

27 de abril de 2020  
137/2020-DIE

Companhias Listadas no Nível 2 de Governança Corporativa – Presidente do Conselho de Administração, Diretor Presidente e Diretor de Relações com Investidores

## Ref.: Regulamento do Nível 2 – Interpretação da Regra de Votação das Ações Preferenciais

### 1. Aplicação

Esta interpretação se aplica às companhias listadas no Nível 2 de Governança Corporativa da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (respectivamente, “Nível 2” e “B3”).

### 2. Histórico de Criação do Nível 2

No ano 2000, quando a B3 (então Bovespa) criou os segmentos diferenciados de governança corporativa, previu que, no Nível 2, os estatutos deveriam conferir às ações preferenciais direito de voto, no mínimo, em determinadas situações consideradas particularmente importantes, como nos casos de *“transformação, incorporação, fusão ou cisão da Companhia”* (item 4.1.vi.a<sup>1</sup> do Regulamento do Nível 2).

Cumprir destacar que, à época, eram frequentes as companhias que, inclusive por questões regulatórias, emitiam ações preferenciais sem direito a voto (as quais, antes da reforma da Lei 6.404/76, ocorrida em 2001, podiam somar até 2/3 do total de ações emitidas). Assim, muito embora se tenha adotado, como paradigma de melhor governança, o modelo de “uma ação, um voto” do Novo Mercado, contemplou-se, por meio do Nível 2, uma solução intermediária, voltada a viabilizar a adaptação posterior ao preceito. É o que esclarece Maria Helena Santana:

“Para garantir que todas elas tivessem um caminho a percorrer em direção ao patamar de governança corporativa demandado pelos investidores, foram criados também os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa 1 e 2. **Estes dois segmentos intermediários entre o mercado tradicional da BOVESPA e o Novo Mercado têm por fim funcionar como degraus, facilitando a adaptação gradual das companhias já listadas nos casos em que a migração direta para o nível máximo não seja considerada viável**”. (SANTANA, Maria Helena. *O Novo Mercado. In.: Focus 5 – Novo Mercado and its Followers. The World Bank Group, Junho de 2006. p. 12, destacou-se).*

---

<sup>1</sup> “4.1 As Companhias listadas no Nível 2 de Governança Corporativa devem observar as seguintes exigências: (...) (vi) que as ações preferenciais emitidas deverão conferir direito de voto, no mínimo, nas seguintes matérias: (a) transformação, incorporação, fusão ou cisão da Companhia; (b) aprovação de contratos entre a Companhia e o Acionista Controlador, diretamente ou por meio de terceiros, assim como de outras sociedades nas quais o Acionista Controlador tenha interesse, sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em Assembleia Geral; (c) avaliação de bens destinados à integralização de aumento de capital da Companhia; (d) escolha de instituição ou empresa especializada para determinação do Valor Econômico da Companhia, conforme item 10.1.1; e (e) alteração ou revogação de dispositivos estatutários que alterem ou modifiquem quaisquer das exigências previstas neste item 4.1, ressalvado que esse direito a voto prevalecerá enquanto estiver em vigor o Contrato de Participação no Nível 2 de Governança Corporativa.” (Destacou-se)

Com o tempo, os padrões de governança dos segmentos especiais se mostraram essenciais para os investidores e, conseqüentemente, para a obtenção da melhor precificação possível no contexto da abertura de capital. Nesse sentido, a Ex-Diretora da CVM Luciana Dias, em 2014, registrou que o comprometimento com o direito de voto em determinadas matérias foi o que, em certa medida, possibilitou que companhias com ações preferenciais fossem a mercado:

"36. Somente uma parcela pequena das companhias que foram ao mercado pela primeira vez nos últimos 10 anos optou pela emissão de ações sem direito a voto. Esses casos, em geral, são circunstanciados e justificados pelo setor de atuação da companhia ou por alguma característica que lhe é peculiar.

37. **Mesmo as poucas companhias que conseguiram ir a mercado com ações preferenciais tiveram que se comprometer com uma série de mecanismos de governança. Parte desses mecanismos vem das regras do Nível 2, que atribuem às ações preferenciais direito de voto em certas deliberações** e direito de participar da oferta pública por alienação de controle. Mas, uma parte importante dessas proteções nasceu da **necessidade dessas empresas provarem ter boa governança**, apesar de terem ações preferenciais". (Processo CVM nº RJ2013/5993, julgado em 31.01.2014 - Destacou-se).

Além disso, vale mencionar que o Regulamento do Nível 2 foi reformado em 2011 e passou por uma tentativa de reforma em 2017, não suscitando em nenhum momento questionamentos ou recomendações sobre o item 4.1.vi.a em comento, que, assim, manteve-se inalterado desde sua concepção.

### 3. Discussão Atual

Recentemente, verificou-se a existência de discussão sobre o alcance do direito a voto dos acionistas titulares de ações preferenciais, especificamente com relação à hipótese de incorporação da companhia.

Foi exarado entendimento no sentido de que “[a]pós consultar especialistas em direito brasileiro, está claro para nós que a combinação de negócios proposta não pode ser implementada sem a aprovação da maioria dos titulares de ações ordinárias da Companhia. Reconhecemos o direito de voto restrito em determinadas matérias atribuído aos titulares de ações preferenciais conforme previsto no Estatuto Social da Companhia e no Regulamento do Nível 2 da B3. No entanto, não se pode admitir que tal direito restrito possa compelir a maioria das ações com direito a voto a acatar a vontade das ações sem direito a voto, as quais não possuem qualquer dos deveres e responsabilidades dos acionistas com direito a voto”<sup>2</sup>.

