

RECURSO CONTRA DECISÃO DA SEP - REGISTRO INICIAL DE EMISSOR DE VALORES MOBILIÁRIOS – AZUL S.A. – PROC. RJ2013/5993

Reg. nº 8923/13

Relator: SEP (Pedido de vista DAN)

Trata-se de recurso interposto pela Azul S.A. ("Azul" ou "Companhia") contra decisão da Superintendência de Relações com Empresas – SEP que indeferiu o Pedido de Registro Inicial de Companhia Aberta – Categoria "A" apresentado pela Companhia. O Colegiado iniciou o exame do assunto na reunião de 19.11.2013, tendo a Diretora Ana Novaes naquela oportunidade solicitado vista do processo.

O estatuto social da Azul atribui às ações preferenciais as seguintes preferências e vantagens: (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. Adicionalmente, o estatuto prevê que as ações ordinárias são conversíveis em ações preferenciais na proporção de 75 (setenta e cinco) ações ordinárias para cada ação preferencial.

A SEP indeferiu o pedido de registro de companhia aberta apresentado pela Azul por entender que as vantagens atribuídas às ações preferenciais estariam em desacordo com o disposto no art.15, § 2º da Lei nº 6.404/1976. Para a área técnica, nos termos dos Relatórios de Análise nº 111, de 15.10.2013 e nº131, de 12.11.2013, o referido dispositivo não trataria somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico. Consequentemente na visão da SEP, o poder político deveria guardar proporcionalidade com o volume de recursos aplicado no negócio, fato que não estaria sendo previsto no estatuto da Companhia.

A SEP acrescentou que a atribuição de um dividendo às ações preferenciais 75 vezes maior que o atribuído às ações ordinárias não constitui vantagem econômica em essência, uma vez que ele tão somente reflete a proporcionalidade de 75:1 em termos patrimoniais que foi estabelecida no estatuto Social da Companhia. A SEP registrou, ainda, que as limitações impostas pelo Código Brasileiro de Aviação não poderiam justificar a não observância da legislação societária.

Instada a se manifestar, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE apresentou, nos termos do Parecer/nº009/2013/PFE-CVM/PGF/AGU, de 17.12.2013, manifestação opinando pela impossibilidade jurídica do modelo

proposto pela Azul e pela manutenção da decisão da SEP. Para a PFE, uma interpretação histórica do art.15, § 2º da Lei nº 6.404/1976, demonstra que o critério para a fixação do limite de emissão de ações preferenciais sempre teve como premissa a relação existente entre participação no capital social e poder político do acionista. A interpretação literal desse dispositivo, como proposto pela Companhia, acabaria, no entendimento da PFE, por subtrair sua função no ordenamento jurídico.

A PFE ressalta, ainda, o caráter cogente da norma prevista no art.15, § 2º da Lei nº 6.404/1976, essencial para a manutenção do equilíbrio do "sistema jurídico da companhia", que não pode ser afastada ou mitigada pela vontade do particular.

A Diretora Ana Novaes apresentou voto discordando do posicionamento da área técnica e da PFE. Para a Diretora, a Lei nº 6.404/1976 passou a admitir a dissociação entre os interesses econômicos e políticos, ao permitir a emissão de ações sem valor nominal e estabelecer que o limite percentual para emissão de ações preferenciais não mais seria calculado com base no capital social, mas tendo por referência o total de ações da companhia.

Ainda segundo a Diretora, a reforma da Lei Societária em 2001 estabeleceu como uma das vantagens das ações preferenciais admitidas à negociação no mercado, um dividendo por ação pelo menos 10% maior do que aquele atribuído à ação ordinária. A Lei nº 6.404/1976 teria, portanto, estabelecido um valor mínimo para a preferência e não caberia a CVM estabelecer limites quando a lei não o fez. Ademais, embora a maioria dos dispositivos da Lei nº 6.404/1976 contenha normas cogentes, prevalece a liberdade de contratar no que diz respeito à repartição do resultado da atividade social entre os acionistas.

Prosseguiu a Diretora Ana Novaes, opinando que potencial desalinhamento de interesses entre o acionista controlador e os minoritários deve ser devidamente precificado pelo mercado, sem prejuízo da fiscalização exercida pela CVM para apurar eventuais descumprimentos de deveres por parte de controladores e administradores.

Com relação ao estatuto social da Azul, a Diretora Ana Novaes apontou que o estatuto da companhia apresentaria indícios de desconformidade com a Lei nº 6.404/1976 em dois aspectos. Em primeiro lugar, a redação das cláusulas referentes ao cálculo do dividendo poderia induzir os acionistas a erro e não estaria, por conseguinte, atendendo ao art. 202, § 1º, da Lei nº 6.404/1976 em combinação com o art. 19, por não estabelecer de forma clara e precisa o critério para determinação do dividendo a ser distribuído aos acionistas. Em segundo lugar, a Diretora entendeu que o estatuto da Azul não estaria estipulando com clareza a quantia que será prioritariamente distribuída às ações preferenciais em caso de reembolso, o que poderia não atender ao art. 17, II, da Lei nº 6.404/1976. Por fim, a Diretora Ana Novaes assinalou que o estatuto da Companhia prevê que, em caso de uma eventual oferta pública

para cancelamento de registro de companhia aberta ou para saída de segmento, o preço a ser ofertado aos acionistas deverá corresponder ao valor econômico, sem deixar claro se a proporção de 75:1 se aplicaria nesses casos, embora não faça muito sentido lógico ou sistemático que na avaliação do valor das ações, o avaliador não leve em consideração as vantagens econômicas da ação preferencial no caso concreto.

Pelas razões acima resumidas, a Diretora Ana Novaes votou pela legalidade do art. 5º do estatuto social da Azul, dando provimento ao recurso da Companhia. Ademais, a Diretora Ana Novaes recomendou que a SEP, ao dar prosseguimento em sua análise do pedido de registro de companhia aberta à AZUL avalie, com a devida concessão à Companhia do direito de se manifestar, (i) se o art. 35 da minuta do estatuto da Companhia atende o art. 202, § 1º, combinado com o art. 19, ambos da Lei nº 6.404, de 1976, descrevendo com precisão e minúcia a forma do pagamento do dividendo; e (ii) se o art. 5º, parágrafo 10º da minuta de estatuto confere a prioridade prevista nos termos do art. 17, II, da Lei nº 6.404, de 1976.

Na sequência, a Diretora Luciana Dias solicitou vista dos autos.

CLIQUE [AQUI](#) PARA VISUALIZAR O VOTO DA DIRETORA ANA NOVAES

CLIQUE [AQUI](#) PARA VISUALIZAR A MANIFESTAÇÃO DA SEP

CLIQUE [AQUI](#) PARA VISUALIZAR A MANIFESTAÇÃO DA PFE

Para: SEP/GEA-2
De: Gustavo André Ramos Inúbia

RA/CVM/SEP/GEA-2
Data

Assunto: Registro Inicial de Emissor de Valores Mobiliários – Categoria A – Sem Emissão

AZUL S.A.

Processo CVM nº RJ-2013-5993

Sr. Gerente,

1. Reporto-me à documentação enviada pela **AZUL S.A.** ("Companhia", "Azul" ou "Emissora") em 01/10/2013 em resposta ao OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 282/2013 referente ao Pedido de Registro Inicial de Companhia Aberta – Categoria "A" sem emissão.

BREVE HISTÓRICO

2. Em 24/05/2013, a Companhia protocolou pedido de Registro de Companhia Aberta na Categoria A e de Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Ações Preferenciais de Emissão da Companhia ("Oferta") na CVM – IDE nº 36/2013 (fls. 1-6).

3. Em 24/06/2013, a CVM enviou o OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 48/2013 (fls. 1.436-1.453), no qual a SEP apontou desvios no Formulário de Referência, no Estatuto Social e em documentos correlatos, além das Demonstrações Financeiras.

4. Em 16/08/2013, a Azul protocolou resposta ao OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 48/2013 (fls 1.455-1.470), contendo as respostas referentes aos desvios apontados no Formulário de Referência, Formulário Cadastral e Estatuto Social, além de pedido de cancelamento da Oferta (fls. 1.504-1.539).

5. Em 20/08/2013, a SRE comunicou à Companhia, por meio do OFÍCIO/CVM/SRE/ GER-2-Nº 346/2013 (fl. 2.121), o deferimento do pedido de cancelamento da Oferta. Assim sendo, o presente processo trata apenas do Registro Inicial de Companhia Aberta na Categoria A.

6. Em 02/09/2013, a CVM enviou o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 282/2013 (fls. 2.135-2.138), o qual apontou que restavam desvios a serem corrigidos pela Companhia no Formulário de Referência, no Estatuto Social, em documentos correlatos e nas Demonstrações Financeiras.

7. Finalmente, em 01/10/2013, a Companhia protocolou resposta ao Ofício citado acima (fls. 2.146-2.155).

ALEGAÇÕES

I. Formulário de Referência

8. Sobre o Formulário de Referência, a Companhia alega que:

8.1. Cumpriu as exigências a respeito dos itens 3.1, 3.2, 6.7, 4.1, 4.3, 5.1, 6.3, 7.1, 7.3, 7.9, 8.4, 10.1, 10.1.a, 10.2, 10.8, 10.9, 10.10, 10.11, 12.6, 13.2.c.v, 13.4.a, 13.4.h, 13.6, 13.7, 13.9.b, 13.11, 14.4, 15.5, 18.5, 22.1, 22.2 e 22.3, alterando o Formulário de Referência.

8.2. Cumpriu as exigências a respeito dos itens 10.7 e 18.1 argumentando que:

8.2.1. Não realizou qualquer oferta pública de valores mobiliários e que as emissões mencionadas nos itens 10.1.f e 18.10 referem-se à Azul Linhas Aéreas Brasileiras S.A., sua controlada;

8.2.2. O sistema Empresas.net não permite o preenchimento com mais de 3 dígitos no campo referente ao *tag along* do item 18.1, dessa forma, a informação foi incluída no campo 18.1.h, "Outras características relevantes".

II. Artigo 39 do Estatuto Social

9. A Companhia informa que retificou o artigo 39 de seu Estatuto Social, "para indicar que a instalação da Assembleia Geral em primeira convocação prevista no referido artigo, deve respeitar o artigo 125 da Lei das Sociedades por Ações", sem prejuízo da manutenção da redação anteriormente existente.

III. Artigo 5º do Estatuto Social

10. No artigo 5º do Estatuto Social da Companhia, o § 3º dispõe que "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", e o atual § 10º (anteriormente § 9º)[1] dispõe que "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 da 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 nossos).

11. No OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 48/2013, a Companhia foi instada a alterar o § 3º e o antigo § 9º de seu Estatuto Social, uma vez que, segundo o entendimento desta Superintendência, o disposto nestes parágrafos não respeitava o § 2º do artigo 15[2] da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 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"[3].

12. Na sua Resposta ao OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 48/2013, a Companhia alegou, em síntese, que, em seu entendimento, no tocante ao § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, "o limite nele estabelecido refere-se 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 total da Companhia". Neste sentido, citou Modesto Carvalhosa:

O número de ações preferenciais sem direito a 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 direito a 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 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.[4]

13. A Companhia juntou aos autos deste processo, na forma de anexo à sua Resposta ao OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 48/2013, Parecer do advogado Nelson Eizirik a respeito do tema, datado de 12/08/2013 (fls. 1.471-1.503), elaborado a partir de consulta feita pela Companhia ao eminente advogado. Em seu Parecer, Nelson Eizirik, em síntese, sustenta que

a Lei das S.A., no artigo 15, § 2º, institui um limite **objetivo**: o número de ações preferenciais não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total de ações emitidas pela companhia. (...) se o legislador desejasse regular não apenas a proporção entre a quantidade de ações ordinárias e preferenciais que podem ser emitidas, mas, também, a proporção em termos de aporte econômico, a fim de que o poder político guardasse relação com os recursos aplicados na companhia, certamente teria incluído novo parágrafo no artigo 15 ou, principalmente, no artigo 17 da Lei das S.A., fixando, por exemplo, um "teto", e não apenas um "piso", para as vantagens patrimoniais das ações preferenciais.

14. No OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 282/2013, a GEA-2 solicitou à Companhia que prestasse esclarecimentos adicionais aos argumentos anteriormente apresentados a respeito do § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e das disposições constantes do artigo 5º, *caput*, combinado com o § 3º e o antigo § 9º, do seu Estatuto Social, levando em consideração:

14.1. O parecer do Dep. Emerson Kapaz apresentado à Comissão de Economia, Indústria e Comércio no Projeto de Lei nº 3.519/97, que deu ensejo à Lei nº 10.303/2001, o qual tratava da proposta de eliminação da ação preferencial sem direito a voto, explicitou o entendimento do legislador sobre o assunto ao afirmar que "(...) 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" (*Diário da Câmara dos Deputados*, 20/04/2000, p. 717; grifo nosso).

14.2. Sobre as alterações na proporção entre ações preferenciais e ordinárias, Jorge Lobo[5] argumenta: "Questiona-se, em primeiro lugar, a legitimidade de se poder controlar uma companhia com somente 16,66% de contribuição para a formação de seu capital social, a partir de uma convicção de que o poder político deve guardar uma relação de proporção com o volume de recursos aplicado no negócio." Em outro ponto, o autor conclui que "(...) a nova redação do §2º do art. 15 da Lei procura, assim, restabelecer o equilíbrio entre ações votantes e não votantes, promovendo o retorno à regra de proporcionalidade do Decreto-lei nº 2627/40" (*Reforma da Lei das Sociedades Anônimas – Coordenador Jorge Lobo – Ed. Forense*, pp. 123-125; grifos nossos).

15. Em sua Resposta ao OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 282/2013, a Companhia, em síntese:

15.1. Argumentou, em síntese, que, segundo seu entendimento, o Deputado Emerson Kapaz, em seu Relatório apresentado à Comissão de Economia, Indústria e Comércio referente aos Projetos de Lei nº 3.115/97, nº 3.519/97 e nº 1.000/99, que deram ensejo à Lei nº 10.303/2001, "referiu-se à participação proporcional ao número de ações em que se divide o capital social, sem fazer qualquer menção aos direitos econômicos atribuídos aos titulares dessas ações" e sem "evidenciar o entendimento no sentido de que o limite entre ações preferenciais e ordinárias estaria de qualquer forma relacionado à representatividade econômica dessas ações no capital social de uma Companhia".

15.2. Argumentou, em síntese, que, segundo seu entendimento, a afirmação de que "o poder político deve guardar uma relação de proporção com o volume de recursos aplicado no negócio", apresentada no artigo de Francisco da Costa e Silva intitulado "As Ações Preferenciais na Lei 10.303, de 31/10/2001: Proporcionalidade com as Ações Ordinárias; Vantagens e Preferências", publicado no livro *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, "não pode ser interpretada como um princípio que imponha restrições no que tange à estipulação das preferências econômicas atribuídas aos titulares de ações preferenciais".

16. Por fim, 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 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 de todo o acima disposto, a Companhia reitera seu entendimento de que o disposto no caput do artigo 5º, combinado com os parágrafos 3º e 9º (itens II, III e IV) de seu Estatuto Social

atendem integralmente ao que prescreve o parágrafo 2º, do artigo 15 da Lei das Sociedades por Ações.

ANÁLISE

I. Formulário de Referência

17. Na versão do Formulário de Referência protocolada, prosperam as alegações da Companhia no sentido de ter atendido as exigidas do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 282/2013, a não ser pelo item 4.3, cujas informações deveriam estar em consonância com as apresentadas nas notas explicativas anexas às demonstrações financeiras do Formulário ITR; e pelo item 10.1.a, no qual os diretores deveriam realizar os melhores esforços para evidenciar a opinião da administração sobre as condições financeiras e patrimoniais sem apenas transcrever informações já nas demonstrações financeiras.

II. Artigo 39 do Estatuto Social

18. A nova redação do artigo 39 do Estatuto Social da Companhia, conforme deliberado na Assembleia Geral Extraordinária de 30/09/2013, está de acordo com o artigo 125 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

III. Artigo 5º do Estatuto Social

19. Em resumo, a fórmula adotada pela Companhia, no artigo 5º de seu Estatuto Social, em especial no *caput* combinado com o § 3º e atual § 10º (anteriormente § 9º), estabelece uma proporção, em termos de direitos econômicos e patrimoniais, de 75:1 entre ações ordinárias e ações preferenciais. Em outras palavras, a princípio, uma ação preferencial terá valores e direitos equivalentes a 75 ações ordinárias.

20. A Companhia sustenta que "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". Permanecemos tendo entendimento divergente ao da Companhia. Em nosso entendimento, o § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico, devendo o poder político guardar relação com o volume de recursos aplicado no negócio.

21. A própria evolução da disciplina da emissão de ações preferenciais sem direito a voto no Direito Societário brasileiro, ao que nos parece, permite esta conclusão.

22. A criação de ações preferenciais foi inicialmente autorizada pelo Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1932, o qual não estabeleceu limites para a

emissão desta espécie de ação. Posteriormente, o Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, no parágrafo único de seu artigo 9º[6], manteve a possibilidade de emissão de ações preferenciais, porém limitou-a a 50% (cinquenta por cento) do capital social. A Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, em sua redação original, estabeleceu que o número de ações preferenciais sem direito a voto ou sujeitas a restrições no exercício deste direito não poderia ultrapassar a fração de 2/3 (dois terços) do total de ações emitidas. Segundo Nelson Eizirik,

a permissão legal para o aumento do limite de ações preferenciais, em relação à regra prevista no Decreto-Lei nº 2.627/1940, deveu-se à intenção do legislador de 1976 de privilegiar o empresário nacional, conferindo-lhe condições de obter, no mercado de valores mobiliários, recursos para capitalizar sua empresa, sem que ele tivesse que abrir mão do poder de mando sobre a companhia.

(...)

Em função de tais objetivos, o artigo 15, § 2º, da Lei nº 6.404/1976[7] permitiu que o controlador mantivesse o controle acionário mesmo sendo titular de pouco mais de 16% (dezesesseis por cento) do total de ações emitidas (metade mais uma ação dos 33,33% do capital social representados por ações ordinárias).

(...)

Todavia, com a evolução da conjuntura econômica nacional e internacional nos mais de 25 anos transcorridos desde a edição da Lei nº 6.404/1976, o que era visto como salutar para a economia brasileira passou a ser encarado como uma distorção de nosso ordenamento jurídico, justamente por afastar a maioria dos acionistas da gestão dos negócios sociais (...).

Diante de tais considerações, foi aprovada, no âmbito da ampla reforma que a aludida Lei nº 10.303/2001 operou na legislação societária, a redução, para 50% (cinquenta por cento) do capital social, do número de ações preferenciais sem direito a voto que as sociedades anônimas estão autorizadas a emitir (grifos nossos).[8]

23. O Deputado Emerson Kapaz, em seu Relatório apresentado à Comissão de Economia, Indústria e Comércio da Câmara dos Deputados em 9 de dezembro de 1999, referente aos Projetos de Lei nº 3.115/1997, nº 3.519/1997 e nº 1.000/1999, expõe

a questão das ações preferenciais sem direito a voto. É um instituto polêmico, na medida em que afasta o acionista — sócio e divisor do risco, tanto, em princípio, quanto o controlador — da gestão do negócio. Propõe o Deputado Luiz Carlos Hauly, no Projeto de Lei nº

3.519/97, sua simples extinção. Não acreditamos se deva chegar tão longe. Contudo, 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 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 (grifos nossos).[9]

24. Os Projetos de Lei citados foram convertidos na Lei nº 10.303, de 31 de outubro, de 2001, que deu a nova redação ao § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, vigente até hoje.

25. A relação de equivalência entre o número de ações emitidas e os recursos que compõem o próprio capital social é acatada por diversos doutrinadores. Luiz Leonardo Cantidiano escreve: "Voltamos, portanto, ao limite para a emissão de ações sem direito de voto que prevalecia à época do Decreto-Lei nº 2.627/1940, limite esse que fora elevado para 2/3 do capital social, quando da reforma de 1976".[10] Vale aqui ressaltar que o Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, limitava a emissão de ações preferenciais a 50% do capital social, não fazendo distinção entre o número de ações e os recursos que o compunham, por entender que havia, entre ações ordinárias e preferenciais, uma relação de equivalência em termos de valores. Tal parece ser também a opinião de Jorge Lobo: "Enquanto no regime do Decreto nº 2.627, de 1940, a base de cálculo para emissão das preferenciais era o valor do capital social (...), no da Lei nº 6.404, de 1976, mesmo após a Lei nº 10.303, de 2001, passou a ser 'o total das ações emitidas', havendo, a meu ver, a Lei nº 6.404, de 1976, apenas explicitado o que estava compreendido no Dec. nº 2.627, de 1940, pois o par. único, do seu art. 9º, era lido da seguinte forma: 'A emissão de ações preferenciais, sem direito a voto, não pode ultrapassar a metade (das ações em que se divide) do capital da companhia'"[11].

26. Maurício da Cunha Peixoto é de opinião semelhante:

Sob a égide do Decreto-Lei 2.627, de 1940, que disciplinou, no país, as sociedades anônimas de 1940 até 1976, o capital da companhia poderia se compor, até um máximo de 50%, de ações preferenciais sem direito a voto. Com o advento da Lei 6.404, de 1976, esse percentual foi alterado para 2/3. Buscou o legislador, à época, propiciar o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, dando ao empresariado nacional maior liberdade na estruturação do capital de sua empresa, e criar meios para a abertura do capital das companhias brasileiras, sem risco de perda de controle.

