que é capaz desencantar o conceito de “uma ação, um voto” como forma de representação de equilíbrio entre estes dois poderes, assim como defendido pelo Novo Mercado. Mais do que isso, é possível concluir que o princípio “uma ação, um voto” pode igualmente não garantir o alinhamento de interesses dos acionistas, assim como ocorre em determinadas companhias que possuem ações preferenciais.

Além disso, dos exemplos trazidos acima é possível extrair que os conceitos de “controle” e “propriedade” são absolutamente distintos, embora possam se igualar em determinadas situações a depender da estrutura societária em que está inserida uma companhia.

Nesse sentido, a existência de ações preferenciais nas companhias estruturadas societariamente como é o caso da Azul podem, inclusive, ser mais transparentes que a maioria dos outros mecanismos presentes no Brasil (utilizados por companhias só com ações ordinárias) de dissociação entre poder político e contribuição econômica.

E esse também é o cenário mundial. Para citar apenas um exemplo, o Google adota uma estrutura de *dual class* representada por ações com “super” direitos de voto, em que o grupo controlador é formado pelos fundadores Larry Page e Sergey Brin, e o diretor presidente Eric Schmidt, que juntos controlam dois terços dos votos da companhia. E ninguém ousaria dizer que a forma de condução dos negócios por tais figuras seria prescindível para garantir o sucesso do Google ou que a estrutura acionária adotada por esta empresa é incapaz de garantir o alinhamento de interesses entre os acionistas³².

³² Sobre esse tema, vale a pena ler a carta dos fundadores do Google, que funciona como um manual para os acionistas da companhia, incluída no *Registration Statement S-1* (documento similar ao formulário de referência no Brasil) disponível no site da SEC, que ao tratar da estrutura acionária dispõe: “Google has prospered as a private company. **We believe a dual class voting structure will enable Google, as a public company, to retain many of the positive aspects of being private. We understand some investors do not favor dual class structures. Some may believe that our dual class structure will give us the ability to take actions that benefit us, but not Google's shareholders as a whole.** We have considered this point of view carefully, and we and the board have not made our decision lightly. We are convinced that everyone associated with Google - including new investors - will benefit from this structure. However, you should be aware that Google and its shareholders may not realize these intended benefits. (...) We believe we have a world class management team impassioned by Google's mission and responsible for Google's success. We believe the stability afforded by the **dual class structure will enable us to retain our unique culture and continue to attract and retain talented people who are Google's life blood.** Our colleagues will be able to trust that they themselves and their labors of hard work, love and creativity will be well

Daí se conclui que a melhor governança corporativa certamente é aquela adotada pela companhia que é capaz de explicitar ao mercado a sua própria estrutura de capital e o propósito dela de forma bastante clara e completa - independente da espécie de ações em que se divide o seu capital social - cabendo ao mercado precificar um possível desalinhamento de interesses e decidir se a presença do acionista controlador é essencial ou prejudicial ao desenvolvimento dos negócios da Companhia. Em suma, a decisão de investir ou não em companhias com ações preferenciais compete aos acionistas investidores e a estrutura de ações ordinárias não deve representar a única opção da companhia (que se vê obrigada a aderir ao Novo Mercado) para poder captar no mercado de capitais brasileiro.

5. CONCLUSÃO

Como é possível observar, as ações preferenciais foram desvirtuadas de sua finalidade original em razão de sua má utilização pelo mercado com práticas de governança equivocadas, fato que resultou na reforma da Lei das Sociedades por Ações com vistas a garantir - de fato - uma vantagem econômica para compensar o não exercício do poder político. E esse deve ser o caminho, qual seja, a repaginação e a utilização repensada das estruturas, sempre que necessário para afastar as distorções criadas pelo mercado, e não a simples extinção de um mecanismo tão interessante.

O cenário mundial acena no sentido de não ser possível compactuar com a bizarra ideia trazida, outrora, de exclusão das ações preferenciais da legislação societária brasileira e tende a considerar interessante a concentração do direito de voto para o sucesso de determinadas companhias, como é o caso das empresas de tecnologia

cared for by a company focused on stability and the long term [...] (grifos do autor). Disponível em: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312504142742/ds1a.htm#toc59330_1>. Acesso em: 1 dez. 2014.

norte-americanas Facebook e Groupon, além do Google tratado acima, e da empresa de *e-commerce* Alibaba (que adotam o voto plural, tornando difícil a perda do controle). Isso porque, o *know how* detido por estes acionistas fundadores é fundamental para garantir a confiança do investidor que não está interessado em participar da gestão da companhia, mas primariamente em valorizar suas ações e o recebimento do dividendo a que tem direito.

A empresas europeias Volkswagen, Louis Vuitton Mœt Hennessy e L’Oreal também são bons exemplos de que a força e estabilidade dos controladores/fundadores no poder é o que garante o investimento nessas companhias, muito longe de ser considerado algo perverso para a sua governança corporativa.

O fato é que o mercado de capitais evolui, se institucionaliza e as nuances políticas e econômicas que permeiam o cenário mundial, atualmente, exigem a flexibilização dos mecanismos de investimento, já que em determinados casos, como o da Azul, a utilização sofisticada das ações preferenciais pode ser a melhor fórmula para garantir o sucesso e o desenvolvimento da companhia.

Nesse contexto, cada participante deve exercer o seu devido papel: (a) ao legislador compete estabelecer um regime de direitos que, ao mesmo tempo em que garanta efetivas vantagens patrimoniais às preferenciais, permita que as companhias possam utilizá-las da forma que lhes convier para estabelecer uma estrutura ótima, inclusive do ponto de vista da governança corporativa; (b) ao mercado cabe a precificação de um potencial desalinhamento de interesses entre o acionista controlador e os minoritários em razão de sua estrutura acionária; (c) a fiscalização do devido cumprimento da lei e dos deveres e responsabilidades por ela previstos para garantir que abusos sejam exterminados, por óbvio, é da alçada do órgão regulador; e, por fim, (d) um modelo de estruturação de capital, que melhor se coadune à viabilização de operações para manutenção e recuperação financeira e para reestruturação do perfil econômico e do patrimônio das companhias, deve ser objeto de decisão de quem exerce o poder de

gestão nelas, e se esse alguém for o controlador, não há qualquer absurdo nisso.

Embora os defensores do conceito “one-share, one vote” e da proporcionalidade entre o poder político e o poder econômico entendam que um mercado saudável é só aquele arranjado dessa forma, a guisa de conclusão, não há uma fórmula única que deva ser seguida por todos e os exemplos de governança corporativa de companhias de sucesso que adotam a *dual class structure*, no exterior, e as preferenciais, no Brasil, comprovam que uma certa dose de interpretação e flexibilidade e o uso sofisticado das ações preferenciais pode ser uma boa forma de garantir o fortalecimento do mercado de capitais.