### 4. Interpretação

Em que pese a respeitável posição dos defensores da referida tese, a obrigatoriedade do direito ao voto para as ações preferenciais em companhias do Nível 2 não foi concebida para se aplicar apenas a casos circunscritos de reorganizações societárias envolvendo potencial abuso do poder de controle, ainda que esse seja um aspecto de notável importância.

Ao contrário, como exposto, **a edição do dispositivo insere-se em um contexto mais amplo, voltado a garantir representatividade ao acionista minoritário em assuntos**

---

<sup>2</sup> Conforme correspondência da AES Holdings Brasil Ltda. divulgada, pela AES Tietê Energia S.A., por meio do fato relevante de 20.04.2020.

**de grande relevância na vida da companhia.** Isso, ao longo dos anos, foi percebido como medida salutar de governança corporativa para companhias que estabelecem restrições ao direito de voto.

O Nível 2, enquanto “último degrau” antes do Novo Mercado, determinou a concessão de direito de voto em algumas matérias relevantes aos titulares de ações preferenciais como forma de se aproximar, tanto quanto possível, do tratamento igualitário consubstanciado no princípio de “uma ação, um voto” do Novo Mercado<sup>3</sup>.

Ademais, não se trata de permitir que acionistas “sem direito de voto” imponham sua vontade. Com efeito, a Lei 6.404/76, como regra geral, atribui direito a voto às ações preferenciais, mas, em seu art. 111, *caput*<sup>4</sup>, admite que o estatuto suprima ou limite este direito.

Nesta linha, a doutrina esclarece que a restrição ao direito de voto deve alcançar hipóteses expressamente definidas e “*tratando-se de regra limitativa de direitos, deve ser interpretada restritivamente. Com relação a todas as demais hipóteses, os preferencialistas têm o direito de voto, em igualdade de condições com os ordinaristas*”<sup>5</sup>.

Assim, como o estatuto, por força do Regulamento do Nível 2, não pode restringir o voto das ações preferenciais na incorporação da companhia, a prerrogativa de votar alcança, em princípio (ressalvados eventuais impedimentos), qualquer incorporação. Nesse cenário, cada voto do preferencialista tem o mesmo valor do que aquele proferido pelo titular de ações ordinárias, devendo, igualmente, ser exercido no interesse da companhia nos termos da legislação societária.

Quanto à eventual inibição do poder de controle em matérias relevantes, não se trata de situação que decorre necessariamente do reconhecimento do direito em questão. Ao contrário, em um número significativo de companhias listadas no Nível 2, o acionista controlador administra sua estrutura de capital mantendo, para si, um número de ações ordinárias e preferenciais que, somadas, garantem-lhe mais de 50% de participação no capital social. E mesmo em casos nos quais a participação é inferior, não raro o controlador obtém percentual capaz de lhe propiciar preponderância na assembleia, a depender do grau de mobilização dos minoritários.

Dessa forma, compreende-se que são, essencialmente, as escolhas do próprio controlador relativamente (i) à adesão ao Nível 2 e realização das respectivas adaptações estatutárias; (ii) à estrutura de capital adotada pela companhia; e (iii) ao percentual de ações de cada espécie distribuídas ao mercado; que podem, eventualmente, ocasionar formas de mitigação do poder de controle, pela formação de

---

<sup>3</sup> “(...) No entanto, cabe um comentário a respeito do **principal objetivo pretendido com o conjunto específico de regras escolhido para o Novo Mercado**. Diante do que foi apontado nas entrevistas realizadas para o diagnóstico, **melhorar a governança corporativa no Brasil estava mais relacionado à equidade no tratamento a todos os acionistas** do que com a composição e práticas de conselho de administração”. (...) “Esse é o motivo pelo qual o regulamento de listagem do Novo Mercado não se concentra em disposições sobre independência do conselho de administração, por exemplo, **para dar maior destaque a medidas que garantem tratamento equitativo a todos os acionistas**.” (SANTANA, Maria Helena. *Ibidem*. p. 12, destacou-se)

<sup>4</sup> “Art. 111. O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109.”

<sup>5</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 630.

outras maiorias contingentes. Esse fato, todavia, não poderia servir de pretexto ao cerceamento do direito de voto que o estatuto reconhece ao titular de ações preferenciais.

Ainda, cumpre acrescentar que também não prospera a tese de que o disposto no item 4.1.vi.a do Regulamento do Nível 2 se assemelha a um direito de veto ao acionista titular de ações preferenciais, porque, para tanto, o regulamento teria feito expressa menção à votação em assembleia especial, especificando, conforme o caso, os quóruns de instalação e deliberação.

Por fim, em face de todo o exposto, caso ocorra convocação de assembleia geral extraordinária de acionistas de companhias listadas no Nível 2, para deliberação de matérias atinentes à transformação, incorporação, fusão ou cisão, votam, de maneira equitativa, todos os acionistas da companhia, sejam titulares de ações ordinárias ou preferenciais.

Atenciosamente,

Flavia Mouta Fernandes  
Diretora de Emissores