A Lei 10.303/01 voltou-se para o sentido inverso da Lei 6.404/76, restabelecendo o percentual máximo previsto na antiga lei de sociedade por ações, isto é, 50% do capital. A alteração agora tem por justificativa impedir que o controle seja exercido por ordinaristas que pouco tenham investido na empresa, fomentando um maior equilíbrio de poder nas companhias, que passam a ter uma relação mais direta com o nível de investimento realizado. A intenção do legislador foi, dentro do princípio da boa governança corporativa, obrigar o acionista controlador a investir mais na empresa o próprio capital, exercendo, assim, consequentemente, um controle mais responsável" (grifos nossos).[12]

27. Francisco da Costa e Silva, por sua vez, pondera:

Se mantido o limite anterior, do Decreto-Lei nº 2.627/1940, empreendimentos que demandavam elevada capitalização não teriam como ficar sob o controle de empresários privados nacionais. Com a nova regra, esse controle passou a ser possível bastando que o controlador detivesse 16,66% mais uma ação do capital votante, ao invés de 25% mais uma ação no sistema anterior.

Embora tenha atendido a uma exigência histórica, decorridos 25 anos de aplicação dessa regra, verificou-se que a possibilidade de manutenção do controle das companhias com tão pouco capital criou inúmeras distorções, vindo a se transformar num dos principais entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais.

As críticas têm fundamentos éticos e econômicos.

Questionava-se, em primeiro lugar, a legitimidade de se poder controlar uma companhia com somente 16,66% de contribuição para a formação do seu capital social, a partir da convicção de que o poder político deve guardar uma relação de proporção com o volume de recursos aplicado no negócio. Não seria mais sustentável que companhias tenham seus destinos decididos exclusivamente por acionistas controladores que tivessem investido tão pouco, e que aqueles que contribuíram com a maior parcela para a formação do capital — os demais acionistas titulares de ações ordinárias e a totalidade dos detentores de ações preferenciais — ficassem quase que completamente privados da capacidade de interferir na administração.

(...)

Embora a Lei nº 6.404/76 tenha conferido alguns direitos políticos às minorias, formou-se o consenso de que esses direitos eram insatisfatórios, principalmente no que se refere às ações preferenciais. A distorção, portanto, era de natureza estrutural e somente a restauração de uma proporção mais restrita entre ações

votantes e não votantes é que permitiria, a longo prazo, um maior e mais saudável equilíbrio de poder nas companhias.

(...)

A nova redação do § 2º do art. 15 da Lei procura, assim, restabelecer o equilíbrio entre ações votantes e não votantes, promovendo o retorno à regra de proporcionalidade do Decreto-Lei nº 2.627/40, ou seja, estabelecendo que o número de ações sem direito de voto, ou sujeitas a restrições no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total de ações emitidas" (grifos nossos).[13]

28. Pelo exposto, percebe-se que diversos doutrinadores sustentam que deve haver uma relação de equivalência econômica entre ações ordinárias e ações preferenciais. Tal posicionamento faz sentido porque nos parece que, diante da possibilidade de não haver relação de equivalência entre o valor econômico de uma ação ordinária e uma ação preferencial, a reforma introduzida pela Lei nº 10.303, de 30 de outubro de 2001, no § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, redundaria inútil. Afinal, bastaria emitir ações preferenciais que guardassem relação, em termos patrimoniais e de preço de emissão, de 2:1 em relação a ações ordinárias que se teria o mesmo cenário da redação original do § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976: ações preferenciais correspondendo a 2/3 do capital social e ações ordinárias correspondendo a 1/3 do capital social, guardada a proporção de 50% de ações preferenciais e 50% de ações ordinárias em relação ao número total de ações emitidas pela companhia.

29. O caso em tela parece-nos ainda mais grave, uma vez que a relação de 75:1 pode fazer com que, em um cenário em que o número de ações emitidas pela companhia seja de 50% de ações ordinárias e 50% de ações preferenciais, o controle possa ser exercido com menos de 0,7% dos recursos aportados no capital social da companhia.[14] Não se pode olvidar que "o preço de emissão da ação representa o limite da responsabilidade subsidiária do acionista"[15], uma vez que "a responsabilidade dos sócios ou acionistas é limitada ao preço de emissão das ações por eles subscritas ou adquiridas"[16] No caso em tela, teríamos, pois, um acionista controlador com pouquíssima responsabilidade subsidiária em relação ao capital da companhia, o qual possui qualidade de servir de garantia a credores, com base no princípio da integridade do capital social.

30. Além disso, a situação presentemente analisada também pode acarretar um possível desalinhamento de interesses entre o acionista controlador e os demais acionistas, decorrente justamente do fato de o mesmo possuir ações que receberão dividendos por ação 75 (setenta e cinco) vezes menores que os pagos aos preferencialistas; de receber um valor por ação 75 (setenta e cinco) vezes menor que o pago aos preferencialistas em caso de alienação de controle ou mesmo de liquidação da companhia; e, como mencionado

anteriormente, de ter integralizado valores cerca de 75 (setenta e cinco) vezes menores por ação que os preferencialistas, o que minimiza a responsabilidade subsidiária deste acionista controlador perante o capital social da companhia.

31. Em última análise, teríamos uma sociedade de capitais controlada por um acionista (ou grupo de acionistas) que dela participa com pouquíssimo capital.

32. Tal cenário, em nosso entender, vai de encontro ao que pretendeu o legislador na reforma promovida na Lei das Sociedades por Ações promovida pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2011. Por esta razão, entendemos que o disposto no *caput* e nos § 3º e o atual § 10º do artigo 5º do Estatuto Social afronta o disposto no § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

33. Em relação ao entendimento da Companhia de que, "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", indubitavelmente a lei permite o pagamento, às ações preferenciais, de dividendos superiores aos pagos às ações ordinárias, conforme prevê o artigo 17 da Lei das Sociedades por Ações. No entanto, acreditamos que uma diferença de 7.400% no dividendo a ser pago a cada uma das espécies de ações (preferenciais e ordinárias) ofende os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, basilares em nosso ordenamento jurídico[17].

34. Em relação ao entendimento da Companhia de que "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", ressalte-se o entendimento de Jorge Lobo, a respeito da possibilidade de preços de emissão diferenciados para ações ordinárias e preferenciais:

Anote-se, a propósito, que, em especiais situações, poderá verificar-se um aporte de recursos oriundo das preferenciais superior ao das ordinárias, em virtude de a Lei nº 6.404, de 1976, em seus arts. 13 e 14, haver instituído o preço de emissão e não em decorrência da substituição da palavra "capital" pela expressão "total das ações emitidas". (14-A)

Vejamos quais as especiais condições jurídicas em que o preço de emissão provoca contribuição desigual à formação do capital social entre os subscritores de ações ordinárias e ações preferenciais.

Quando da constituição da companhia, aberta ou fechada, tenham ou não as ações valor nominal, o preço de emissão das ordinárias e

preferenciais será idêntico, porquanto não há fundamento, nem legal, nem jurídico, nem econômico, para atribuir-lhes preços diferentes.
(14-B)

(...)

Em se tratando de companhia aberta, o § 1º, do art. 170, da LSA, com a redação da Lei nº 9.457, de 1997, determina que "o preço de emissão será fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ... tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: I – a perspectiva de rentabilidade da companhia; II – o valor do patrimônio líquido da ação; III – a cotação de suas ações em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado, admitido o ágio ou deságio em função das condições de mercado".

(...)

(14-A) Os Profs. RUBENS REQUIÃO e FRAN MARTINS não registraram nenhuma consequência prática em decorrência da alteração do texto, considerando-as equivalentes, conforme se constata, em REQUIÃO, de seus Comentários: 'No Direito anterior, essa limitação do volume das ações preferenciais era de, no máximo, cinquenta por cento, elevando-se agora a dois terços do total das ações emitidas, ou seja, do capital social' (Saraiva, 1980, 1º vol., p. 142), e, em FRAN MARTINS, de seus Comentários: 'A atual lei permite, entretanto, que as ações preferenciais, sem direito de voto, cheguem até a dois terços do total das ações de uma sociedade anônima' (Forense, 1977, vol. 1, p. 102).

(14-B) O fundamento legal da diversidade de preços de emissão quando do aumento do capital social está no art. 170, § 1º, LSA, não havendo dispositivo similar sobre a fixação do preço de emissão quando da formação do capital social no momento da fundação da companhia.

O fundamento econômico de preços diferenciados, quando do aumento do capital social das companhias, tem amparo, também, nos citados artigo e parágrafo.[\[18\]](#)

35. No caso em análise, é importante frisar que a diferença no preço de emissão entre ações preferenciais e ordinárias não decorre da perspectiva de rentabilidade da companhia, nem do valor do patrimônio líquido da ação, mas sim de direitos patrimoniais e econômicos fixados pelo Estatuto Social da Companhia na proporção de 75:1 entre ações preferenciais e ordinárias, o que já foi considerado em desacordo com o disposto no § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

CONCLUSÃO

36. Tendo em vista a incompatibilidade do Estatuto Social com a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme apontado nos parágrafos 19 a 35 deste Relatório, recomenda-se, nos termos do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 306/2013, o **indeferimento** do pedido de registro de emissor de valores mobiliários na categoria A de que trata a Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, formulado pela Azul S.A.

Atenciosamente,

Gustavo André Ramos Inúbia
Analista – GEA-2

De acordo, em ____ / ____ /2013.

À SEP,

Daniel Alves Araújo De Souza
Gerente de Acompanhamento de Empresas 2

De acordo, em ____ / ____ /2013.

Fernando Soares Vieira
Superintendente de Relações com Empresas

Para: SEP/GEA-2
De: Gustavo A. R. Inúbia e Ivo M. Daher

RA/CVM/SEP/GEA-2
Data

Assunto: Recurso Contra Indeferimento de Pedido de Registro Inicial de Emissor de Valores Mobiliários – Categoria A – Sem Emissão

AZUL S.A.

Processo CVM nº RJ-2013-5993

Sr. Gerente,

1. Reportamo-nos ao recurso enviado pela **AZUL S.A.** ("Companhia", "Azul" ou "Emissora") em 29/10/2013 em resposta ao OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 317/2013 referente ao indeferimento do Pedido de Registro Inicial de Companhia Aberta – Categoria "A" sem emissão.

I. HISTÓRICO DO PROCESSO

2. Em 24/05/2013, a Companhia protocolou pedido de Registro de Companhia Aberta na Categoria A e de Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Ações Preferenciais de Emissão da Companhia ("Oferta") na CVM – IDE nº 36/2013 (fls. 1-6).
3. Em 24/06/2013, a CVM enviou o OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 48/2013 (fls. 1.436-1.453), no qual a SEP apontou desvios no Formulário de Referência, no Estatuto Social e em documentos correlatos, além das Demonstrações Financeiras. Em relação ao artigo 5º do Estatuto Social da Companhia, foram apontados os seguintes desvios:

O art. 5º, caput, combinado com o § 3º e § 9º (itens II, III e IV) deverão ser alterados porque não respeitam o art 15, § 2º da Lei 6.404/76. Com efeito, em essência, 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. Essa não é a situação prevista no Estatuto da companhia. Em função disso, o mesmo deve ser alterado de modo a atender ao que prescreve o art. 15, § 2º da Lei 6.404/76.

4. Em 16/08/2013, a Azul protocolou resposta ao OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 48/2013 (fls. 1.455-1.470), contendo as respostas referentes aos desvios apontados no Formulário de Referência, Formulário Cadastral e Estatuto

Social, além de pedido de cancelamento da Oferta (fls. 1.504-1.539). A respeito dos apontamentos da SEP a respeito do artigo 5º do seu Estatuto Social, a Companhia teceu, em síntese, os seguintes comentários:

Como se depreende da leitura do § 2º do artigo 15 da Lei das Sociedades por Ações o limite nele estabelecido refere-se exclusivamente ao **número** de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição desse direito em relação ao número total de ações nas quais se divide o capital social da Companhia. O legislador, caso desejasse que essa proporção guardasse relação com o volume de recursos aplicados em uma companhia, assim teria estabelecido na lei, o que não o fez.

O professor Modesto Carvalhosa esclarece o seguinte em relação ao disposto no § 2º do artigo 15:

"O número de ações preferenciais sem direito a 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 direito a 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 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" (grifos da Companhia).[19]

(...)

Dessa forma, resta claro que (i) o capital social de uma companhia não é referência para a fixação do percentual máximo de ações preferenciais sem ou com restrições de voto; e (ii) 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.

Adicionalmente, destacamos abaixo esclarecimentos de José Luiz Bulhões Pedreira[20] acerca da função da ação preferencial:

"A principal função da ação preferencial é de servir de instrumento para financiar capital próprio da companhia,

*mediante captação de recursos **de agentes de poupança que se dispõem a exercer a função empresarial apenas no que diz respeito à aplicação de capital de risco, mas que não desejam nem aceitam interferir na direção da empresa***" (grifos da Companhia).

Em outra oportunidade, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira[21], autores do projeto de lei que culminou na promulgação da Lei das Sociedades por Ações, destacam:

"Os investidores de mercado querem aplicar capital e receber dividendos, ou revender suas ações com lucro. Não se interessam por participar da administração da companhia nem — muito menos — admitem preocupar-se com seus problemas técnicos e de mercado, ou seus planos de expansão. Esperam que o acionista controlador e os administradores resolvam estas questões com a maior eficiência, mantenham a companhia próspera e respeitem seus direitos (...)" (grifos da Companhia).

(...)

Ademais, destacamos o que dispõem o caput e os incisos II e III do § 1º do artigo 17 da Lei das Sociedades por Ações:

"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:

(...)

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" (grifos da Companhia).

Ou seja, o legislador, ao estabelecer vantagens e preferências mínimas para referidas ações preferenciais, reconheceu como possível e lícita a disparidade entre os direitos econômicos conferidos aos detentores de ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição a esse direito, bem como não estabeleceu limites máximos para a concessão de vantagens e preferências às ações preferências às ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição a esse direito (...).

(...)

Diante de todo o acima exposto, a Companhia informa que não procedeu a qualquer alteração no caput do artigo 5º, combinado com os §§ 3º e 9º (itens II, III e IV) de seu Estatuto Social, por entender que os mesmos atendem ao que prescreve o § 2º do artigo 15 da Lei das Sociedades por Ações.

5. A Companhia anexou à sua Resposta ao OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 48/2013 um Parecer do advogado Nelson Eizirik a respeito do tema, datado de 12/08/2013 (fls. 1.471-1.503), elaborado a partir de consulta feita pela Companhia ao eminente advogado. Em seu Parecer, Nelson Eizirik, em síntese, sustenta:

A Lei das S.A., no artigo 15, § 2º, institui um limite **objetivo**: o número de ações preferenciais não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total de ações emitidas pela companhia.

(...) se o legislador desejasse regular não apenas a proporção entre a quantidade de ações ordinárias e preferenciais que podem ser emitidas, mas, também, a proporção em termos de aporte econômico, a fim de que o poder político guardasse relação com os recursos aplicados na companhia, certamente teria incluído novo parágrafo no artigo 15 ou, principalmente, no artigo 17 da Lei das S.A., fixando, por exemplo, um "teto", e não apenas um "piso", para as vantagens patrimoniais das ações preferenciais.

(...)

O artigo 5º, caput e os §§ 3º e 9º, do Estatuto Social da Azul **não** violam o disposto no artigo 15 da Lei das S.A.

(...)

A decisão de atribuir às ações preferenciais de emissão da Azul as preferências e vantagens constantes do artigo 5º do Estatuto Social vigente está dentro da margem de discricionariedade dos acionistas, sendo, portanto, este dispositivo absolutamente **lícito e legítimo** (grifos do autor).

6. Em 20/08/2013, a SRE comunicou à Companhia, por meio do OFÍCIO/CVM/SRE/ GER-2-Nº 346/2013 (fl. 2.121), o deferimento do pedido de cancelamento da Oferta. Assim sendo, o presente processo trata apenas do Registro Inicial de Companhia Aberta na Categoria A.
7. Em 02/09/2013, a CVM enviou o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 282/2013 (fls. 2.135-2.138), o qual apontou que restavam desvios a serem corrigidos pela Companhia no Formulário de Referência, no Estatuto Social, em documentos correlatos e nas Demonstrações Financeiras. Neste Ofício, foram solicitados à Companhia os seguintes esclarecimentos adicionais a respeito das disposições expressas no artigo 5º, caput, combinado com os §§ 3º e 9º (itens II, III e IV) do seu Estatuto Social:

1.1. O parecer do Dep. Emerson Kapaz apresentado à Comissão de Economia, Indústria e Comércio no Projeto de Lei 3.519/97, que deu ensejo à Lei 10.303/2001, o qual tratava da proposta de eliminação da ação preferencial sem direito a voto, explicitou o entendimento do legislador sobre a assunto ao afirmar que "*[...] 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.***" (Diário da Câmara dos Deputados, 20/04/2000, pág. 717; grifo nosso)

1.2. Sobre as alterações na proporção entre ações preferenciais e ordinárias, Jorge Lobo argumenta: "*Questiona-se, em primeiro lugar, a **legitimidade de se poder controlar uma companhia com somente 16,66% de contribuição para a formação de seu capital social, a partir de uma convicção de que o poder político deve guardar uma relação de proporção com o volume de recursos aplicado no negócio.***" Em outro ponto, o autor conclui que "*[...] a nova redação do §2º do art. 15 da Lei procura, assim, restabelecer o equilíbrio entre ações votantes e não votantes, promovendo o **retorno à regra de proporcionalidade do Decreto-lei nº 2627/40.***" (Reforma da Lei das Sociedades Anônimas – Coordenador Jorge Lobo – Ed. Forense, pags 123/125; grifos nossos).

8. Em 01/10/2013, a Companhia protocolou resposta ao Ofício citado acima (fls. 2.146-2.155). Em sua Resposta, a Companhia:

8.1. Argumentou, em síntese, que, segundo seu entendimento, o Deputado Emerson Kapaz, em seu Relatório apresentado à Comissão de Economia, Indústria e Comércio referente aos Projetos de Lei nº 3.115/97, nº 3.519/97 e nº 1.000/99, que deram ensejo à Lei nº 10.303/2001, "referiu-se à participação proporcional ao número de ações em que se divide o capital social, sem fazer qualquer menção aos direitos econômicos atribuídos aos titulares dessas ações" e sem "evidenciar o entendimento no sentido de que o limite entre ações preferenciais e ordinárias estaria de qualquer forma relacionado à representatividade econômica dessas ações no capital social de uma Companhia".

8.2. Argumentou, em síntese, que, segundo seu entendimento, a afirmação de que "o poder político deve guardar uma relação de proporção com o volume de recursos aplicado no negócio", apresentada no artigo de Francisco da Costa e Silva intitulado "As Ações Preferenciais na Lei 10.303, de 31/10/2001: Proporcionalidade com as Ações Ordinárias; Vantagens e Preferências", publicado no livro Reforma da Lei das Sociedades Anônimas, "não pode ser interpretada como um princípio que imponha restrições no que tange à estipulação das preferências econômicas atribuídas aos titulares de ações preferenciais".

9. Em 15/10/2013, a SEP/GEA-2 elaborou o RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 111/2013 (fls. 2.568-2.579) e, ato contínuo, expediu à Companhia o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 317/2013 (fls. 2.580-2.582), comunicando acerca do indeferimento do pedido formulado pela Companhia de seu registro de companhia aberta na categoria A.
- 10.No RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 111/2013, foi alegado:

Em resumo, a fórmula adotada pela Companhia, no artigo 5º de seu Estatuto Social, em especial no caput combinado com o § 3º e atual § 10º (anteriormente § 9º), estabelece uma proporção, em termos de direitos econômicos e patrimoniais, de 75:1 entre ações ordinárias e ações preferenciais. Em outras palavras, a princípio, uma ação preferencial terá valores e direitos equivalentes a 75 ações ordinárias.

A Companhia sustenta que *"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"*. Permanecemos tendo entendimento divergente ao da Companhia. Em nosso entendimento, o § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos

de aporte econômico, devendo o poder político guardar relação com o volume de recursos aplicado no negócio.

(...)

A relação de equivalência entre o número de ações emitidas e os recursos que compõem o próprio capital social é acatada por diversos doutrinadores. (...) a opinião de Jorge Lobo: *"Enquanto no regime do Decreto nº 2.627, de 1940, a base de cálculo para emissão das preferenciais era o valor do capital social (...), no da Lei nº 6.404, de 1976, mesmo após a Lei nº 10.303, de 2001, passou a ser 'o total das ações emitidas', havendo, a meu ver, a Lei nº 6.404, de 1976, apenas explicitado o que estava compreendido no Dec. nº 2.627, de 1940, pois o par. único, do seu art. 9º, era lido da seguinte forma: 'A emissão de ações preferenciais, sem direito a voto, não pode ultrapassar a metade (das ações em que se divide) do capital da companhia'"*[22].

Maurício da Cunha Peixoto é de opinião semelhante:

"Sob a égide do Decreto-Lei 2.627, de 1940, que disciplinou, no país, as sociedades anônimas de 1940 até 1976, o capital da companhia poderia se compor, até um máximo de 50%, de ações preferenciais sem direito a voto. Com o advento da Lei 6.404, de 1976, esse percentual foi alterado para 2/3. Buscou o legislador, à época, propiciar o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, dando ao empresariado nacional maior liberdade na estruturação do capital de sua empresa, e criar meios para a abertura do capital das companhias brasileiras, sem risco de perda de controle.

*A Lei 10.303/01 voltou-se para o sentido inverso da Lei 6.404/76, restabelecendo o percentual máximo previsto na antiga lei de sociedade por ações, isto é, 50% do capital. A alteração agora tem por justificativa **impedir que o controle seja exercido por ordinaristas que pouco tenham investido na empresa, fomentando um maior equilíbrio de poder nas companhias, que passam a ter uma relação mais direta com o nível de investimento realizado. A intenção do legislador foi, dentro do princípio da boa governança corporativa, obrigar o acionista controlador a investir mais na empresa o próprio capital, exercendo, assim, consequentemente, um controle mais responsável**"* (grifos nossos)[23].

Francisco da Costa e Silva, por sua vez, pondera:

"(...)

Embora tenha atendido a uma exigência histórica, decorridos 25 anos de aplicação dessa regra, **verificou-se que a possibilidade de manutenção do controle das companhias com tão pouco capital criou inúmeras distorções, vindo a se transformar num dos principais entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais.**

(...)

Questionava-se, em primeiro lugar, a legitimidade de se poder controlar uma companhia com somente 16,66% de contribuição para a formação do seu capital social, a partir da convicção de que **o poder político deve guardar uma relação de proporção com o volume de recursos aplicado no negócio. Não seria mais sustentável que companhias tenham seus destinos decididos exclusivamente por acionistas controladores que tivessem investido tão pouco, e que aqueles que contribuíram com a maior parcela para a formação do capital — os demais acionistas titulares de ações ordinárias e a totalidade dos detentores de ações preferenciais — ficassem quase que completamente privados da capacidade de interferir na administração.**

(...)

Embora a Lei nº 6.404/76 tenha conferido alguns direitos políticos às minorias, formou-se o consenso de que esses direitos eram insatisfatórios, principalmente no que se refere às ações preferenciais. **A distorção, portanto, era de natureza estrutural e somente a restauração de uma proporção mais restrita entre ações votantes e não votantes é que permitiria, a longo prazo, um maior e mais saudável equilíbrio de poder nas companhias.**

(...)

A nova redação do § 2º do art. 15 da Lei procura, assim, restabelecer o equilíbrio entre ações votantes e não votantes, promovendo o retorno à regra de proporcionalidade do Decreto-Lei nº 2.627/40, ou seja, estabelecendo que o número de ações sem direito de voto, ou sujeitas a restrições no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total de ações emitidas" (grifos nossos)[24].

Pelo exposto, percebe-se que diversos doutrinadores sustentam que deve haver uma relação de equivalência econômica entre ações ordinárias e ações preferenciais. Tal posicionamento faz sentido porque nos parece que, diante da possibilidade de não haver relação de equivalência entre o valor econômico de uma ação ordinária e uma

ação preferencial, a reforma introduzida pela Lei nº 10.303, de 30 de outubro de 2001, no § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, redundaria inútil. Afinal, bastaria emitir ações preferenciais que guardassem relação, em termos patrimoniais e de preço de emissão, de 2:1 em relação a ações ordinárias que se teria o mesmo cenário da redação original do § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976: ações preferenciais correspondendo a 2/3 do capital social e ações ordinárias correspondendo a 1/3 do capital social, guardada a proporção de 50% de ações preferenciais e 50% de ações ordinárias em relação ao número total de ações emitidas pela companhia.

(...)

Tal cenário, em nosso entender, vai de encontro ao que pretendeu o legislador na reforma promovida na Lei das Sociedades por Ações promovida pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2011. Por esta razão, entendemos que o disposto no caput e nos § 3º e o atual § 10º do artigo 5º do Estatuto Social afronta o disposto no § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

Em relação ao entendimento da Companhia de que, "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", indubitavelmente a lei permite o pagamento, às ações preferenciais, de dividendos superiores aos pagos às ações ordinárias, conforme prevê o artigo 17 da Lei das Sociedades por Ações. No entanto, acreditamos que uma diferença de 7.400% no dividendo a ser pago a cada uma das espécies de ações (preferenciais e ordinárias) ofende os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, basilares em nosso ordenamento jurídico[25].

Em relação ao entendimento da Companhia de que "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", ressalte-se o entendimento de Jorge Lobo, a respeito da possibilidade de preços de emissão diferenciados para ações ordinárias e preferenciais[26]:

"Anote-se, a propósito, que, em especiais situações, poderá verificar-se um aporte de recursos oriundo das preferenciais superior ao das ordinárias, em virtude de a Lei nº 6.404, de 1976, em seus arts. 13 e 14, haver instituído o preço de emissão e não em decorrência da substituição da palavra 'capital' pela expressão 'total das ações emitidas'. (14-A)

Vejamos quais as especiais condições jurídicas em que o preço de emissão provoca contribuição desigual à formação do capital social entre os subscritores de ações ordinárias e ações preferenciais.

Quando da constituição da companhia, aberta ou fechada, tenham ou não as ações valor nominal, o preço de emissão das ordinárias e preferenciais será idêntico, porquanto não há fundamento, nem legal, nem jurídico, nem econômico, para atribuir-lhes preços diferentes.
(14-B)

(...)

Em se tratando de companhia aberta, o § 1º, do art. 170, da LSA, com a redação da Lei nº 9.457, de 1997, determina que "o preço de emissão será fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ... tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: I – a perspectiva de rentabilidade da companhia; II – o valor do patrimônio líquido da ação; III – a cotação de suas ações em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado, admitido o ágio ou deságio em função das condições de mercado".

(...)

(14-A) Os Profs. RUBENS REQUIÃO e FRAN MARTINS não registraram nenhuma consequência prática em decorrência da alteração do texto, considerando-as equivalentes, conforme se constata, em REQUIÃO, de seus Comentários: 'No Direito anterior, essa limitação do volume das ações preferenciais era de, no máximo, cinquenta por cento, elevando-se agora a dois terços do total das ações emitidas, ou seja, do capital social' (Saraiva, 1980, 1º vol., p. 142), e, em FRAN MARTINS, de seus Comentários: 'A atual lei permite, entretanto, que as ações preferenciais, sem direito de voto, cheguem até a dois terços do total das ações de uma sociedade anônima' (Forense, 1977, vol. 1, p. 102).

(14-B) O fundamento legal da diversidade de preços de emissão quando do aumento do capital social está no art. 170, § 1º, LSA, não havendo dispositivo similar sobre a fixação do preço de emissão quando da formação do capital social no momento da fundação da companhia.

O fundamento econômico de preços diferenciados, quando do aumento do capital social das companhias, tem amparo, também, nos citados artigo e parágrafo".[27]

11. Em 29/10/2013, a Companhia protocolou na CVM seu pedido de recurso **tempestivo** ao Colegiado da CVM contra a decisão da SEP, nos termos da Deliberação CVM nº 463, de 25 de julho de 2003 (fls. 2.607-2.743).

II. ALEGAÇÕES DO RECURSO DA COMPANHIA

12. A Companhia alega, em seu Recurso, conforme já feito anteriormente, que, em sua opinião, o valor do capital social de uma companhia não é referência para a fixação do percentual máximo de ações preferenciais sem ou com restrições de voto, mas sim o número de ações no qual ele se divide; e que a Lei das Sociedades por Ações, ao permitir preços de emissão diferentes entre as ações ordinárias e preferenciais (viabilizando, assim, o aumento substancial de ingressos de capital oriundos das ações preferenciais), admite desequilíbrio entre poder político dos acionistas e volume de investimento realizado por eles (grifos do original).
13. A Companhia alega que, em sua opinião, o § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404/1976 trata exclusivamente da proporção em termos de quantidade de ações, e não estabelece em nenhum momento que a proporção entre ações ordinárias e preferenciais sem ou com voto restrito deve considerar o montante do aporte econômico na companhia.
14. A Companhia alega que, em sua opinião, no tocante ao *caput* e aos incisos II e III do § 1º do artigo 17 da Lei das Sociedades por Ações, o legislador, ao estabelecer vantagens e preferências mínimas para as ações preferenciais, sem estabelecer limites máximos para a concessão de vantagens e preferências às ações preferenciais sem direito de voto ou com restrições a este direito, reconheceu como possível e lícita a disparidade entre os direitos econômicos conferidos aos detentores de ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição a este direito, em relação aos direitos econômicos conferidos aos detentores de ações ordinárias (grifos do original).
15. A Companhia menciona que, de acordo com o Código Brasileiro de Aeronáutica, uma das condições para que uma empresa possa receber concessão para oferecer serviços regulares de transporte aéreo é que pelo menos 4/5 do capital com direito a voto deva pertencer a brasileiros. A Companhia argumenta que tal restrição inviabiliza que o capital social de uma companhia brasileira que atue nesse segmento seja composto exclusivamente por ações ordinárias.
16. A Companhia alega que os direitos econômicos concedidos aos seus acionistas preferencialistas no *caput* e nos §§ 3º e 10 do artigo 5º de seu Estatuto Social foram concedidos em contrapartida a aportes de capital realizados por estes acionistas, em montantes significativamente superiores aos aportes de capital realizados pelos ordinaristas. O Anexo IV do Recurso da Companhia contém um histórico descritivo dos aumentos de capital realizados pela Companhia.
17. A Companhia alega que o entendimento da SEP, expresso no OFÍCIO/CVM/SEP/ GEA-2/Nº 317/2013, que indeferiu o pedido de registro de companhia aberta na categoria A da Azul S.A., e no RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 111/2013, não pode prosperar, uma vez que, em sua opinião, não está amparado pela lei societária brasileira, sendo incompatível com outros dispositivos da lei, além de ser divergente da mais abalizada doutrina societária brasileira. A Companhia alega, ainda, que, em sua opinião, o entendimento da SEP significa trazer enorme insegurança jurídica para

- diversas companhias que hoje preveem em seus estatutos direitos econômicos diferenciados para os titulares de suas ações preferenciais.
- 18.A Companhia alega que, em sua opinião, a limitação expressa no § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404/1976 estabelece uma proporção ligada à representatividade do poder político das ações votantes em relação ao total de ações emitidas.
- 19.A Companhia alega que, em sua opinião, o artigo 171 da Lei das Sociedades por Ações não apresenta nenhuma vedação para a fixação de preços de emissão distintos entre ações ordinárias e ações preferenciais, o que, em conjunto com a possibilidade de estabelecer o direito ao recebimento de dividendos superiores aos titulares das ações preferenciais, tem como corolário a possibilidade de se estabelecer preços de emissão distintos entre ações ordinárias e preferenciais, logo, volumes distintos de recursos aplicados ao negócio (grifos do original).
- 20.A Companhia alega, em relação ao princípio da razoabilidade evocado no OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 317/2013 e no RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 111/2013, que, em sua opinião, os princípios gerais são fontes secundárias de direito, que devem ser aplicadas na resolução de lacunas da lei, e não se prestam a justificar interpretações que fogem ao princípio da legalidade.
- 21.A Companhia alega que, em relação ao trecho do artigo de Francisco Costa e Silva citado no OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 317/2013 e no RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 111/2013, que, em sua opinião, Costa e Silva não estava efetivamente sustentando a tese da necessária proporcionalidade entre poder político e volume de recursos aportado no negócio, ou defendendo que o artigo 15 impõe regra de proporcionalidade desta natureza; ele estava apenas reportando os argumentos levantados para justificar a decisão política de promover a referida alteração. Ainda segundo a opinião da Companhia, tendo sido esta uma razão de ordem política, cumpre verificar se, de fato, este princípio se tornou um princípio de direito, isto é, se foi incorporado ao ordenamento jurídico, mediante uma reforma sistemática da lei para estabelecer esta proporção. Na opinião da Companhia, não foi este o caso.
- 22.Por último, a Companhia alega que mesmo ao se buscar uma interpretação histórica da questão, o resultado seria, em sua opinião, distinto do apontado pela SEP, uma vez que a o texto do Decreto-Lei nº 2.627/1940 apresentava a restrição das ações preferenciais em relação ao capital da companhia, enquanto a Lei das Sociedades por Ações passou a utilizar a expressão "ações emitidas". Dessa forma, o critério limitador deixou de ser o valor do capital social, para ser o total numérico de ações emitidas pela companhia.

III. PEDIDO DA COMPANHIA

- 23.A Companhia alega que a decisão constante do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 317/2013 não pode prosperar, pois, em sua opinião:
- a) viola o princípio da legalidade, pois cria restrição não expressa no texto legal;

b) parte do pressuposto da existência de uma correlação entre poder político e volume de recursos aportado à empresa, que não está expressa em lei, não encontra amparo em uma interpretação sistemática da Lei das Sociedades por Ações, nem mesmo em quaisquer entendimentos anteriores desta Autarquia;

c) limita indevidamente o direito da Companhia de estender aos seus acionistas vantagens e preferências lícitas, em conflito com o disposto no artigo 17, § 1º, II e no artigo 17, § 2º, ambos da Lei das Sociedades por Ações, que permite à Companhia estender os direitos da maneira estabelecida em seu Estatuto Social;

d) baseia-se em uma tentativa de interpretação histórica da Lei das Sociedades por Ações, que resulta em um entendimento que está diametralmente oposto ao resultado de uma interpretação sistemática da Lei, e que, na prática, ressuscita antigo dispositivo constante do revogado Decreto-Lei nº 2.627, que limitava a emissão de ações preferenciais sem direito a voto à metade do capital da Companhia, e desconsidera que a Lei das Sociedades por Ações limita a emissão de ações preferenciais sem direito a voto ao total de ações emitidas (grifos do original).

24.A Companhia conclui suas alegações reiterando seu entendimento de que, em sua opinião, não há uma proporção estabelecida por lei entre a exposição econômica e o poder político em uma sociedade por ações, havendo apenas a proporção entre a quantidade de ações ordinárias e de ações preferenciais a ser respeitada, porque (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 ordinárias, 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.

25.Pelo exposto, a Companhia requer a esta Autarquia que seja dado provimento ao seu recurso e seja concedido o registro de companhia aberta na categoria A à Azul S.A., nos termos da Instrução CVM nº 480/2009.

IV. ALEGAÇÕES DO PARECER DE LUIZ LEONARDO CANTIDIANO

26.A Companhia anexou ao seu Recurso um Parecer do jurista Luiz Leonardo Cantidiano, no qual reflete sobre a seguinte questão que lhe foi proposta pela Companhia: "O limite de ações preferenciais em relação ao total de ações emitidas por determinada Companhia, previsto no artigo 15, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações, visa de alguma forma resguardar uma proporção entre poder político e volume de recursos aplicados na empresa?"

27. À guisa de introdução, Luiz Leonardo Cantidiano manifesta que está "convicto de que o artigo 15, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações, não visa resguardar proporção entre poder político exercido na companhia e o volume de recursos aplicado na empresa".
28. O jurista inicia seu Parecer com um histórico das ações preferenciais em nosso direito, do qual reproduzimos alguns trechos a seguir.

Como noticia Trajano de Miranda Valverde, até o ano de 1932, quando foi publicado o Decreto nº 21.536, de 15 de junho, nosso direito não reconhecia, de forma expressa, outra espécie de ação que não fosse a ordinária (ou comum) (*Sociedade por Ações*, Ed. Forense, 2ª Edição, pág. 121).

(...) enquanto o Decreto nº 21.536/1932 não estabelecia qualquer limite para a emissão de ações preferenciais sem direito de voto — o que levou muitas sociedades a abusarem, algumas delas com até 90% de seu capital representado por ações desprovidas do direito político — o Decreto-Lei nº 2.627/1940, em § único de seu artigo 9º, estabeleceu que ações daquela espécie não poderiam ultrapassar metade do capital da companhia (...).

Quando da reforma da Lei das Sociedades por Ações, realizada no ano de 1976, o legislador decidiu alargar o aludido limite, estabelecendo-o em 2/3, com a peculiaridade de ter como parâmetro não mais o valor do capital social e sim a quantidade de ações emitidas pela companhia, tudo de acordo com o disposto no § 2º de seu artigo 15 (...).

Esclareça-se que o aumento do limite legal sobre a emissão de ações desprovidas do direito de voto decorreu do entendimento do legislador de que tal medida ajudaria o empreendedor (e acionista controlador) a financiar o crescimento da empresa com os recursos que os chamados acionistas rendeiros aportariam ao capital social como referido na Exposição Justificativa do então projeto de lei:

"As ações preferenciais sem direito de voto foram pela primeira vez reguladas pelo Decreto nº 21.526, de 15.06.1932, sem limite de emissão. O Decreto-Lei nº 2.627 limitou a 50% do capital social a emissão de ações preferenciais sem direito a voto, e foi omissivo quanto às ações com direito de voto restrito. O projeto adota posição intermediária, aumentando para 2/3 do capital o limite de emissão de ações preferenciais, mas nele incluindo ações sem direito a voto e com voto restrito. Recomendamos esse aumento de limite:

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" (grifos do jurista).

Registre-se que a reforma da Lei das Sociedades por Ações, aprovada no ano de 1976, majorou a capacidade de alavancagem do acionista controlador, que passou a ter a possibilidade de comandar a companhia detendo ações ordinárias representativas de pouco mais de 16% da quantidade de ações emitidas pela companhia (grifo nosso).

(...) em contrapartida à retirada do direito de voto, às ações preferenciais era assegurada, como suposta vantagem, uma prioridade no reembolso de capital, vantagem esta apenas que apenas se materializava quando a companhia é extinta.

Em outras palavras, apesar de a expressiva maioria do capital da companhia ser detida pelos titulares de ações preferenciais sem direito de voto, ou com voto restrito, ela (companhia) era controlada por acionistas que pouco haviam contribuído para a formação do capital social.

Porque se demonstrou que as ações preferenciais oferecidas aos investidores do mercado não continham vantagem econômica efetiva, que justificasse a retirada do direito de voto a elas atribuído, houve uma série de propostas sugerindo nova mudança da lei, algumas delas apresentadas ao Congresso Nacional.

Referidas propostas de alteração na Lei das Sociedades por Ações também foram motivadas pelo fato de se considerar impróprio fazer com que a maioria quase que absoluta do capital da companhia sediada no Brasil estivesse nas mãos de acionistas que não dispunham de poder político, vez que suas ações eram não votantes, especialmente porque a eles não era assegurada, como contrapartida pela supressão do direito político, efetiva vantagem patrimonial (grifo nosso).

Olhando no sentido oposto, aqueles que pugnavam pela reforma da lei criticavam o fato de alguém, que contribui apenas com pouco mais de 15% do capital social, poder comandar os destinos da empresa (grifo nosso).

(...) Foi dentro desse contexto que o legislador aprovou, no ano de 2001, nova reforma da legislação societária, em que procurou assegurar direitos mais efetivos aos investidores, com o propósito de estimular maior volume de aplicação da poupança popular na aquisição de ações.

(...) Ressalto que, dentre as mudanças introduzidas na lei das sociedades anônimas, uma das relevantes foi aquela que alterou o

limite de emissão de ações preferenciais sem direito a voto, como explicado pelo então Deputado Emerson Kapaz no Relatório apresentado ao nosso Parlamento:

"Trata-se, como é óbvio a todos, de matéria complexa, para a qual nem sempre alterações revolucionárias ou rupturas são as mais acertadas. Em verdade, mudanças que, embora desejáveis, provoquem prejuízos no curto prazo, devem ser evitadas, reconhecendo-se, assim, a necessidade de um caráter de procedimento diferido no tempo para as alterações na legislação societária.

Assim por exemplo, a questão das ações preferenciais sem direito a voto. É um instituto polêmico, na medida em que afasta o acionista — sócio e divisor do risco, tanto, em princípio, quanto o controlador — da gestão do negócio. Propõe o Deputado Luiz Carlos Hauly, no Projeto de Lei nº 3.519/97, sua simples extinção. Não acreditamos que se deva chegar tão longe. Contudo, depois da 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 ação de tal classe de ações até 2/3 do capital. Acreditamos — e o direito comparado assim aponta — que o percentual de 50% 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 a propriedade de pouco mais de 15% do capital" (grifo de Luiz Leonardo Cantidiano).

Ou seja, ao invés de extinguir as ações preferenciais sem direito de voto, ou com voto restrito, de nosso sistema jurídico, optou o legislador por aprovar uma reforma que é composta de alguns elementos essenciais:

- a) O limite de emissão de ações preferenciais sem direito de voto, ou com voto restrito, foi reduzido de 2/3 do total de ações emitidas para 1/2 do total de ações de emissão da companhia;
- b) Em contrapartida, a alavancagem de que dispunha o controlador — que podia comandar a companhia sendo titular de ações ordinárias que representavam pouco mais de 16% do total de ações emitidas — foi reduzida, uma vez que, para manter o controle, ele (controlador) agora necessita deter 25% das ações emitidas pela companhia mais uma ação (grifo nosso);
- c) De outro lado, reforçou-se a norma que trata das vantagens que podem ser atribuídas às ações preferenciais quando da retirada, daqueles valores mobiliários, do direito de voto.

É importante deixar consignado que a reforma da legislação societária, implementada no ano de 2001, não pretendeu eliminar a capacidade de alavancagem que tem o controlador para comandar a companhia, através da estruturação do seu capital com a emissão de ações preferenciais. O que fez o legislador, reiterar-se, foi diminuir referida capacidade de alavancagem, ao mesmo tempo em que se assegurou, aos titulares de ações preferenciais sem direito de voto, ou com voto restrito, o direito ao recebimento de uma vantagem econômica efetiva (grifo nosso).

29. Em relação à possibilidade de o Estatuto Social conter regras que não contrariem as normas de ordem pública contidas na Lei das Sociedades por Ações, comenta Cantidiano, em síntese, que "nada impede (...) os acionistas da companhia de estabelecer outras regras estatutárias, não vedadas em lei, e, até mesmo, de alargar previsões que, embora previstas em lei de determinada maneira, venham a ser agravadas por força de disposições pactuadas entre os integrantes da sociedade, desde que a lei assim não proíba. (...) sou de opinião que a atribuição, às ações preferenciais de emissão da companhia, de vantagens diversas daquelas estabelecidas em lei, não contraria a lei vigente, visto que a adoção de referida decisão decorre da liberdade que têm as partes de adotar, em suas relações, normas e procedimentos que não sejam vedados em lei".
30. Em relação à interpretação de norma legal, ou regulamentar, que estabelece restrição, defende Cantidiano, em síntese, que "segundo ensina a doutrina, norma excepcional e restritiva de direitos não deve ser estendida a situações que a lei não previu expressamente, quer dizer, não deve ser objeto de interpretação analógica. (...) Não tenho dúvida quanto ao fato de que é defeso ao intérprete ampliar a vontade da lei às situações que a norma excepcional não contemplou expressamente. Por igual razão entendo que não pode o intérprete expandir a incidência de norma estatutária de caráter excepcional a situação que não tenha sido expressamente estabelecida em lei".
31. A respeito da inexistência de correlação entre o limite de emissão de ações preferenciais e as vantagens atribuídas às ações dessa espécie, sustenta Cantidiano, em síntese, que "o limite estabelecido na Lei das Sociedades por Ações para emissão de ações desprovidas do direito de voto não guarda relação de qualquer espécie com as vantagens que, segundo o aludido diploma legal, podem ser atribuídas às ações preferenciais de emissão da companhia. (...) Esclareço que a fixação de um limite para emissão de ações desprovidas do direito político constitui norma de ordem pública, que não pode ser descumprida; a atribuição de vantagens patrimoniais para as ações não votantes de emissão da companhia é objeto de uma relação contratual, livremente estabelecida pelas partes — o subscritor das ações dessa espécie e o controlador da companhia, que aprova o estabelecimento das referidas vantagens —, relação esta que não está submetida a regras rígidas, razão pela qual as aludidas partes têm flexibilidade para determinar a natureza da preferência e sua abrangência".

32. A respeito do posicionamento da SEP, opina Cantidiano, em síntese, que "a interpretação dada pela área técnica da CVM ao artigo 15, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações está inteiramente equivocada. Como já tive oportunidade de afirmar, o limite de emissão, pela companhia, de ações preferenciais sem direito de voto está expressamente referenciado à quantidade total de ações de emissão da companhia. Não objetiva, a fixação do referido limite (ou piso), de forma alguma, resguardar uma proporção entre poder político e volume de recursos financeiros aplicados na companhia".

V. REGRAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA COMPANHIA

33. A Companhia anexou a seu Recurso documento intitulado "Regras de Governança Corporativa", cujos principais aspectos são descritos a seguir.

34. Conforme estabelecido no Estatuto Social e no atual Acordo de Acionistas, o Conselho de Administração deverá ser composto por, no mínimo, 5 (cinco) membros e, no máximo, 10 (dez membros). No mínimo 20% (vinte por cento) dos conselheiros devem ser independentes. Em relação à eleição dos membros do Conselho de Administração, os acionistas preferencialistas que não sejam a Trip Participações S.A., a Trip Investimentos Ltda. e a Rio Novo Locações Ltda. (em conjunto, os "Acionistas Trip") têm o direito de eleger (i) 2 (dois) membros do Conselho enquanto detiverem participação acionária que lhes assegurem o direito de receber, no mínimo, 40% (quarenta por cento) dos valores decorrentes da liquidação da companhia; e (ii) 1 (um) membro enquanto detiverem participação acionária que lhes assegurem o direito de receber, no mínimo, 20% (vinte por cento) dos valores decorrentes da liquidação da companhia. Os Acionistas Trip têm o direito de eleger (i) 3 (três) membros do Conselho enquanto detiverem mais de 20% (vinte por cento) das ações ordinárias da companhia; (ii) 2 (dois) membros se detiverem entre 10% (dez por cento) e 20% (vinte por cento) das ações ordinárias da companhia; ou (iii) 1 (um) membro se detiverem no mínimo 5% (cinco por cento) e no máximo 10% (dez por cento) das ações ordinárias da companhia. O Acionista Controlador tem o direito de eleger os demais membros do Conselho de Administração, sendo que, no mínimo, 2 (dois) deles serão independentes.

35. A atual composição do Conselho de Administração possui 2 (dois) membros eleitos pelos preferencialistas, ambos independentes; 3 (membros) eleitos pelos Acionistas Trip, sendo que dois deles são independentes; e 5 (cinco) membros eleitos pelo Acionista Controlador, sendo que três deles são independentes.

36. O Acordo de Acionistas atual da Companhia determina ser obrigatória a aprovação prévia da maioria dos acionistas preferencialistas para as seguintes matérias: (a) qualquer alteração nos documentos constitutivos da Companhia ou suas controladas, incluindo mudança no número de membros do Conselho de Administração; (b) declaração ou pagamento de dividendos ou qualquer outra distribuição decorrente da titularidade dos valores mobiliários de emissão da Companhia além do dividendo mínimo obrigatório; (c) qualquer modificação no contrato de trabalho firmado entre David

Neeleman e a Companhia. É necessária a aprovação de ao menos 1 (um) dos conselheiros indicados pelos preferencialistas nas seguintes matérias: (a) alteração ou substituição do plano de opções de compra atual da Companhia; (b) remuneração do *chief executive officer* (CEO), diretor presidente ou diretor financeiro que exceda US\$ 500.000,00 (quinhentos mil dólares dos Estados Unidos da América) por ano; e (c) política de remuneração da administração da Companhia.

37. Caso seja concedido o registro de companhia aberta à Azul S.A., o Acionista Controlador e os Acionistas Trip comprometeram-se a celebrar **Novo Acordo de Acionistas** após a realização de oferta pública inicial de valores mobiliários de emissão da Companhia. Segundo o Novo Acordo de Acionistas, o Conselho de Administração da Companhia será composto obrigatoriamente por 10 (dez) membros, sendo no mínimo 2 (dois) deles independentes.
38. Quanto às regras de eleição de membros do Conselho de Administração, o Novo Acordo mantém as regras aplicáveis aos Acionistas Trip. Em relação ao Acionista Controlador, este mantém a prerrogativa de indicar os demais membros do Conselho, porém com as seguintes limitações: (a) no mínimo 2 (dois) conselheiros indicados pelo Controlador deverão ser independentes; (b) no mínimo 1 (um) membro eleito pelo Controlador deverá ser indicado pelo acionista detentor do maior número de ações preferenciais da Companhia; (c) em caso de adoção de voto múltiplo, o número de conselheiros eleitos por meio deste processo será descontado do número de conselheiros independentes da cota do Acionista Controlador.
39. A respeito, a Companhia aponta que, "de acordo com a atual base acionária da Companhia, **o Acionista Controlador poderá possuir participação minoritária no Conselho de Administração**".
40. A Comissão de Listagem nos Segmentos Especiais da BM&FBOVESPA recomendou a inclusão de algumas medidas de governança corporativa adicionais à Companhia, que se comprometeu a reformar seu Estatuto Social para: (a) que no mínimo de 60% (sessenta por cento) dos membros do Conselho de Administração sejam conselheiros independentes; (b) que 2 (dois) membros do Conselho de Administração seja eleitos em votação separada, pela maioria dos acionistas preferencialistas presentes à AGO; (c) existência e funcionamento permanente do Comitê de Remuneração e do Comitê de Governança; (d) direito de voto dos preferencialistas análogo ao dos ordinaristas na Assembleia Geral que deliberar sobre a fixação da remuneração global dos administradores; entre outras medidas.

VI. ANÁLISE

41. O argumento da Companhia de que é equivocado o entendimento da SEP a respeito do § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404/1976, a nosso ver, não prospera.
42. A interpretação da SEP é a de que, **em essência**, o § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404/1976, não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico, ou seja, de que o poder político deve guardar uma relação com o

volume de recursos aplicado no negócio. Acreditamos que há várias razões que sustentam esta tese.

43. Em uma análise retrospectiva, como exposto pelo eminente jurista Luiz Leonardo Cantidiano, as ações preferenciais foram criadas pelo Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1932, que caracterizou suas vantagens e preferências, porém não fixou limites para sua emissão[28]. Posteriormente, uma vez que algumas companhias "abusaram" da prerrogativa de emitir ações preferenciais, tendo seu capital formado por até 90% de ações desta espécie, foi promulgado o Decreto-Lei nº 2.627/1940, que no § único de seu artigo 9º[29] fixou a emissão de ações preferenciais a 50% (cinquenta por cento) do capital social da companhia.
44. Neste ponto, nos parece claro que o legislador, ao limitar a emissão de ações preferenciais a 50% do capital social, procurou limitar também a **capacidade de alavancagem do acionista controlador** (expressão utilizada por Luiz Leonardo Cantidiano que, com a devida vênia, passaremos a utilizar aqui), em relação aos preferencialistas, a 200% do capital por si subscrito e integralizado, em oposição à situação que se verifica anteriormente, a qual, em extremo, chegava a ser de 1.800%[30].
45. A reforma da legislação societária brasileira promovida pela Lei nº 6.404/1976 procurou alargar tal limite de emissão de ações preferenciais (e, com ele, a capacidade de alavancagem do acionista controlador) para 2/3 do capital, conforme se pode ler na Exposição de Motivos ao Projeto de Lei que resultou na Lei nº 6.404/1976, constante da Mensagem nº 204, de 1976, do Poder Executivo ao Congresso Nacional:

O artigo 15 mantém as três espécies de ações da legislação em vigor, mas modifica o limite de emissão de ações preferenciais.

As ações preferenciais sem direito a voto foram pela primeira vez reguladas pelo Decreto nº 21.526, de 15.6.1932, sem limite de emissão. O Decreto-lei nº 2.627 limitou a 50% do capital social a emissão de ações preferenciais sem direito a voto, e foi omissivo quanto às ações com direito de voto restrito. O Projeto adota posição intermediária, aumentando para 2/3 do capital o limite de emissão de ações preferenciais, mas nele incluindo ações sem direito a voto e com voto restrito. Recomendamos esse aumento de limite:

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 (grifo nosso).

46. Neste momento, chamamos a atenção para a expressão utilizada na Exposição de Motivos, que dizia que o Projeto "adota posição intermediária, aumentando para **2/3 do capital** o limite de emissão de ações preferenciais", a qual deve ser lida em conjunto com o que está escrito na Seção I: Valor da mesma Exposição de Motivos: "O Projeto reserva a expressão 'capital social', ou simplesmente 'capital', para significar o montante de capital financeiro de propriedade da companhia que os acionistas vinculam ao seu patrimônio, como recursos próprios destinados, de modo permanente, à realização do objeto social."
47. Em que pese o fato de o legislador ter usado a expressão "2/3 (dois terços) do total de ações emitidas" na redação final do § 2º do artigo 15[31] da Lei nº 6.404/1976, não nos parece que, **em essência**, o "critério limitador de emissão de ações preferenciais deixou de ser o valor do capital social, para ser o total numérico de ações emitidas pela Companhia", mas sim que o legislador se utilizou de uma expressão que guardava (e, a nosso ver, ainda guarda) relação de equivalência com a de "capital social". Em outras palavras, o legislador em momento nenhum pretendeu revogar a proporcionalidade que havia, e ainda há, entre o número de ações emitidas e o capital financeiro (o aporte econômico) a elas referente. A pretensão do legislador foi simplesmente a de ampliar a capacidade de alavancagem do acionista controlador de 200% para 400%, a fim de "ampliar a liberdade do empresário privado nacional na organização da **estrutura de capitalização** da sua empresa" (aspecto econômico) e de "facilitar o controle, por empresários brasileiros, de companhias com capital distribuído no mercado" (aspecto político).
48. Se o legislador objetivasse a alteração do padrão de mensuração de alavancagem do controlador do capital social para o número de ações teria explicitamente abordado tamanha alteração na Exposição de Motivos.
49. Como se pode claramente perceber, não houve uma opção legislativa pela dissociação entre os aspectos econômico e político das ações. A redação original do § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404/1976 manteve, **em essência**, a proporcionalidade entre o poder político (ou mesmo sua restrição, em troca de outras vantagens e preferências) e o aporte econômico realizado.
50. Tal proporcionalidade justifica-se, sobretudo, porque o preço de emissão é a medida da responsabilidade do acionista[32]. Pretender que não haja relação de proporcionalidade entre poder político e aporte econômico significa que o poder político poderia ser exercido por quem tem pouca ou quase nenhuma responsabilidade perante a companhia, o que, em tese, vai de encontro com as proposições do próprio artigo 117 da Lei das Sociedades por Ações.
51. No entanto, a alteração introduzida pela Lei nº 6.404/1976 na proporção de emissão de ações preferenciais não logrou o êxito desejado. Segundo José Waldecy Lucena, os "louváveis objetivos em prol 'do empresário privado nacional na organização da estrutura de capitalização da sua empresa', além de alvo de críticas, que os anteprojetistas responderam, não foram alcançados"[33]. "A experiência de aumentar o percentual de ações desprovidas do direito de voto não foi, a nosso ver", afirma Nelson Eizirik, "bem-sucedida. Com efeito, a política de dividendos da quase generalidade das companhias nacionais *não* constitui atrativo para os investidores" (grifo

do original)[34]. Ainda segundo Nelson Eizirik, "com a evolução da conjuntura econômica nacional e internacional nos mais de 25 anos transcorridos desde a edição da Lei nº 6.404/1976, o que era visto como salutar para a economia brasileira passou a ser encarado como uma distorção de nosso ordenamento jurídico, justamente por afastar a maioria dos acionistas da gestão dos negócios sociais (...). Diante de tais considerações, foi aprovada, no âmbito da ampla reforma que a aludida Lei nº 10.303/2001 operou na legislação societária, a redução, para 50% (cinquenta por cento) do capital social, do número de ações preferenciais sem direito a voto que as sociedades anônimas estão autorizadas a emitir" (grifos nossos)[35]. Segundo Luiz Leonardo Cantidiano, "os estudiosos concluíram que o pequeno crescimento do mercado de ações resulta da má qualidade do produto que é ofertado aos investidores. A expressiva maioria dos títulos ofertados ao público investidor é constituída de ações preferenciais sem direito a voto, que apenas asseguram como vantagem, pela supressão do direito político, uma prioridade no reembolso de capital. Ou seja, o acionista fica desprovido do direito de voto em troca de uma vantagem patrimonial que apenas se materializa quando a sociedade é extinta e liquidada"[36]. "Embora a Lei nº 6.404/76 tenha conferido alguns direitos políticos às minorias", sustenta Francisco da Costa e Silva, "formou-se o consenso de que esses direitos eram insatisfatórios, principalmente no que se refere às ações preferenciais. A distorção, portanto, era de natureza estrutural e somente a restauração de uma proporção mais restrita entre ações votantes e não votantes é que permitiria, a longo prazo, um maior e mais saudável equilíbrio de poder nas companhias. (...) Firmou-se, também, a convicção de que não era mais aceitável que **controladores com parcelas tão ínfimas de contribuição para o capital** das companhias se apropriassem integralmente de prêmios de controle em caso de alienação para terceiros"[37].

52. A reforma introduzida pela Lei nº 10.303/2001 também não pretendeu pôr fim (e de fato não pôs) à proporcionalidade entre o poder político (ou sua restrição, em troca de outras vantagens e preferências) e o aporte econômico realizado. Pretendeu, sim, por um lado, ampliar as vantagens e preferências das ações preferenciais, a fim de dinamizar o mercado de capitais brasileiro, e, por outro, limitar o poder do acionista controlador, conferindo maior proteção ao acionista minoritário e reduzindo seu potencial de alavancagem, seja em relação ao número total de ações emitidas pela companhia, seja em essência, no nosso entendimento, em relação ao aporte econômico realizado.
53. Foi neste sentido que o Deputado Emerson Kapaz, em seu Relatório apresentado à Comissão de Economia, Indústria e Comércio da Câmara dos Deputados em 9 de dezembro de 1999, referente aos Projetos de Lei nº 3.115/1997, nº 3.519/1997 e nº 1.000/1999, expôs:

Trata-se, como é óbvio a todos, de matéria complexa, para a qual nem sempre alterações revolucionárias ou rupturas são as mais acertadas. Em verdade, mudanças que, embora desejáveis, provoquem prejuízos no curto prazo, devem ser evitadas, reconhecendo-se, assim, a

necessidade de um caráter de procedimento diferido no tempo para as alterações na legislação societária.

Assim por exemplo, a questão das ações preferenciais sem direito a voto. É um instituto polêmico, na medida em que afasta o acionista — sócio e divisor do risco, tanto, em princípio, quanto o controlador — da gestão do negócio. Propõe o Deputado Luiz Carlos Hauly, no Projeto de Lei nº 3.519/97, sua simples extinção. Não acreditamos se deva chegar tão longe. Contudo, 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 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 (grifos nossos)[38].

54. Assim sendo, entre outras alterações, o que a Lei nº 10.303/2001 promoveu foi limitar a emissão de ações preferências a uma proporção que, por um lado, permitisse a capitalização da empresa e, por outro, a redução do potencial de alavancagem do acionista controlador em relação aos preferencialistas, de 400% (que é o que acontece quando o controlador possui 16,66% das ações ordinárias mais uma e os preferencialistas respondem por 66,66% do capital) para 200% (quando o controlador possui 25% das ações ordinárias mais uma, frente a preferencialistas que possuem 50% do capital da companhia).
55. Pelo exposto, em nenhum momento as reformas introduzidas na legislação societária promoveram o afastamento da relação de proporcionalidade que há entre o número de ações emitidas, o poder político a elas referente e o aporte econômico realizado. A interpretação da SEP, neste sentido, nem é "histórica", nem se baseia "na vontade do legislador" ou "alarga os conceitos contidos na lei", muito menos "viola o princípio da legalidade", com a devida vênua da Companhia e dos juristas por ela consultados. Não se trata, portanto, de entendimento que traz "enorme insegurança jurídica para diversas companhias".
56. Cumpre esclarecer que o fato de a lei prever, em nosso entendimento, que existe relação de proporcionalidade entre as ações emitidas e o aporte econômico (ou seja, que o § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404/1976, não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico, devendo o poder político guardar relação com o volume de recursos aplicado no negócio) não significa que, ao longo da existência da companhia, os preços de emissão das ações ordinárias e preferenciais da companhia não possam ser diferentes.
57. Muito pelo contrário, os preços de emissão poderão ser (e em geral são) diferentes, em decorrência dos critérios estabelecidos no § 1º do artigo 170 da Lei nº 6.404/1976[39].

58. Entretanto, no caso da Azul, as diferenças dos preços de emissão não parecem decorrer de qualquer critério mencionado acima, mas, sim, da proporcionalidade patrimonial estabelecida no Estatuto da Companhia.
59. O quadro seguinte sintetiza os aumentos de capital ocorridos ao longo da existência da Companhia, conforme relatado no Anexo IV do Recurso da Azul:

Data	Valor do Aumento	Tipo de Ação	Quantidade	Preço por Ação
15/1/2008	R\$ 100,00	ordinária A	12.448	R\$ 0,01
28/2/2008	R\$ 2.033.740,00	ordinária A	189.834.024	R\$ 0,01
28/2/2008	R\$ 8.134.960,00	preferencial A	3.050.000	R\$ 2,67
10/3/2008	R\$ 1.316.250,00	ordinária A	121.369.294	R\$ 0,01
10/3/2008	R\$ 5.269.875,00	preferencial A	1.950.000	R\$ 2,70
10/3/2008	R\$ 118.230.000,00	preferencial B	17.500.000	R\$ 6,76
1/7/2008	R\$ 111.650.000,00	preferencial B	17.500.000	R\$ 6,38
9/9/2008	R\$ 88.150.000,00	preferencial B	12.500.000	R\$ 7,05
28/9/2009	R\$ 65.922.500,00	preferencial B	8.750.000	R\$ 7,53
15/8/2012	R\$ 22.722.293,66	ordinária A	153.279.211	R\$ 0,15
15/8/2012	R\$ 50.537.818,96	preferencial B	22.145.080	R\$ 2,28

60. Não levando em consideração o aumento de capital decorrente da incorporação da Trip[40] (ocorrido em 15/08/2012), a relação entre o preço médio de emissão das ações preferenciais classe B e o preço médio de emissão das ações ordinárias é de **634,1:1**, proporção bem maior que a proporção em termos patrimoniais definida atualmente pelo Estatuto Social da Companhia, de **75:1**. Ainda que se considere o aumento de capital de 15/08/2012, a proporção seria de **98,7:1**, que ainda não é a mesma razão que o estatuto define.
61. Em parte, esta diferença poderia ser atribuída a uma possível expectativa de valorização do valor de mercado da Companhia, no caso de a ação preferencial vir a ser negociada no mercado regulamentado de valores mobiliários brasileiro. No entanto, é possível que parte deste "ágio" seja decorrente do fato de que o prêmio de controle a ser pago em caso de alienação seja, na prática, definido pelo valor de mercado das ações preferenciais e pelos acionistas preferencialistas, e não pelo acionista controlador, justamente em virtude do *tag along* de 7.500% (na verdade,

um *tag along* de 100% em relação ao valor pago pelas ações ordinárias do controlador, guardada a proporção de 75:1 definida estatutariamente entre ações preferenciais e ações ordinárias).

62. Da mesma forma, não pretende a área técnica da CVM limitar o direito da Companhia de conceder vantagens e preferências lícitas aos seus acionistas. A previsão estatutária de direitos econômicos diferenciados para os titulares de ações preferenciais, em relação aos direitos econômicos assegurados aos titulares de ações ordinárias, está previsto na Lei nº 6.404/1976, em seu artigo 17, sendo, aliás, obrigatório à companhia cujas ações preferenciais forem admitidas à negociação no mercado regulamentado de valores mobiliários atribuir a esta espécie de ação as preferências ou vantagens estabelecidas no § 1º do mesmo artigo.
63. No caso em tela, parece-nos que atribuir um dividendo às ações preferenciais 75 vezes maior que o atribuído às ações ordinárias não constitui vantagem econômica em essência, uma vez que ele tão somente reflete a proporcionalidade de 75:1 em termos patrimoniais que foi estabelecida no Estatuto Social da Companhia. Neste sentido, parece-nos que a Companhia cumpre o disposto no § 1º do artigo 17 da Lei nº 6.404/1976 não por conceder a cada ação preferencial um dividendo maior que o atribuído a cada ação ordinária (visto que há uma relação, fixada em Estatuto, de 75:1 entre ações preferenciais e ações ordinárias), mas por incluir as ações preferenciais na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no artigo 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias (considerando-se aí a relação de 75:1 que existe entre ações preferenciais e ações ordinárias).
64. O recurso da Companhia traz, ainda, à discussão, a limitação imposta pelo Código Brasileiro de Aviação (item 15 deste RA) sobre a propriedade do capital votante para empresas concessionárias de serviços regulares de transporte aéreo. Em relação a tal condição, a SEP não pode admitir que regras específicas de setores da economia brasileira justifiquem a não observância da legislação societária.
65. Pode ainda ser observado 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.
66. Além disso, não pode ser encarada também como uma *poison pill*, já que não estaria dificultando a alienação de controle, apenas transferindo a decisão e o preço de venda de controle para as ações preferenciais. A razão disso é simples: o maior volume de recursos a ser despendido pelo adquirente do controle da companhia será destinado ao pagamento do *tag along* aos preferencialistas; logo, é totalmente plausível, economicamente falando, que seja este o custo determinante para a fixação do preço por ação a ser pago na operação, e não o custo referente à aquisição das ações ordinárias do acionista controlador.
67. A Companhia aborda, em seu Recurso, as regras de Governança de Corporativa da Azul. Sobre as situações apontadas, causa certa estranheza a configuração administrativa da Companhia na qual o "**Controlador poderá possuir participação minoritária no Conselho de Administração**". Isto

é, o sócio com maior número de ações ordinárias tem seu poder de controle ceifado. Fazendo a leitura conjunta da situação mencionada com os pontos em que a Companhia defende que o interesse do acionista preferencial é exclusivamente no retorno do capital investido, conforme apresentado no item 4 deste RA, surge mais uma questão incongruente na organização da Companhia.

68. À guisa de conclusão, reiteramos nossa preocupação com o modelo ora proposto pela Companhia, já externada no RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 111/2013, uma vez que a relação de 75:1 pode fazer com que, em um cenário em que o número de ações emitidas pela companhia seja de 50% de ações ordinárias e 50% de ações preferenciais, o controle possa ser exercido com menos de 0,7% dos recursos aportados no capital social da companhia.[41] Não se pode olvidar que "o preço de emissão da ação representa o limite da responsabilidade subsidiária do acionista"[42], uma vez que "a responsabilidade dos sócios ou acionistas é limitada ao preço de emissão das ações por eles subscritas ou adquiridas"[43]. No caso em tela, teríamos, pois, um acionista controlador com pouquíssima responsabilidade subsidiária em relação ao capital da companhia, o qual possui qualidade de servir de garantia a credores, com base no princípio da integridade do capital social.
69. Além disso, a situação presentemente analisada também pode acarretar um possível desalinhamento de interesses entre o acionista controlador e os demais acionistas, decorrente justamente do fato de o controlador possuir ações que receberão dividendos por ação 75 (setenta e cinco) vezes menores que os pagos aos preferencialistas; de receber um valor por ação 75 (setenta e cinco) vezes menor que o pago aos preferencialistas em caso de alienação de controle ou mesmo de liquidação da companhia; e, como mencionado anteriormente, de ter integralizado valores cerca de 75 (setenta e cinco) vezes menores por ação que os preferencialistas, o que minimiza a responsabilidade subsidiária deste acionista controlador perante o capital social da companhia.
70. Em última análise, teríamos uma sociedade de capitais controlada por um acionista (ou grupo de acionistas) que dela participa com pouquíssimo capital, o que, a nosso ver, não condiz com a essência da Lei das Sociedades por Ações, inclusive sendo contraditório com a finalidade da alteração proposta pela Lei nº 10.303/2001.

VII. CONCLUSÃO

71. Pelas razões expostas neste Relatório de Análise, a Superintendência de Relações com Empresas **reitera** seu entendimento manifestado no OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 317/ 2013 e no RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 111/2013, que concluíram pelo **indeferimento** do pedido de registro de emissor de valores mobiliários na categoria A de que trata a Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, formulado pela Azul S.A.
72. Assim sendo, nos termos do item III da Deliberação CVM nº 463, de 25 de julho de 2003, alterada pela Deliberação CVM nº 510, de 18 de outubro de

2006, sugerimos o encaminhamento do Recurso da Companhia ao Colegiado da CVM, por intermédio da Superintendência Geral desta Autarquia.

Atenciosamente,

IVO MARTINS DAHER
Analista GEA-2

GUSTAVO ANDRÉ RAMOS
INÚBIA
Analista GEA-2

De acordo, em ____ / ____ /2013.

À SEP,

GUILHERME ROCHA LOPES
Gerente de Acompanhamento de Empresas 2

Em exercício

De acordo, em ____ / ____ /2013.

FERNANDO SOARES VIEIRA
Superintendente de Relações com Empresas

[1]A alteração estatutária aprovada na AGE de 16/08/2013(fl. 1.642-1.682) acrescentou um parágrafo ao artigo 5º do Estatuto Social da Companhia, razão pela qual o artigo 9º passou a ser o 10º.

[2]"§ 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."

[3]OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 48/2013, p. 12 (fl. 1.447).

[4]CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei das sociedades anônimas: 1º Volume – arts. 1º a 74.* 6ª Ed. Rev. e Atual. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 278.

[5]Na verdade, o argumento é de Francisco da Costa e Silva, e integra o artigo intitulado "As Ações Preferenciais na Lei 10.303, de 31/10/2001: Proporcionalidade com as Ações Ordinárias; Vantagens e Preferências", publicado no livro *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, cuja edição foi coordenada por Jorge Lobo.

[6]"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."

[7]A redação original do artigo 15 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 era: "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.”

[8]EIZIRIK, Nelson. “Ações preferenciais. Limite de emissão aplicável às companhias abertas existentes antes da entrada em vigor da Lei nº 10.303/2001”. In: EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 435-448.

[9]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”. In: REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. *Diário da Câmara dos Deputados*. Brasília (DF), ano LV, nº 72, 20/04/2000, pp. 716-727. Disponível em: <http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD20ABR2000.pdf#page%3D1>. Acesso em 11/10/2013.

[10]CANTIDIANO, Luiz Leonardo. “Características das ações, cancelamento de registro e *tag along*”. In: LOBO, Jorge (org.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Forense: 2003, pp. 61-105.

[11]LOBO, Jorge. “Emissão de ações preferenciais sem direito de voto”. In: LOBO, Jorge (org.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Forense: 2003, pp. 141-182. Neste ponto, há no texto original de Jorge Lobo uma nota, de número 14, que discute acerca da possibilidade de haver preços de emissão diferenciados para ações ordinárias e preferenciais. Esta nota encontra-se reproduzida neste RA, em seu parágrafo 34.

[12]PEIXOTO, Maurício da Cunha. “Sociedades anônimas – algumas considerações sobre as ações preferenciais, o conselho de administração e o acordo de acionistas após a reforma implementada pela Lei 10.303/01”. In: WALD, Arnaldo et alii (coord.). *Sociedades anônimas e mercado de capitais: homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 513-556.

[13]COSTA E SILVA, Francisco da. “As ações preferenciais na Lei nº 10.303, de 31.10.2001: proporcionalidade com as ações ordinárias; vantagens e preferências”. In: LOBO, Jorge (org.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Forense: 2003, pp. 117-140.

[14]Este número obtém-se a partir do seguinte cálculo. Digamos que o capital social da companhia se divida em 100 ações, sendo 50 ações ordinárias e 50 ações preferenciais. Cada ação ordinária tem preço de emissão de R\$ 1,00 e cada ação preferencial, de R\$ 75,00. Neste cenário, o valor do capital social total da companhia é de R\$ 3.800,00 (R\$ 1,00 x 50 ações ordinárias = R\$ 50,00; R\$ 75,00 x 50 ações preferenciais = R\$ 3.750,00). Como o controle pode ser exercido com 50% mais uma das ações ordinárias, teríamos, neste caso, um acionista controlador que investiu pouco mais de R\$ 25,00 diante de um capital social total de R\$ 3.800,00, ou seja, 0,6579% dos recursos que compõem o capital social da companhia.

[15]LEITE, Gisele Pereira Jorge. “Aspectos jurídicos da sociedade anônima”. *Âmbito Jurídico.com.br*. Disponível em: http://www.ambito-juridico.com.br/site/index.php?n_link=revista_artigos_leitura&artigo_id=326.

Acesso em 14/10/2013.

[16] MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas: artigo por artigo*. 4ª Ed. Rev. Atual. Rio de Janeiro: GEN/Forense, 2010, p. 7.

[17] Segundo o Ministro do STF, Gilmar Mendes, "o princípio da proporcionalidade ou da razoabilidade, em essência, consubstancia uma pauta de natureza axiológica que emana diretamente das ideias de justiça, equidade, bom senso, prudência, moderação, justa medida, proibição de excesso, direito justo e valores afins; precede e condiciona a positivação jurídica, inclusive a de nível constitucional; e, ainda, enquanto princípio geral do direito, serve de regra de interpretação para todo o ordenamento jurídico" (grifo nosso). In: MENDES, Gilmar. *Curso de direito constitucional*. 2ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 103.

[18] LOBO, Jorge. "Emissão de ações preferenciais sem direito de voto". In: LOBO, Jorge (org.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Forense: 2003, pp. 141-182.

[19] CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei das sociedades anônimas: 1º Volume – arts. 1º a 74*. 6ª Ed. Rev. e Atual. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 278.

[20] PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e demonstrações financeiras da companhia*. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 403.

[21] LAMY FILHO, Alfredo & PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A. (pressupostos, elaboração e aplicação)*. 1º Vol. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 184.

[22] LOBO, Jorge. "Emissão de ações preferenciais sem direito de voto". In: LOBO, Jorge (org.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Forense: 2003, p. 143. Neste ponto, há no texto original de Jorge Lobo uma nota, de número 14, que discute acerca da possibilidade de haver preços de emissão diferenciados para ações ordinárias e preferenciais. Esta nota encontra-se reproduzida mais adiante neste mesmo item do RA.

[23] PEIXOTO, Maurício da Cunha. "Sociedades anônimas – algumas considerações sobre as ações preferenciais, o conselho de administração e o acordo de acionistas após a reforma implementada pela Lei 10.303/01". In: WALD, Arnaldo *et alii* (coord.). *Sociedades anônimas e mercado de capitais: homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 515.

[24] COSTA E SILVA, Francisco da. "As ações preferenciais na Lei nº 10.303, de 31.10.2001: proporcionalidade com as ações ordinárias; vantagens e preferências". In: LOBO, Jorge (org.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Forense: 2003, pp. 124-125.

[25] Segundo o Ministro do STF, Gilmar Mendes, "o princípio da proporcionalidade ou da razoabilidade, em essência, consubstancia uma pauta de natureza axiológica que emana diretamente das ideias de justiça, equidade, bom senso, prudência, moderação, justa medida, proibição de excesso, direito justo e valores afins; precede e condiciona a positivação jurídica, inclusive a de nível constitucional; e, ainda, **enquanto princípio geral do direito, serve de regra de interpretação para todo o ordenamento jurídico**" (grifo nosso). In: MENDES, Gilmar. *Curso de direito constitucional*. 2ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 103.

[26] Este é o teor parcial da nota 14 do artigo de Jorge Lobo, "Emissão de ações

preferenciais sem direito de voto". In: LOBO, Jorge (org.). Op. cit., mencionada na nota de rodapé número 4 deste RA.

[27] LOBO, Jorge. "Emissão de ações preferenciais sem direito de voto". In: LOBO, Jorge (org.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Forense: 2003, pp. 165-167.

[28] O artigo 1º do Decreto nº 21.526/1932 determina: "Art. 1º O capital das sociedades anônimas pode ser, em parte, constituído por ações preferenciais de uma ou mais classes, observadas as disposições do presente decreto. § 1º A preferência pode consistir: a) em prioridade na distribuição de dividendos, mesmo fixos e cumulativos; b) em prioridade no reembolso do capital, com ou sem prêmio; c) na acumulação das vantagens acima enumeradas" (grifo nosso).

[29] "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."

[30] A alavancagem do acionista controlador em relação ao preferencialistas pode ser calculada da seguinte forma: Alavancagem do controlador = % de ações preferenciais / % de ações ordinárias ÷ 2. Por exemplo, quando a limitação de emissão de ações preferenciais é de 50%, a alavancagem do acionista controlador é dada por 0,50 / (0,50 ÷ 2), cujo resultado é 2, ou seja, 200%. No caso de emissão de 90% de ações preferenciais em relação ao capital social da companhia, a alavancagem possível passa a ser, no limite, de 0,90 / (0,10 ÷ 2), que é igual a 18, ou 1.800%.

[31] A redação original do § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404/1976 é: "§ 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".

[32] Como está no artigo 1º da Lei nº 6.404/1976 e nos ensina Fran Martins: "Sociedade anônima é aquela em que o capital social é dividido em partes iguais, denominadas ações, e em que a responsabilidade dos sócios ou acionistas é limitada ao preço de emissão das ações por eles subscritas ou adquiridas." In: MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas: artigo por artigo*. 4ª Ed. Rev. Atual. por Roberto Papini. Rio de Janeiro: GEN/Forense, 2010, p.7.

[33] LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei*. Vol. 1 (arts. 1º a 120). Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 255.

[34] EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. 2ª Ed. Rev. e Ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

[35] EIZIRIK, Nelson. "Ações preferenciais. Limite de emissão aplicável às companhias abertas existentes antes da entrada em vigor da Lei nº 10.303/2001". In: EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 437-438.

[36] CANTIDIANO, Luiz Leonardo. "Características das ações, cancelamento de registro e tag along". In: LOBO, Jorge (org.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Forense: 2003, p. 61.

[37] COSTA E SILVA, Francisco da. "As ações preferenciais na Lei nº 10.303, de 31.10.2001: proporcionalidade com as ações ordinárias; vantagens e preferências".

In: LOBO, Jorge (org.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Forense: 2003, pp. 117-124.

[38]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, pp. 716-727. Disponível em: <http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD20ABR2000.pdf#page%3D1>. Acesso em 11/10/2013.

[39]"§ 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: I - a perspectiva de rentabilidade da companhia; II - o valor do patrimônio líquido da ação; III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado."

[40]Propomos esse expurgo uma vez que os acionistas Trip fazem parte do bloco de controle e, mais ainda, porque os números do negócio diferem em demasia dos valores anteriores, haja vista a existência de mecanismos de ajustes de preço nos valores das trocas de ações (três séries de bônus de subscrição emitidos em favor dos acionistas Trip). Além disso, só podemos obter os valores integralizados para cada tipo de ação fazendo inferência a partir do fator de conversão das ações da Trip em ações da Azul divulgado no acordo de incorporação daquela Companhia.

[41]Este número obtém-se a partir do seguinte cálculo. Digamos que o capital social da companhia se divida em 100 ações, sendo 50 ações ordinárias e 50 ações preferenciais. Cada ação ordinária tem preço de emissão de R\$ 1,00 e cada ação preferencial, de R\$ 75,00. Neste cenário, o valor do capital social total da companhia é de R\$ 3.800,00 (R\$ 1,00 x 50 ações ordinárias = R\$ 50,00; R\$ 75,00 x 50 ações preferenciais = R\$ 3.750,00). Como o controle pode ser exercido com 50% mais uma das ações ordinárias, teríamos, neste caso, um acionista controlador que investiu pouco mais de R\$ 25,00 diante de um capital social total de R\$ 3.800,00, ou seja, 0,6579% dos recursos que compõem o capital social da companhia.

[42]LEITE, Gisele Pereira Jorge. "Aspectos jurídicos da sociedade anônima". *Âmbito Jurídico.com.br*. Disponível em: http://www.ambito-juridico.com.br/site/index.php?n_link=revista_artigos_leitura&artigo_id=326. Acesso em 14/10/2013.

[43]MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas: artigo por artigo*. 4ª Ed. Rev. Atual. Rio de Janeiro: GEN/Forense, 2010, p. 7.

PARECER/Nº /2013/PFE-CVM/PGF/AGU

D

ata: de dezembro de 2013.

REFERÊNCIA: Processo CVM nº RJ 2013-5993.

Interessados: Azul S.A.

ASSUNTO: Recurso contra o indeferimento de Pedido de Registro Inicial de Emissor de Valores Mobiliários – Categoria A – Sem Emissão.

EMENTA: Limite de emissão de ações preferenciais. Inteligência do art. 15, § 2º, da Lei das S.A. Histórico legislativo. O capital social e a função de organização dos direitos políticos e patrimoniais dos acionistas. Rigor do tipo societário da sociedade anônima. Caráter cogente da regra de limitação. Poder Regulatório da CVM. Segurança jurídica do mercado de valores mobiliários. Impossibilidade jurídica do modelo proposto pela Azul S.A.

Fazemos referência ao assunto em epígrafe para tecer as seguintes considerações.

Conforme informado no RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 131/2013, o presente processo cuida de Pedido de Registro Inicial de Companhia Aberta – Categoria "A", sem emissão, formulado pela Azul S.A. ("Companhia", "Azul" ou "Recorrente") e indeferido pela Superintendência de Relações com Empresas da CVM ("SEP").

Para melhor compreensão do assunto, faremos um breve sumário do processo para, então, passarmos à análise jurídica do caso.

I. Brevesíntese do processo

A controvérsia posta nos autos gravita em torno da redação do Estatuto Social da Companhia, apresentado à CVM no Pedido de Registro Inicial de Companhia Aberta, tendo em vista a limitação de emissão de ações preferenciais prevista no art. 15, § 2º, da Lei nº 6.404/76.

O Estatuto Social da Companhia estabelece, em seu art. 5º, parágrafo terceiro, que as ações ordinárias são conversíveis em ações preferenciais, na proporção de 75 (setenta e cinco) ações ordinárias para cada ação preferencial; o parágrafo décimo do art. 5º, por sua vez, estabelece que as ações preferenciais possuem vantagens econômicas 75 (setenta e cinco) vezes maiores do que as ações ordinárias, conforme transcrito a seguir:

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 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 a 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.

Conforme exposto pela Azul em suas razões de recurso, a estrutura acima foi motivada pela exigência prevista no art. 181 do Código Brasileiro de Aeronáutica (Lei nº 7.565/86)[1], que impõe que 80%, no mínimo, das ações com direito a voto de uma companhia portadora de concessão para oferecer serviços regulares de transporte aéreo devem ser detidas direta ou indiretamente por cidadãos brasileiros. Eis os argumentos apresentados pela Recorrente:

Tal restrição inviabiliza, na prática, que o capital social de uma companhia brasileira controladora de concessionária de serviços regulares de transporte aéreo seja composto exclusivamente por ações ordinárias. A

necessidade de captação de recursos através da emissão e distribuição pública de ações, aliada a obrigatoriedade de manutenção de um *free float* mínimo de 25%, conforme atualmente imposto pelas regras de listagem nos segmentos especiais da BM&FBOVESPA, faz com que as companhias do setor recorram à listagem e emissão de ações preferenciais.

Como constatado nos autos, divergem SEP e Companhia acerca da finalidade e alcance do art. 15, § 2º, da Lei nº 6.404/76, *verbis*:

Art.15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seu 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. (grifos nossos)

Enquanto a SEP entende que o dispositivo acima visa a garantir uma proporção entre a participação no capital social e o poder de controle exercido na Companhia, entende a Azul que o limite de emissão de ações preferenciais incide exclusivamente sobre o total de ações emitidas.

Assim, a proporção de 75:1 estabelecida no Estatuto Social permite que o controle da Companhia seja exercido por acionista que tenha aportado recursos equivalentes a cerca de 0,7% do capital social [2], fato que, no entender da SEP, não está de acordo com a finalidade do art. 15, §2º, da Lei nº 6.404/76.

O trâmite do processo contou com o envio de ofícios por parte da SEP, dirigidos à Companhia, que, por sua vez, apresentou manifestações acompanhadas de parecer de lavra do advogado Nelson Eizirik sobre a interpretação do art. 15, § 2º, da Lei nº 6.404/76.

Ao final, a SEP decidiu pelo indeferimento do Pedido de Registro Inicial de Companhia Aberta, nos termos do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 111/2013, conforme trechos reproduzidos a seguir:

Em resumo, a fórmula adotada pela Companhia, no artigo 5º de seu Estatuto Social, em especial no caput combinado com o § 3º e atual § 10º (anteriormente § 9º), estabelece uma proporção, em termos de direitos econômicos e patrimoniais, de 75:1 entre ações ordinárias e ações preferenciais. Em outras palavras, a princípio, uma ação preferencial terá valores e direitos equivalentes a 75 ações ordinárias.

A Companhia sustenta que "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". Permanecemos tendo entendimento divergente ao da Companhia. **Em nosso entendimento, o § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico, devendo o poder político guardar relação com o volume de recursos aplicado no negócio.**

(...)

Em relação ao entendimento da Companhia de que, "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", **indubitavelmente a lei permite o pagamento, às ações preferenciais, de dividendos superiores aos pagos às ações ordinárias, conforme prevê o artigo 17 da Lei das Sociedades por Ações. No entanto, acreditamos que uma diferença de 7.400% no dividendo a ser pago a cada uma das espécies de ações (preferenciais e ordinárias) ofende os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, basilares em nosso ordenamento jurídico.**

Em relação ao entendimento da Companhia de que "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", **ressalte-se o entendimento de Jorge Lobo, a respeito da possibilidade de preços de emissão diferenciados para ações ordinárias e preferenciais:**

"A note-se, a propósito, que, em especiais situações, poderá verificar-se um aporte de recursos oriundo das preferenciais superior ao das ordinárias, em virtude de a Lei nº 6.404, de 1976, em seus arts. 13 e 14, haver instituído o preço de emissão e não em decorrência da substituição da palavra 'capital' pela expressão 'total das ações emitidas'. (14-A)

Vejamos quais as especiais condições jurídicas em que o preço de emissão provoca contribuição desigual à formação do capital social entre os subscritores de ações ordinárias e ações preferenciais.

Quando da constituição da companhia, aberta ou fechada, tenham ou não as ações valor nominal, o preço de emissão das ordinárias e preferenciais será idêntico, porquanto não há fundamento, nem legal, nem jurídico, nem econômico, para atribuir-lhes preços diferentes. (14-B)

(...)

Em se tratando de companhia aberta, o § 1º, do art. 170, da LSA, com a redação da Lei nº 9.457, de 1997, determina que "o preço de emissão será

fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ... tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: I – a perspectiva de rentabilidade da companhia; II – o valor do patrimônio líquido da ação; III – a cotação de suas ações em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado, admitido o ágio ou deságio em função das condições de mercado". (grifos nossos)

A decisão proferida pela SEP contou com farta referência à doutrina, principalmente notadamente às razões históricas que motivaram a atual redação do art. 15, § 2º, da Lei nº 6.404/76.

A Companhia, inconformada com o indeferimento, ofereceu recurso dirigido ao Colegiado da CVM, no qual reiterou os argumentos que já havia sustentado em manifestações apresentadas à SEP. Desta vez, apresentou parecer de lavra do advogado Luiz Leonardo Cantidiano sobre o tema. Eis a síntese de seus principais argumentos:

Como vimos, a decisão constante do Ofício de Indeferimento não pode prosperar, pois:

- a) **violou princípio da legalidade**, pois cria restrição não expressa no texto legal;
- b) **partido pressuposto da existência de uma correlação entre poder político e volume de recursos aportado à empresa, que não está expressa em lei**, não encontra amparo em uma interpretação sistemática da Lei das Sociedades por Ações, nem mesmo em quaisquer entendimentos anteriores desta Autarquia;
- c) **limita indevidamente o direito da Companhia de estender aos seus acionistas vantagens e preferências lícitas**, em conflito com o disposto no artigo 17, § 1º, II e no artigo 17, § 2º, ambos da Lei das Sociedades por Ações, que permite à Companhia estender os direitos da maneira estabelecida em seu Estatuto Social;
- d) baseia-se em uma tentativa de interpretação histórica da Lei das Sociedades por Ações, que **resulta em um entendimento que está diametralmente oposto ao resultado de uma interpretação sistemática da Lei**, e que, **na prática, ressuscita antigo dispositivo constante do revogado Decreto-Lei nº 2.627**, que limitava a emissão de ações preferenciais sem direito a voto à metade do capital da Companhia, e desconsidera que a Lei das Sociedades por Ações limita a emissão de ações preferenciais sem direito a voto ao total das ações emitidas.

Reiteramos nosso entendimento de que **não há uma proporção estabelecida por lei entre a exposição econômica e o poder político em uma sociedade por ações, havendo apenas proporção entre a**

quantidade de ações ordinárias e de ações preferenciais a ser respeitada, porque (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 ordinárias, 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. (grifos do original)

A SEP, no curso do prazo previsto no inciso III da Deliberação CVM nº 463/03, solicitou manifestação desta PFE-CVM, por meio do MEMO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 121/2013, a qual não pode ser elaborada devido à exiguidade do prazo e à visível complexidade do assunto. Não obstante, a SEP ratificou seu entendimento anterior, em substancial análise dos argumentos apresentados no recurso interposto pela Azul, conforme trechos do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 131/2013 a seguir transcritos:

A interpretação da SEP é a de que, **em essência**, o § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404/1976, não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico, ou seja, de que o poder político deve guardar uma relação com o volume de recursos aplicado no negócio. Acreditamos que há várias razões que sustentam esta tese.

Em uma análise retrospectiva, como exposto pelo eminente jurista Luiz Leonardo Cantidiano, as ações preferenciais foram criadas pelo Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1932, que caracterizou suas vantagens e preferências, porém não fixou limites para sua emissão. Posteriormente, uma vez que algumas companhias "abusaram" da prerrogativa de emitir ações preferenciais, tendo seu capital formado por até 90% de ações desta espécie, foi promulgado o Decreto-Lei nº 2.627/1940, que no § único de seu artigo 9º fixou a emissão de ações preferenciais a 50% (cinquenta por cento) do capital social da companhia.

Neste ponto, nos parece claro que o legislador, ao limitar a emissão de ações preferenciais a 50% do capital social, procurou limitar também a **capacidade de alavancagem do acionista controlador** (expressão utilizada por Luiz Leonardo Cantidiano que, com a devida vênia, passaremos a utilizar aqui), em relação aos preferencialistas, a 200% do capital por si subscrito e integralizado, em oposição à situação que se verifica anteriormente, a qual, em extremo, chegava a ser de 1.800%.

A reforma da legislação societária brasileira promovida pela Lei nº 6.404/1976 procurou alargar tal limite de emissão de ações preferenciais (e, com ele, a capacidade de alavancagem do acionista controlador) para

2/3 do capital, conforme se pode ler na Exposição de Motivos ao Projeto de Lei que resultou na Lei nº 6.404/1976, constante da Mensagem nº 204, de 1976, do Poder Executivo ao Congresso Nacional:

(...)

Em que pese o fato de o legislador ter usado a expressão "2/3 (dois terços) do total de ações emitidas" na redação final do § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404/1976, não nos parece que, **em essência**, o "critério limitador de emissão de ações preferenciais deixou de ser o valor do capital social, para ser o total numérico de ações emitidas pela Companhia", massim que o legislador se utilizou de uma expressão que guardava (e, a nosso ver, ainda guarda) relação de equivalência com a de "capital social". Em outras palavras, o legislador em momento nenhum pretendeu revogar a proporcionalidade que havia, e ainda há, entre o número de ações emitidas e o capital financeiro (o aporte econômico) a elas referente. A pretensão do legislador foi simplesmente a de ampliar a capacidade de alavancagem do acionista controlador de 200% para 400%, a fim de "ampliar a liberdade do empresário privado nacional na organização da estrutura de capitalização da sua empresa" (aspecto econômico) e de "facilitar o controle, por empresários brasileiros, de companhias com capital distribuído no mercado" (aspecto político).

Se o legislador objetivasse a alteração do padrão de mensuração de alavancagem do controlador do capital social para o número de ações teria explicitamente abordado tamanha alteração na Exposição de Motivos.

(...)

No entanto, a alteração introduzida pela Lei nº 6.404/1976 na proporção de emissão de ações preferenciais não logrou o êxito desejado. Segundo José Waldecy Lucena, os "louváveis objetivos em prol 'do empresário privado nacional na organização da estrutura de capitalização da sua empresa', além de alvo de críticas, que os anteprojetistas responderam, não foram alcançados". "A experiência de aumentar o percentual de ações desprovidas do direito de voto não foi, a nosso ver", afirma Nelson Eizirik, "bem-sucedida. Como efeito, a política de dividendos da quase generalidade das companhias nacionais não constitui atrativo para os investidores" (grifo do original). Ainda segundo Nelson Eizirik, "com a evolução da conjuntura econômica nacional e internacional nos mais de 25 anos transcorridos desde a edição da Lei nº 6.404/1976, o que era visto como salutar para a economia brasileira passou a ser encarado como uma distorção de nosso ordenamento jurídico, justamente por afastar a maioria dos acionistas da gestão dos negócios sociais (...). Diante de tais considerações, foi aprovada, no âmbito da ampla reforma que a aludida Lei nº 10.303/2001 operou na legislação societária, a redução, para 50% (cinquenta por cento) do capital social, do número de ações preferenciais sem direito a voto que as sociedades anônimas estão autorizadas a emitir" (grifos nossos).

Segundo Luiz Leonardo Cantidiano, "os estudiosos concluíram que o pequeno crescimento do mercado de ações resulta em má qualidade do produto que é ofertado aos investidores. A expressiva maioria dos títulos ofertados ao público investidor é constituída de ações preferenciais sem direito a voto, que apenas asseguram como vantagem, pela supressão do direito político, uma prioridade no reembolso de capital. Ou seja, o acionista fica desprovido do direito de voto em troca de uma vantagem patrimonial que apenas se materializa quando a sociedade é extinta e liquidada". "Embora a Lei nº 6.404/76 tenha conferido alguns direitos políticos às minorias", sustenta Francisco da Costa e Silva, "formou-se o consenso de que esses direitos eram insatisfatórios, principalmente no que se refere às ações preferenciais. A distorção, portanto, era de natureza estrutural e somente a restauração de uma proporção mais restrita entre ações votantes e não votantes é que permitiria, a longo prazo, um maior e mais saudável equilíbrio de poder nas companhias. (...) Firmou-se, também, a convicção de que não era mais aceitável que **controladores das parcelas tão ínfimas de contribuição para o capital** das companhias se apropriassem integralmente de prêmios de controle em caso de alienação para terceiros".

A reforma introduzida pela Lei nº 10.303/2001 também não pretendeu pôr fim (e de fato não pôs) à proporcionalidade entre o poder político (ou sua restrição, em troca de outras vantagens e preferências) e o aporte econômico realizado. Pretendeu, sim, por um lado, ampliar as vantagens e preferências das ações preferenciais, a fim de dinamizar o mercado de capitais brasileiro, e, por outro, limitar o poder do acionista controlador, conferindo maior proteção ao acionista minoritário e reduzindo seu potencial de alavancagem, seja em relação ao número total de ações emitidas pela companhia, seja em essência, no nosso entendimento, em relação ao aporte econômico realizado.

(...)

Pelo exposto, em nenhum momento as reformas introduzidas na legislação societária promoveram o afastamento da relação de proporcionalidade que há entre o número de ações emitidas, o poder político a elas referente e o aporte econômico realizado. A interpretação da SEP, neste sentido, nem é "histórica", nem se baseia "na vontade do legislador" ou "alarga os conceitos contidos na lei", muito menos "viola o princípio da legalidade", com a devida vênia da Companhia e dos juristas por ela consultados. Não se trata, portanto, de entendimento que traz "enorme insegurança jurídica para diversas companhias".

Cumpre esclarecer que o fato de a lei prever, em nosso entendimento, que existe relação de proporcionalidade entre as ações emitidas e o aporte econômico (ou seja, que o § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404/1976, não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico, devendo o

poder político guardar relação com o volume de recursos aplicado no negócio) **não significa que, ao longo da existência da companhia, os preços de emissão das ações ordinárias e preferenciais da companhia não possam ser diferentes.**

Muito pelo contrário, os preços de emissão poderão ser (e em geral são) diferentes, em decorrência dos critérios estabelecidos no § 1º do artigo 170 da Lei nº 6.404/1976.

Entretanto, no caso da Azul, as diferenças dos preços de emissão não parecem decorrer de qualquer critério mencionado acima, mas, sim, da proporcionalidade patrimonial estabelecida no Estatuto da Companhia.

(...)

Dessa forma, não pretende a área técnica da CVM limitar o direito da Companhia de conceder vantagens e preferências lícitas aos seus acionistas. A previsão estatutária de direitos econômicos diferenciados para os titulares de ações preferenciais, em relação aos direitos econômicos assegurados aos titulares de ações ordinárias, está previsto na Lei nº 6.404/1976, em seu artigo 17, sendo, aliás, obrigatório à companhia cujas ações preferenciais forem admitidas à negociação no mercado regulamentado de valores mobiliários atribuir a esta espécie de ação as preferências ou vantagens estabelecidas no § 1º do mesmo artigo.

No caso em tela, parece-nos que atribuir um dividendo às ações preferenciais 75 vezes maior que o atribuído às ações ordinárias não constitui vantagem econômica em essência, uma vez que ele tão somente reflete a proporcionalidade de 75:1 em termos patrimoniais que foi estabelecida no Estatuto Social da Companhia.

Neste sentido, parece-nos que a Companhia cumpre o disposto no § 1º do artigo 17 da Lei nº 6.404/1976 não por conceder a cada ação preferencial um dividendo maior que o atribuído a cada ação ordinária (visto que há uma relação, fixada em Estatuto, de 75:1 entre ações preferenciais e ações ordinárias), mas por incluir as ações preferenciais na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no artigo 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias (considerando-se aí a relação de 75:1 que existe entre ações preferenciais e ações ordinárias).

O recurso da Companhia traz, ainda, à discussão, a limitação imposta pelo Código Brasileiro de Aviação (item 15 deste RA) sobre a propriedade do capital votante para empresas concessionárias de serviços regulares de transporte aéreo. **Em relação a tal condição, a SEP não pode admitir que regras específicas de setores da economia brasileira justifiquem a não observância da legislação societária.**

(...)

À guisa de conclusão, **reiteramos nossa preocupação com o modelo ora proposto pela Companhia**, já externada no RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 111/2013, uma vez que a relação de 75:1 pode fazer com que, em um cenário em que o número de ações emitidas pela companhia seja de 50% de ações ordinárias e 50% de ações preferenciais, **o controle possa ser exercido com menos de 0,7% dos recursos aportados no capital social da companhia**.

(...)

Além disso, a situação presentemente analisada também pode acarretar um possível desalinhamento de interesses entre o acionista controlador e os demais acionistas, decorrente justamente do fato de o controlador possuir ações que receberão dividendos por ação 75 (setenta e cinco) vezes menores que os pagos aos preferencialistas; de receber um valor por ação 75 (setenta e cinco) vezes menor que o pago aos preferencialistas em caso de alienação de controle ou mesmo de liquidação da companhia; e, como mencionado anteriormente, de ter integralizado valores cerca de 75 (setenta e cinco) vezes menores por ação que os preferencialistas, o que minimiza a responsabilidade subsidiária deste acionista controlador perante o capital social da companhia.

Em última análise, teríamos uma sociedade de capitais controlada por um acionista (ou grupo de acionistas) que dela participa com pouquíssimo capital, o que, ao nosso ver, não condiz com a essência da Lei das Sociedades por Ações, inclusive sendo contraditório com a finalidade da alteração proposta pela Lei nº 10.303/2001.

O recurso foi pautado na reunião do Colegiado da CVM, realizada em 19.11.2013, mas não foi julgado em virtude de pedido de vista apresentado pela Diretora Ana Novaes. Na oportunidade, a PFE-CVM, por meio do procurador que subscreve o presente, reiterou sua disponibilidade para emissão de parecer sobre o caso.

A Diretora Ana Novaes, então, solicitou a manifestação desta PFE-CVM.

Feitas essas considerações, passamos à análise jurídica do caso.

II. Análise Jurídica.

Entendemos que dois aspectos jurídicos são essenciais para a compreensão do tema.

O primeiro diz respeito à investigação histórica, que consideramos ser fundamental no presente debate, uma vez que ela auxilia na compreensão da finalidade da lei ao longo da evolução do direito societário brasileiro, motivo pelo qual aprofundaremos as considerações já oferecidas pela SEP e pela Companhia recorrente.

O segundo aspecto diz respeito ao caráter cogente de determinadas regras presentes nas formas societárias, em especial no rigoroso tipo da sociedade anônima. Entendemos que o limite previsto no art. 15, § 2º, da Lei das S.A. possui natureza de regra cogente, que não pode ser afastada ou mitigada pela vontade do particular.

Além dos aspectos supramencionados, desenvolveremos, no último capítulo, considerações adicionais consideradas relevantes para o caso.

Para melhor compreensão da controvérsia verificada nos autos, o tema será analisado em tópicos distintos, conforme os aspectos jurídicos acima enumerados.

II.a Importância da investigação histórica. Finalidade do art. 15, § 2º, da Lei das S.A.

Como se sabe, antes do advento do Decreto-Lei nº 21.536, de 15 de junho de 1932, o ordenamento jurídico brasileiro só reconhecia, ao menos expressamente [3], as ações ordinárias ou comuns. A partir do mencionado Decreto-Lei, passaram as ações preferenciais a coexistir com as ações ordinárias, previsão que foi posteriormente incorporada ao Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940.

Acriação das ações preferenciais por meio do Decreto-Lei nº 21.536/32, bem como a necessidade de se estabelecer um limite para sua emissão, já no regime do Decreto-Lei nº 2.627/40, foram temas abordados por Trajano de Miranda Valverde, autor do projeto da lei acionária de 1940, *verbis*:

Tendo o decreto-lei vigente [4] incorporado os preceitos e regras do cit. Decr. 21.536, de 1932, convém esclarecer, com a sua exposição de motivos, o pensamento, que orientou o legislador. Lê-se, nela, logo de início: "**A criação de uma classe de ações privilegiadas, preferenciais, ou gozando do benefício de prioridade, poderia ser obtida de vários modos.** Ou a esta classe de ações se atribuiria um número maior de votos do que às ações comuns; ou o capital da sociedade seria dividido em duas classes de ações, de que uma delas seria constituída de ações de controle, em número igual ao das ações anteriormente existentes, subscritas em sua totalidade por um grupo já acionista da sociedade, podendo cada portador de ações ordinárias exigir que o grupo subscritor lhe cedesse, em qualquer tempo, um número de ações de controle igual ao número de ações ordinárias de que fôsse proprietário; **ou, finalmente, pela divisão do capital social em ações de direção e ações preferenciais. Foi esta última solução a adotada pelo projeto.** A solução do voto plural ou privilegiado não só deixou de ser adotada, como foi expressamente fulminada pelo projeto. "

(...)

Não se podendo, aliás, negar às ações ordinárias ou comuns o direito de voto, mais simplesmente limitar o número de votos de cada acionista (art. 80), é manifesto que nos seus titulares se concentram os poderes de

administração da companhia. **Como decreto anterior, o atual permite que os estatutos neguem aos acionistas preferenciais participação nos poderes, cujo exercício, como o do voto, assegura a um grupo — a direção da sociedade.**

(...)

76— Permitindo a lei, no art. 81, que os estatutos recusem às ações preferenciais o direito de voto, o parág. único, do art. 9º, entretanto, declara que as ações dessa natureza não podem ultrapassar a metade do capital da companhia.

O decr. 21.536, de 1932, não continha preceito igual. A consequência foi que algumas companhias se constituíram com capital representado por 90% de ações preferenciais, sem direito de voto, concentrando-se, assim, em insignificante minoria de acionistas a direção da sociedade. Os acionistas preferenciais, sem as garantias, que o decreto-lei oralhes dá, ficavam, em uma sociedade, onde o interesse se mede pelo capital, completamente desamparados. Nos termos do art. 179 das disposições transitórias, as companhias, que se encontram em situação contrária ao preceito legal, terão que adaptar os seus estatutos à nova ordem jurídica.[5] (grifos nossos)

Percebe-se claramente, nas considerações do ilustre Jurista, que o enfoque dado às ações preferenciais foi, desde o início, político-patrimonial, relacionando a recusa ao direito de voto com a correspondente e condicional previsão de direitos e vantagens patrimoniais não conferidos a todos os acionistas.[6]

Abre-se parêntesis para mencionar que a força cogente da regra, tema que será desenvolvido adiante, restou evidenciada no art. 179 do Decreto-Lei nº 2.627/40, que determinou às companhias que adaptassem seus estatutos ao novo preceito legal.

Verifica-se também, conforme já anotado pela SEP, que o Decreto-Lei nº 21.536/32, ao prever originalmente a possibilidade de emissão de ações preferenciais, o fez sem impor limitação. A experiência daquela época indica que houve companhias em que o capital social era representado por 90% de ações preferenciais, fato então considerado abusivo.

Como consequência, a primeira limitação legal à emissão de ações preferenciais levou em consideração o percentual de 50% do capital social, seguindo o entendimento de que o poder político na sociedade anônima, tanto do acionista controlador como do minoritário, deveria estar relacionado à respectiva participação no capital social. Esta abordagem, incontestavelmente, se fez presente desde os primeiros debates surgidos sobre o tema.

Tanto é assim que – conforme reconhecido por Miranda Valverde – a limitação para emissão de ações preferenciais teve por finalidade evitar que a direção da companhia fosse atribuída a uma "insignificante minoria de acionistas", fato que, "em uma sociedade, onde o interesse se mede pelo capital", deixaria os acionistas preferenciais "completamente desamparados" (grifo nosso).

Importante destacar que os debates ocorridos naquele tempo tinham como premissa o rigor aritmético que havia na razão entre capital social, valor e quantidade de ações[7], conforme escólio de José Waldecy Lucena:

Diz-se, em definição moente e corrente, que **o capital social é a soma das contribuições que os sócios prestam à sociedade ao subscreverem suas ações. Esse conceito de fixidez do capital social compaginava-se inteiramente com o regime instituído pelo anterior Decreto-Lei n. 2.627/1940**, qual averbou Trajano de Miranda Valverde, seu insigne anteprojetista: "Capital de uma sociedade é o total em dinheiro, fixado nos estatutos, das contribuições que os subscritores devem verter para a sociedade. Esse capital é dividido em partes, chamadas ações, de valor igual. ... **Qualquer que seja o modo de composição do capital de fundação, dinheiro, ou bens, seja qual for o processo adotado para a sua integralização, é ele sempre representado por uma cifra que, salvo aumento ou diminuição de capital, permanece inalterável durante toda a vida da sociedade**".[8] (grifos nossos)

Como consequência lógica, o poder político na companhia poderia ser aferido, de forma idêntica, tanto pela quantidade de ações como pelo percentual do capital social detidos pelo acionista. De fato, o parágrafo único do art. 9º do Decreto-Lei nº 2.627/40 poderia ser lido da seguinte forma: "a emissão de ações preferenciais, sem direito de voto, não pode ultrapassar a metade (das ações de igual valor em que se divide) do capital da companhia"[9].

Contudo, o regime de fidelidade absoluta do capital social ao valor subscrito foi superado em leis posteriores, que previram a possibilidade de constituição de sociedades anônimas de capital autorizado, bem como a constituição de reservas de capital[10]. Foi ainda prevista, já no regime da Lei nº 6.404/76, a possibilidade de emissão de ações sem valor nominal. Tais eventos levaram ao fim do rigor aritmético existente entre capital social, número de ações e valor nominal, constatado no regime anterior, sob a égide do Decreto-Lei nº 2.627/40.

Embora nem todo valor subscrito pelos acionistas seja necessariamente destinado à formação do capital social, e, ainda que seja admitida a emissão de ações sem valor nominal (com preços de emissão diferentes de acordo com o momento vivido pela companhia), continuou o capital social a desempenhar relevantes funções, reconhecidas no direito societário brasileiro: função de garantia dos credores, função de produção e função de organização. Neste sentido é o escólio de José Waldecy Lucena:

A importância do instituto do capital social, como elemento estrutural da sociedade, exsurte hialinamente evidenciada à análise das múltiplas funções porele desempenhadas em todo o transcurso da vida societária. Tais funções desenvolvem-se externamente, em relações jurídicas da sociedade com terceiros, e internamente, em relações jurídicas envolventes da sociedade e seus sócios e em relações entre os sócios.

Externa corporis, em função de garantia, o capital social e funde a noção de se destinar a garantia dos credores sociais. E em que pese, como o proclama a mais autorizada doutrina autóctone e alienígena, já não mais se conceber o capital social como uma eficaz garantia dos credores sociais, antes resguardados pelo patrimônio efetivo e real da sociedade, não se pode minimizar, mormente nas sociedades de responsabilidade limitada (sociedade anônima, em comandita por ações e limitada), o fato de que o capital social, mesmo porque integrante do patrimônio social, **sempre representará uma garantia suplementar dos credores sociais**, como "cifra de retenção" (somente se restitui ou distribui aos sócios, durante toda a vida da sociedade, o que sobejar ao capital social).

Interna corporis, cumpre destacar a função de produção e a função de organização do capital social. Pela primeira, o capital social, formado pelas contribuições dos sócios, tem por função ensejar a consecução do objeto social, assegurando a exploração da empresa e o desenvolvimento da atividade econômica, e assim vindo a propiciar a obtenção de lucros aos sócios, finalidade e razão de constituição da sociedade. **Pela segunda, erigindo-se o capital em sede do poder político da sociedade, organiza-se a estrutura societária, com base nas participações patrimoniais dos sócios, definindo-se então os centros de poder e comando, assim como a posição de sócios, com todos os direitos, vantagens e restrições que a lei e o estatuto atribuem a cada um. Para muitos, esta última é a mais importante função do capital social.**

Essas múltiplas funções do capital social foram magnificamente compendiadas por Lamy Filho e Bulhões Pedreira, em parecer da lavra de ambos: "Bastam essas considerações para tornar claro por que o capital, 'da essência da sociedade', é a pedra angular de todo o edifício social: dele depende o êxito do empreendimento, representa o limite do esforço financeiro solicitado dos sócios, constitui garantia dos credores e fixa a distribuição do poder da sociedade". (grifos nossos)

Pela importância do tema para o presente caso, seguem os comentários de Lamy Filho e Bulhões Pedreira sobre o capital social e a função de organização dos direitos e obrigações políticos e patrimoniais dos acionistas na sociedade anônima:

"Ao lado disso, **o capital social é a sede do poder político da sociedade, por isso que nele é que fixam as participações dos**

sócios, estruturam-se os centros de poder e se estabelecem as vantagens ou restrições que tocam a cada acionista.

Toda lei de sociedade anônima dedica, por isso, ao capital social uma atenção especial na medida em que, "externa corporis", como elemento formal, constitui garantia de credores como "cifra de retenção" (na expressão de Garrigues) e "**interna corporis**" **é a condição do exercício do poder empresarial.**" [11] (grifos nossos)

Nomesmo sentido são as observações de Mauro Rodrigues Penteadó:

Adigressão desenvolvida nos itens precedentes pôs em destaque que o instituto do capital social, mesmo *externa corporis*, continua a desempenhar papel de relevo como medida da garantia patrimonial oferecida pela companhia e seus credores, tanto que o movimento legislativo mais recente se direciona no sentido de aprimorar a respectiva disciplina. As razões da subsistência desse mecanismo, como peça chave da estrutura jurídica das sociedades anônimas, advêm, outrossim, de **outra relevantíssima função por ele exercida, no âmbito interno da companhia, qual seja, a de organizar as recíprocas relações entre os acionistas, bem como de dimensionar os direitos e obrigações destes, de natureza política ou patrimonial.** É interessante observar que a função ora examinada, inicialmente relegada a um plano secundário, passou a ser valorizada pela doutrina mais recente, **a ponto de ser considerada como o papel realmente significativo desempenhado pelo capital social**, em face das deficiências e das distorções suscitadas pela sua regulamentação em termos de proteção aos credores, referidas no item 2, acima. Pesquisando recentemente a praxe societária italiana, Donata Testi concluiu pela superação do conceito de capital como conjunto de bens idôneos à garantia dos credores, ao constatar uma tendência acentuada à subcapitalização, associada ao predomínio do aspecto pessoal, nas sociedades; em razão disso, o referido autor sustenta que a única função válida e insubstituível que o capital social efetivamente preenche é a de medir os direitos políticos e patrimoniais dos sócios, ao reverso do que sucede com as demais funções (de garantia, produtividade), que soem não ter alcance prático, embora remanesçam, *in abstracto*, nos limites da legislação vigente". [12] (grifos nossos)

Portanto, percebe-se ser tranquilo em doutrina o reconhecimento e destaque dado à função de organização dos direitos políticos e patrimoniais dos acionistas, inerente ao capital social da sociedade anônima. Como lembra Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, o capital social é uma *medida* com relação à qual se aferem os direitos dos sócios (numa sociedade essencialmente capitalista, como é a sociedade anônima, quem tem mais ações tem mais direitos). [13]

Não é por outra razão que a redução do limite de emissão de ações preferenciais continuou a ter como enfoque a relação entre participação no capital

social e poder político na companhia, mesmo após ser adotada a expressão "total de ações emitidas", na atual redação do art. 15, § 2º, da Lei nº 6.404/76.

Neste sentido, destacamos as considerações de Lamy Filho e Bulhões Pedreira, na ocasião da discussão pública sobre o anteprojeto da Lei nº 6.404/76, *litteris*:

Há mais de uma década constitui política do Governo Federal estimular a abertura do mercado de capitais das companhias nacionais, através da venda de suas ações no mercado de capitais. Com esse fim, cerca de uma dezena de leis e decretos-lei fiscais, aprovados pelo Congresso Nacional e pelo Poder Executivo, e de atos regulamentares do Conselho Monetário Nacional, criaram os mais variados estímulos à abertura de capital, ou democratização da propriedade do capital das companhias.

(...)

Os objetivos de toda essa legislação são, por conseguinte, a dispersão da propriedade do capital social das companhias privadas nacionais e o simultâneo desenvolvimento do mercado de ações. Esses objetivos foram fixados a partir do reconhecimento de que, no estágio que já atingiu a economia brasileira, a companhia fechada ou familiar, de porte pequeno ou médio, que predomina entre nós, não tem capacidade para desempenhar, nos projetos de grande escala, a função de organizar e explorar as atividades econômicas, que a Constituição Federal reserva preferencialmente às empresas privadas.

A ideia da reforma da Lei das S.A. nasceu, por sua vez, da observação de que os estímulos fiscais não foram suficientes para nos conduzir até aqueles objetivos, e que se tornou indispensável modernizar o próprio quadro institucional das sociedades anônimas.

Desse perspectiva é fácil compreender o artigo 16, § 12, do Anteprojeto (artigo 15, § 2, da Lei), que proíbe a elevação do limite de emissão de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito: **ele tem por fim permitir que o empresário-empendedor privado nacional possa, sem perder o controle e com o mesmo volume de capital de risco de sua propriedade, criar ou expandir empresa de maior escala, mediante associação de terceiros, sem direito a voto.**^[14] (grifos nossos)

Como visto, o limite de emissão de ações preferenciais foi alterado para 2/3 sobre o total de ações emitidas. Contudo, isto não significa que houve ruptura com a noção de que o poder político do acionista está relacionado com a sua participação no capital social.

É possível que o legislador, ao abandonar a expressão capital social, tendo adotado em seu lugar o total de ações emitidas, tenha levado em consideração a nova

realidade trazida pelo fim do rigor aritmético entre quantidade de ações, valor nominal e capital social.

De qualquer forma, o critério de participação no capital social continuou adominar os debates sobre a distribuição do poder político na sociedade anônima e, conseqüentemente, sobre o limite de emissão de ações preferenciais. Esta realidade restou explicitada nas discussões sobre o (considerado excessivo) limite de 2/3, previsto na redação original do art. 15, § 2º, da Lei nº 6.404/76. Como se sabe, referida limitação passou ao percentual de 50% da quantidade de ações emitidas, conforme as alterações promovidas pela Lei nº 10.303/01.

Neste aspecto, destacamos o parecer oferecido pelo Dep. Emerson Kapaz à Comissão de Economia, Indústria e Comércio no Projeto de Lei nº 3.519/97, que deu ensejo à Lei 10.303/2001, *verbis*:

"Trata-se, como é óbvio a todos, de matéria complexa, para a qual nem sempre alterações revolucionárias ou rupturas são as mais acertadas. Em verdade, mudanças que, embora desejáveis, provoquem prejuízos no curto prazo, devem ser evitadas, reconhecendo-se, assim, a necessidade de um caráter de procedimento diferido no tempo para as alterações na legislação societária. Assim por exemplo, a questão das ações preferenciais sem direito a voto. É um instituto polêmico, na medida em que afasta o acionista — sócio e divisor do risco, tanto, em princípio, quanto o controlador — da gestão do negócio. Propõe o Deputado Luiz Carlos Hauly, no Projeto de Lei nº 3.519/97 sua simples extinção. Não acreditamos se devia chegar tão longe. Contudo, depois da 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 ação de tal classe de ações até 2/3 do capital. **Acreditamos — e o direito comparado assim aponta - que o percentual de 50% 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 a propriedade de pouco mais de 15% do capital.**" (grifos nossos)

As mesmas observações ganharam eco entre os juristas que se debruçaram sobre o tema, logo após a edição da Lei nº 10.303/01, como se percebe no escólio de Francisco da Costa e Silva:

Embora tenha atendido a uma exigência histórica, decorridos 25 anos de aplicação dessa regra, **verificou-se que a possibilidade de manutenção do controle das companhias com tão pouco capital criou inúmeras distorções**, vindo a se transformar num dos principais entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais. As críticas têm fundamentos éticos e econômicos. **Questiona-se, em primeiro lugar, a legitimidade de se poder controlar uma companhia com somente 16,66% de contribuição para a formação do seu capital social, a partir da convicção de que o poder político deve guardar uma relação de**

proporção como volume de recursos aplicado no negócio. Não seria mais sustentável que companhias tenham seus destinos decididos exclusivamente por acionistas controladores que tivessem investido tão pouco, e que aqueles que contribuíram com a maior parcela para a formação do capital — os demais acionistas titulares de ações ordinárias e a totalidade dos detentores das ações preferenciais — ficassem quase que completamente privados, da capacidade de interferir na administração. (...) **A distorção, portanto, era de natureza estrutural somente a restauração de uma proporção mais restrita entre ações votantes e não votantes é que permitiria, a longo prazo, um maior e mais saudável equilíbrio de poder nas companhias.** (...) A nova redação do §2º do art. 15 da Lei de 1976, assim, restabelecer o equilíbrio entre ações votantes e não votantes, promovendo o retorno à regra de proporcionalidade do Decreto-lei nº 2.627/40, ou seja, estabelecendo que o número de ações sem direito de voto, ou sujeitas a restrições no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total de ações emitidas.[15] (grifos nossos)

Curiosamente, mesmo os autores contrários à alteração legislativa comentada reconheceram que a finalidade da regra era a de estabelecer uma proporção entre participação no capital social e poder político, conforme comentários de Mauro Rodrigues Penteadou:

Atendendo a reclamações generalizadas, a nova lei reduziu o limite de emissão de ações preferenciais sem direito de voto, ou com voto restrito, de até dois terços do total das ações emitidas para 50% (art. 15, § 2º). Trata-se de medida de política legislativa de duvidosa sabedoria, que não encontra respaldo no Direito Comparado. **É óbvio que manobrando com um terço do capital dividido em ações com direito de voto, o acionista controlador dispunha de grande liberdade, exercendo seu poder empresarial com baixo investimento, uma vez que o exercício do controle poderia se dar com a detenção de número reduzido de ações.** Para contrabalançar e opor freios a essa situação jurídica, o legislador de 1976 engendrou um bem estruturado sistema de poderes-deveres do controlador (arts. 116 e 245), complementado por regime de responsabilidades por abuso do poder (arts. 117 e 246), extensivo aos administradores da(s) sociedade(s) envolvida(s) — arts. 117, §§ 2º e 3º, 245 e 273.[16] (grifos nossos)

Abre-se parêntese para observar que o caráter cogente da regra restou evidenciado, mais uma vez, nas normas de transição, previstas no art. 8º, §§ 1º e 2º, da Lei nº 10.303/01[17]. Referidas normas estabeleceram, para as companhias novas e para as companhias fechadas que desejassem abrir capital, a necessidade de se observar o novo limite, excepcionando apenas as companhias abertas já existentes.[18]

Podemos arriscar que, poucas vezes, alterações legislativas tiveram registro tão minucioso das intensas discussões e dos relevantes motivos envolvidos. Este fato

se deve tanto à relevância do tema, quanto ao envolvimento direto de juristas como Miranda Valverde, Lamy Filho e Bulhões Pedreira, além da participação de renomadas entidades como o Instituto de Planejamento Econômico e Social – IPEA, Associação Brasileira das Sociedades de Capital Aberto – ABRASCA, Ordem dos Advogados do Brasil, dentre inúmeras outras que contribuíram na discussão pública do anteprojeto da Lei nº 6.404/76[19].

Poisem todas as discussões relacionadas às referidas alterações legislativas, desde a década de 40 do século passado até a alteração promovida no primeiro ano do novo milênio, o critério para a fixação do limite de emissão de ações preferenciais sempre teve como premissa a relação existente entre participação no capital social e poder político do acionista. A evolução histórica da lei societária evidencia, de maneira bastante clara, a finalidade da norma em questão e não deixa margem para questionamentos.

Em suma, a questão da limitação à emissão de ações preferenciais pode ser compreendida facilmente a partir da metáfora do cabo de guerra: o limite máximo dado ao empresário-empendedor privado para criar ou expandir a companhia, mediante associação com terceiros sem direito a voto, está condicionado à manutenção de uma dada parcela do capital social correspondente às ações ordinárias, que conferem aos seus titulares a plenitude dos direitos de sócios.

Está claro que o entendimento defendido pela Recorrente não se encontra alinhado à finalidade da lei, evidenciada não apenas pela interpretação sistemática da Lei das Sociedades por Ações, mas também nas sucessivas alterações do limite de emissão das ações preferenciais.

A mera interpretação literal pretendida pela Companhia, associada a uma suposta liberdade para arbitrar razão de proporção significativa entre ações ordinárias e preferenciais, acaba por fazer do art. 15, § 2º, da Lei das S.A. "letramorta", subtraindo, por completo, a sua função no ordenamento jurídico.

II.b Docaráter cogente da norma prevista no art. 15, § 2º, da Lei nº 6.404/76.

O reconhecimento do caráter cogente do limite de emissão de ações preferenciais, asseverado anteriormente, também é fundamental para a análise do presente caso. Esta característica, evidenciada nas regras de transição previstas no Decreto-Lei nº 2.627/40 e Lei nº 10.303/01, se relaciona ao maior rigor atribuído ao tipo societário[20] de que se trata, especialmente no que concerne às companhias abertas.

A possibilidade de criação de sociedades atípicas, ou seja, fora do rol de tipos societários previsto no ordenamento jurídico, era admitida por parte da doutrina[21], enquanto vigente o Código Civil de 1916. Contudo, o art. 983 do Código Civil de 2002[22] determinou expressamente que a sociedade empresária deve ser constituída de acordo com um dos nove tipos previstos nos

artigos 1.039 a 1.092, dentre eles a sociedade anônima (art.1.088). Vale lembrar que o Código Civil remete a disciplina das sociedades anônimas expressamente à legislação especial (Lei nº 6.404/76), nos termos do art. 1.089[23].

Adespite das discussões sobre a possibilidade de criação de sociedade atípica e da taxatividade do rol de tipos societários no direito brasileiro, o fato é que a sociedade anônima é tradicionalmente considerada um tipo societário rigoroso, com o predomínio de normas cogentes, impassíveis de afastamento pela vontade dos particulares[24].

Neste sentido, trazemos a lume os comentários de Carvalho de Mendonça:

Aos interessados não é permitido ajustar cláusulas que se oponham às disposições proibitivas ou imperativas da lei. Nas sociedades anônimas, numerosas são essas disposições, que constituem a sua regulamentação. Nas outras formas de sociedade é maior a liberdade dos contratantes.[25] (grifo nosso)

Segundo a doutrina, os tipos societários, em geral, admitem a mitigação ou o afastamento de certos preceitos. Contudo, essa possibilidade é afastada no caso de normas destinadas à manutenção do equilíbrio das relações internas, ou, em outras palavras, destinadas a prevenir conflitos de interesses entre sócios. Estas regras são consideradas cogentes, conforme escólio de Rachel Sztajn, em singular obra sobre o tema:

As razões que sustentam a tese da tipicidade fechada das sociedades ou dos tipos (melhor seria dizer subtipos) de sociedade são a tutela do interesse de terceiros que mantenham relações com a sociedade, o caráter de instituição que algumas sociedades assumem e, algumas vezes, o fato de que as sociedades são sujeitos de direito e que, como só a lei pode criar ou reconhecer as pessoas como sujeitos de direito, não seria factível admitir que os particulares pudessem criar pessoas. **Provavelmente a melhor razão para justificar o elenco taxativo de tipos estará na manutenção do equilíbrio das relações internas entre as pessoas que se associam.**

(...)

Daí se chega à definição das regras cogentes, que não podem ser modificadas pelas partes porque se destinam a regular hipóteses típicas de conflito de interesses cuja solução fica afastada do poder dos particulares.[26] (grifos nossos)

Acrescenta ainda a Jurista, sobre o tema específico das sociedades anônimas abertas:

A imperatividade ou cogência das normas se prende à possibilidade, ou não, de modificação da prescrição legal pelas partes. Cogência da norma

implica ficar o dispositivo subtraído dos limites facultados à área negocial dos operadores econômicos, naqueles pontos que, de outra forma, estariam dentro dessa possibilidade e, portanto, pressupõe-se, facilita a identificação do tipo legal. **Tomando a sociedade por ações, enquanto típica sociedade de capitais, encontram-se, no ordenamento positivo brasileiro, vários subtipos ou modelos, conforme a sociedade recorra, ou não, ao mercado de capitais para captar recursos**, ou haja participação majoritária do Estado ou, ainda, todas as ações estejam concentradas em mãos de um único acionista. Não há um modelo único que estabeleça regras idênticas para todas as situações acima referidas.

(...)

Provavelmente a distinção tipológica que toma por base a forma de subscrição do capital social a que recorrem os fundadores ou administradores e demais acionistas de uma companhia se reflete na denominação das sociedades em abertas e fechadas. **Normas mais rígidas são estabelecidas quando a sociedade busca recursos no mercado, junto ao público investidor**, tais como as disposições que impedem seja limitada a circulação das ações (não se impede acordos de acionistas que ficam pessoalmente vinculados, submetendo-se ao procedimento ajustado no pacto); garante-se a representatividade de acionistas na obrigatoriedade da existência de um Conselho de Administração; evita-se a elevação do quorum deliberativo das assembleias, dificultando o veto minoritário nas reuniões de acionistas. **Estão algumas das disposições que se aplicam de forma cogente às sociedades abertas e que são ditadas visando à tutela dos investidores, do mercado de capitais.** [27]

(grifos nossos)

Diante das considerações acima, não é difícil chegar à conclusão de que a regra de limitação de emissão de ações preferenciais é de natureza cogente, uma vez que previne situações de conflito entre os acionistas sobre a distribuição do poder político na sociedade anônima, sendo essencial para a manutenção do equilíbrio do "sistema jurídico da companhia", para utilizar a expressão do saudoso professor José Luiz Bulhões Pedreira. Desta forma, não pode ser afastada ou mitigada pela vontade do particular.

III. Conclusão

Atoda evidência, o art. 15, § 2º, da Lei nº 6.404/76 não cuida de limite meramente quantitativo, incidente sobre o total de ações emitidas, como insiste a Recorrente.

A evolução histórica do tratamento legal sobre o tema, a importância do capital social na organização dos direitos políticos e patrimoniais dos acionistas, a força cogente da regra de limitação, o rigor do tipo societário da

sociedade anônima, bem como a insegurança jurídica que cerca o estabelecimento de proporção econômica e patrimonial tão significativa entre ações ordinárias e preferenciais, tudo aponta para a impossibilidade jurídica do modelo proposto pela Azul.

Portanto o exposto, opinamos pela manutenção da decisão de indeferimento do Pedido de Registro Inicial de Companhia Aberta – Categoria "A", sem emissão, formulado pela Azul S.A., proferida pela Superintendência de Relações com Empresas da CVM.

Rio de Janeiro, 17 de dezembro de 2013.

CELSO LUIZ ROCHA SERRA FILHO

Subprocurador-Chefe GJU-2
Mat. SIAPE nº 1357431

De acordo.

À DAN.

JULYA SOTTO MAYOR WELLISCH

Procuradora-Chefe da CVM – Em Exercício
Mat. SIAPE nº 1358591

[1] Art. 181. A concessão somente será dada à pessoa jurídica brasileira que tiver:
I - sede no Brasil;

II - pelo menos 4/5 (quatro quintos) do capital com direito a voto, pertencente a brasileiros, prevalecendo essa limitação nos eventuais aumentos do capital social;
III - direção confiada exclusivamente a brasileiros.

[2] Conforme cálculo apresentado pela SEP no RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 131/2013.

[3] Conforme notícia José Waldecy Lucena, "bem verdade é que as companhias brasileiras passaram a criar ações preferenciais, desde fins do século dezenove, mormente após pareceres emitidos pelo Visconde de Ouro Preto e por Ruy Barbosa, em 15 de dezembro de 1898 e em 7 de janeiro de 1899, respectivamente, a respeito de consulta assim formulada: "Repugna à legislação pátria estipularem os estatutos, ad instar da prática corrente, em França e na Inglaterra (cuja legislação, também, não é expressa), que o capital será formado: a) por ações preferenciais, com dividendo fixo..., e b) por ações ordinárias, com dividendo aleatório...?".

Professor concluiu o Visconde: "Não repugna à legislação brasileira a existência de ações constitutivas do capital de uma sociedade anônima, nos termos deste quesito da consulta, desde que o dividendo que nela se denomina fixo, seja deduzido, assim como o aleatório, dos lucros líquidos de operações efetivamente concluídas no semestre (dec. n. 434, de 1891, art. 116)". E Ruy Barbosa predicara: "Não se opõe a legislação brasileira à coexistência, numa sociedade anônima, de

ações diversamente aquinhoadas, em relação aos benefícios sociais. Se em regra prevalece no uso o princípio da igualdade entre todos os acionistas, nada obsta à adoção de prática diversa, se convier à associação, nos seus estatutos, dividir as suas ações em categorias diferentes em direitos, sobre a repartição dos dividendos. O silêncio da lei, a perfeita racionalidade e honestidade do alvitre, o exemplo das nações de mais cultura e autoridade nas instituições comerciais autorizam, com os melhores fundamentos, o expediente das ações de prioridade, privilegiadas ou preferenciais" (LUCENA, José Waldecy. Comentários à Leis das Sociedades Anônimas, Vol. 1; Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 272-273).

[4] O autor se refere ao Decreto-Lei nº 2.627/40, diploma vigente à época da obra.

[5] VALVERDE, Trajano Miranda. Sociedade por Ações, Vol. I, Rio de Janeiro: Revista Forense, 1941, p. 88-90.

[6] LEME, Ernesto. Das Ações Preferenciais nas Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro : Saraiva, 1933, n. 17, p. 23. Conforme citado em: LUCENA, José Waldecy. Op. Cit. p. 270.

[7] Eis o que dispunha o art. 1º do Decreto-Lei nº 2.627/40: "A sociedade anônima ou companhia terá o capital dividido em ações, do mesmo valor nominal, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao valor das ações subscritas ou adquiridas."

[8] LUCENA, José Waldecy. Op. Cit. p. 162-163.

[9] Neste sentido: LOBO, Jorge. Emissão de ações preferenciais sem direito de voto. in Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Lobo, Jorge (Coord.), 2ª ed; Rio de Janeiro : Renovar, 2002, p. 143.

[10] Conforme escólio de José Waldecy Lucena: "Esse regime — de fidelidade absoluta do capital ao valor subscrito — foi rompido pela Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965 (Lei de Mercado de Capitais), ao permitir a constituição de sociedades anônimas de capital autorizado (art. 45 e s.). Já a Lei n. 6.404/1976, não somente indexou o capital social, ao exigir que "a expressão monetária do valor do capital social realizado será corrigido anualmente" (art. 50, par. único), o que tornava mutável, como ainda abandonou a tradicional fórmula de equidade entre o capital social e as contribuições dos subscritores, haja vista ter admitido a constituição de reservas de capital para os fins previstos em seu artigo 200, reservas essas formadas com parcela do preço de emissão de ações de valor nominal, ou com o ágio das ações de valor nominal (art. 182, § 10, a)." LUCENA, José Waldecy. Op. Cit. p. 163.

[11] LAMY Filho, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A., Vol. 2, 2ª ed; Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 25.

[12] PENTEADO, Mauro Rodrigues. Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas; São Paulo : Saraiva, 1988, p. 29.

[13] NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e. *Capital Social e Negociação com as Próprias Ações*. In Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p.

796.

[14] LAMY Filho, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A., Vol. 1, 3ª ed; Rio de Janeiro : Renovar, 1997, p. 172-173.

[15] COSTA E SILVA, Francisco da. Ações Preferenciais – Inovações da Lei nº 10.303. in: Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. LOBO, Jorge (Coord.), 2ª ed; Rio de Janeiro : Renovar, 2002, p. 123-124.

[16] PENTEADO, Mauro Rodrigues. Ações Preferenciais. in: Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. LOBO, Jorge (Coord.), 2ª ed; Rio de Janeiro : Renovar, 2002, p. 196.

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

§ 1º A proporção prevista no § 2º do art. 15 da Lei no 6.404, de 1976, será aplicada de acordo com o seguinte critério:

I - imediatamente às companhias novas;

II - às companhias fechadas existentes, no momento em que decidirem abrir o seu capital; e

III - as companhias abertas existentes poderão manter proporção de até dois terços de ações preferenciais, em relação ao total de ações emitidas, inclusive em relação a novas emissões de ações.

§ 2º Nas emissões de ações ordinárias por companhias abertas que optarem por se adaptar ao disposto no art. 15, § 2º, da Lei no 6.404, de 1976, com a redação que lhe é conferida por esta Lei, poderá não ser estendido aos acionistas titulares de ações preferenciais, a critério da companhia, o direito de preferência a que se refere o art. 171, § 1º, alínea b, da Lei no 6.404, de 1976. Uma vez reduzido o percentual de participação em ações preferenciais, não mais será lícito à companhia elevá-lo além do limite atingido.

[18] A aplicação das normas de transição previstas no art. 8º, §§ 1º e 2º, da Lei nº 10.303/01 foram objeto de intenso debate doutrinário que, apesar de relevante, foge ao escopo do presente trabalho. Vide: LOBO, Jorge. Emissão de ações preferenciais sem direito de voto. in Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Lobo, Jorge (Coord.), 2ª ed; Rio de Janeiro : Renovar, 2002.

[19] LAMY Filho, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. Cit. p. 137 e seguintes.

[20] O fenômeno da tipicidade está presente em diversas áreas do direito. No campo do direito empresarial, Rachel Sztajn dedicou obra exclusiva ao tema: Contrato de Sociedade e Formas Societárias. São Paulo, Saraiva, 1989.

[21] SZTAJN, Rachel. Contrato de Sociedade e Formas Societárias. São Paulo : Saraiva, 1989, p. 146. Interessante anotar que a Autora critica veementemente o art. 983 do Código Civil de 2002: "o artigo representa uma das mais extraordinárias intromissões do legislador em justificada restrição ao exercício da autonomia privada encontradas neste Código Civil (...) limitar o âmbito de exercício da autonomia privada quando as pessoas celebram contrato de sociedade, negócio fundado na

cooperação, nomínimo contradiz a principiologia do Código no que concerne à solidariedade,cooperação.”

[22] Art. 983. A sociedadeempresária deve constituir-se segundo um dos tipos regulados nos arts. 1.039 a1.092; a sociedade simples pode constituir-se de conformidade com um desse tipos, e, não o fazendo, subordina-se às normas que lhe são próprias.

[23] Art. 1.089. A sociedadeanônima rege-se por lei especial, aplicando-se-lhe, nos casos omissos, asdisposições deste Código.

[24] Neste sentido é a clássica lição de Pontes de Miranda (Tratado do Direito Privado, Tomo III, § 255): “Ossistemas jurídicos não são concebidos como se as pessoas pudessem dar entrada no mundo jurídico a quaisquer fatos, ainda atos humanos, fazendo-os jurídicos.Em verdade, ainda que amplamente, o direito limita a classe dos atos humanosque podem ser juridicizados. Mundo fático e mundo jurídico não são coextensivos. Noutros termos: **somente dentro de limites pré-fixados, podemos pessoas tornar jurídicos atos humanos e, pois, configurar relações jurídicas e obter eficácia jurídica. A chamada “autonomia da vontade”, o auto-regramento, não é mais do que ‘o que ficou às pessoas’.**” (grifos nossos)

[25] MENDONÇA, José XavierCarvalho de. Tratado de Direito Comercial Brasileiro, Vol. III, 6ª edição, Riode Janeiro : Livraria Freitas Bastos, 1963, p. 10.

[26] SZTAJN, Rachel. Op. Cit. p. 81-91.

[27] SZTAJN, Rachel. Op.Cit. p. 55-57.

[28] Maximiliano, Carlos. Hermenêutica e Aplicação doDireito. 19ª edição. Rio de Janeiro : Forense, 2006, p. 212.

[29] Maximiliano, Carlos. Op.Cit. p. 105.

[30] Conforme Parecer de OrientaçãoCVM nº 1, de 27 de setembro de 1978 e Parecer de Orientação CVM nº 5, de 03 dedezembro de 1979.

[31] LAMY Filho, Alfredo.PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A., Ed. Renovar, 1992, p. 333.Conforme citado em: LUCENA, José Waldecy. Op. Cit. p. 247-248.

[32] SAITO,Richard. SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da Silveira. The Importance of Tag AlongRights and Identity of Controlling Shareholders for the Price Spreads BetweenDual-Class Shares: The Brazilian Case. Cópia eletrônica disponível em <

Processo CVM n.º RJ2013/5993

(Reg. Col. n.º 8923/2013)

Interessada: AZUL S.A.

Assunto: Recurso contra indeferimento de Pedido de Registro Inicial de Emissor de Valores Mobiliários – Categoria A – Sem Emissão

Diretora-Relatora: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

Relatório

1. Trata-se de Recurso ao Colegiado apresentado por AZUL S.A. ("AZUL" ou "Companhia") contra decisão da Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") que indeferiu o Pedido de Registro Inicial de Companhia Aberta – Categoria "A".

I – Dos Fatos

2. Em 24/05/2013, a AZUL protocolou pedido de Registro de Companhia Aberta na Categoria A e de Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Ações Preferenciais de Emissão da Companhia ("Oferta") na CVM – IDE nº 36/2013 (fls. 01-06).
3. Em 24/06/2013, foi enviado o OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 48/2013 (fls. 1.436-1.453), no qual foi apontada uma irregularidade no artigo 5º do estatuto da Companhia:

"O art. 5º, caput, combinado com o § 3º e § 9º (itens II, III e IV) deverão ser alterados porque não respeitam o art.15, § 2º da lei nº 6.404/1976. Com efeito, em essência, 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. Essa não é a situação prevista no estatuto da companhia. Em função disso, o mesmo deve ser alterado de modo a atender ao que prescreve o art. 15, § 2º da lei nº 6.404/1976".

4. Em 16/08/2013, a AZUL protocolou resposta ao ofício (fls. 1.504-1.539), pedindo o cancelamento da Oferta e contestando a posição da SEP a respeito do artigo 5º do seu estatuto[1], alegando basicamente que:
 - a. O limite estabelecido no § 2º do art. 15 da lei nº 6.404/1976 refere-se 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. Caso o legislador desejasse que essa proporção guardasse relação com o volume de recursos aplicados em uma companhia, assim teria estabelecido na lei, o que não fez;

- b. O capital social de uma companhia não é referência para a fixação do percentual máximo de ações preferenciais sem ou com restrições de voto. Lei nº 6.404/1976 permite preços de emissão diferentes entre as ações ordinárias e preferenciais, viabilizando, assim, o aumento substancial de ingressos de capital oriundos das ações preferenciais;
 - c. Nos termos dos incisos II e III do § 1º do art. 17 da lei nº 6.404/1976 o legislador, ao estabelecer vantagens e preferências mínimas para as ações preferenciais, reconheceu como possível e lícita a disparidade entre os direitos econômicos conferidos aos detentores de ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição a esse direito, bem como não estabeleceu limites máximos para a concessão de vantagens e preferências às ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição a esse direito; e
 - d. Por fim, a Companhia informou que não procedeu a qualquer alteração no caput do artigo 5º, combinado com os §§ 3º e 9º (itens II, III e IV) de seu estatuto, por entender que os mesmos atendem ao que prescreve o § 2º do art. 15 da lei nº 6.404/1976.
5. Na mesma oportunidade a Companhia anexou ao Processo um Parecer do advogado Nelson Eizirik a respeito do tema, datado de 12/08/2013, (fls. 1.471-1.503), em que, basicamente, sustenta:
- a. A Lei das S.A., no art. 15, § 2º, institui um limite objetivo: o número de ações preferenciais não pode ultrapassar 50% do total de ações emitidas pela companhia;
 - b. Se o legislador desejasse regular não apenas a proporção entre a quantidade de ações ordinárias e preferenciais que podem ser emitidas, mas, também, a proporção em termos de aporte econômico, a fim de que o poder político guardasse relação com os recursos aplicados na companhia, certamente teria incluído novo parágrafo no art. 15 ou, principalmente, no art. 17 da lei nº 6.404/1976, fixando, por exemplo, um "teto", e não apenas um "piso", para as vantagens patrimoniais das ações preferenciais; e
 - c. O artigo 5º, caput e os §§ 3º e 9º, do estatuto da AZUL não violam o disposto no art. 15 da lei nº 6.404/1976. A decisão de atribuir às ações preferenciais de emissão da AZUL as preferências e vantagens constantes do artigo 5º do estatuto vigente está dentro da margem de discricionariedade dos acionistas, sendo, portanto, este dispositivo absolutamente lícito e legítimo.
6. Em 20/08/2013, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários enviou o OFÍCIO/CVM/SRE/ GER-2-Nº 346/2013 (fl. 2.121), comunicando o deferimento do pedido de cancelamento da Oferta. Assim, o presente

Processo trata apenas do Registro Inicial de Companhia Aberta na Categoria A.

7. Em 02/09/2013, a CVM enviou o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 282/2013 (fls. 2.135-2.138), solicitando à Companhia esclarecimentos sobre o artigo 5º, caput, combinado com os §§ 3º e 9º (itens II, III e IV) do seu estatuto, como base no seguinte:
 - a. O parecer do Deputado Emerson Kapaz apresentado à Comissão de Economia, Indústria e Comércio no Projeto de Lei nº 3.519/1997, que deu ensejo à lei nº 10.303/2001, explicitou o entendimento do legislador sobre o assunto ao afirmar que "*[...] 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.***" (Diário da Câmara dos Deputados, 20/04/2000, pág. 717); e
 - b. Sobre as alterações na proporção entre ações preferenciais e ordinárias, Jorge Lobo argumenta: "*Questiona-se, em primeiro lugar, a legitimidade de se poder controlar uma companhia com somente 16,66% de contribuição para a formação de seu capital social, a partir de uma convicção de que o poder político deve guardar uma relação de proporção com o volume de recursos aplicado no negócio.*" Em outro ponto, o autor conclui que "*[...] a nova redação do § 2º do art. 15 da Lei procura, assim, restabelecer o equilíbrio entre ações votantes e não votantes, promovendo o retorno à regra de proporcionalidade do Decreto-lei nº 2.627/40.*" (Reforma da Lei das Sociedades Anônimas – Coordenador Jorge Lobo – Ed. Forense, pags. 123/125;).

8. Em 01/10/2013, a Companhia protocolou resposta ao Ofício acima citado (fls. 2.146-2.155), alegando que:
 - a. O Deputado Emerson Kapaz, em seu Relatório apresentado à Comissão de Economia, Indústria e Comércio referente aos Projetos de Lei nº 3.115/97, nº 3.519/97 e nº 1.000/99, que originaram a lei nº 10.303/2001, "referiu-se à participação proporcional ao número de ações em que se divide o capital social, sem fazer qualquer menção aos direitos econômicos atribuídos aos titulares dessas ações" e sem "evidenciar o entendimento no sentido de que o limite entre ações preferenciais e ordinárias estaria de qualquer forma relacionado à representatividade econômica dessas ações no capital social de uma Companhia"; e
 - b. A afirmação de que "o poder político deve guardar uma relação de proporção com o volume de recursos aplicado no negócio",

apresentada no artigo de Francisco da Costa e Silva intitulado "As Ações Preferenciais na Lei 10.303, de 31/10/2001: Proporcionalidade com as Ações Ordinárias; Vantagens e Preferências", publicado no livro Reforma da Lei das Sociedades Anônimas, "não pode ser interpretada como um princípio que imponha restrições no que tange à estipulação das preferências econômicas atribuídas aos titulares de ações preferenciais".

II – Do Indeferimento do Pedido de Registro de Companhia Aberta

9. Em 15/10/2013, a SEP/GEA-2 elaborou o RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 111/2013 (fls. 2.568-2.579) e expediu à Companhia o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 317/2013 (fls. 2.580-2.582), comunicando o indeferimento do pedido de registro de companhia aberta na categoria A, alegando que:
 - a. A fórmula adotada pela Companhia, no artigo 5º de seu estatuto, em especial no caput combinado com o § 3º e atual § 10º (anteriormente § 9º), estabelece uma proporção, em termos de direitos econômicos e patrimoniais, de 75:1 entre ações ordinárias e ações preferenciais;
 - b. O § 2º do art. 15 da lei nº 6.404/1976, não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico, devendo o poder político guardar relação com o volume de recursos aplicado no negócio;
 - c. A relação de equivalência entre o número de ações emitidas e os recursos que compõem o próprio capital social é acatada por diversos doutrinadores[2];
 - d. Diante da possibilidade de não haver relação de equivalência entre o valor econômico de uma ação ordinária e uma ação preferencial, a reforma introduzida pela Lei nº 10.303/2001, no § 2º do art. 15 da lei nº 6.404/1976, redundaria inútil. Afinal, bastaria emitir ações preferenciais que guardassem relação, em termos patrimoniais e de preço de emissão, de 2:1 em relação a ações ordinárias que se teria o mesmo cenário da redação original do § 2º do art. 15 da lei nº 6.404/1976: ações preferenciais correspondendo a 2/3 do capital social e ações ordinárias correspondendo a 1/3 do capital social, guardada a proporção de 50% de ações preferenciais e 50% de ações ordinárias em relação ao número total de ações emitidas pela companhia; e
 - e. Não há dúvidas quanto à possibilidade de pagamento, às ações preferenciais, de dividendos superiores aos pagos às ações ordinárias, conforme prevê o art. 17 da lei nº 6.404/1976. No entanto, uma diferença de 7.400% no dividendo a ser pago a cada uma das espécies de ações (preferenciais e ordinárias) ofenderia os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, basilares em nosso ordenamento jurídico.

III – Do Recurso da Companhia

10. Em 29/10/2013, a Companhia protocolou Recurso ao Colegiado (fls. 2.607-2.743) contra a decisão da SEP, nos termos da Deliberação CVM nº 463/2003, alegando que:

- a. O valor do capital social de uma companhia não é referência para a fixação do percentual máximo de ações preferenciais sem ou com restrições de voto, mas sim o número de ações no qual ele se divide;
- b. Lei nº 6.404/1976, ao permitir preços de emissão diferentes entre as ações ordinárias e preferenciais (viabilizando, assim, o aumento substancial de ingressos de capital oriundos das ações preferenciais), admite desequilíbrio entre poder político dos acionistas e volume de investimento realizado por eles;
- c. O § 2º do art. 15 da lei nº 6.404/1976 trata exclusivamente da proporção em termos de quantidade de ações, e não estabelece em nenhum momento que a proporção entre ações ordinárias e preferenciais sem ou com voto restrito deve considerar o montante do aporte econômico na companhia;
- d. No tocante ao *caput* e aos incisos II e III do § 1º do art. 17 da Lei das Sociedades por Ações, o legislador, ao estabelecer vantagens e preferências mínimas para as ações preferenciais, sem estabelecer limites máximos para a concessão de vantagens e preferências às ações preferenciais sem direito de voto ou com restrições a este direito, reconheceu como possível e lícita a disparidade entre os direitos econômicos conferidos aos detentores de ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição a este direito, em relação aos direitos econômicos conferidos aos detentores de ações ordinárias;
- e. De acordo com o Código Brasileiro de Aeronáutica, uma das condições para que uma empresa possa receber concessão para oferecer serviços regulares de transporte aéreo é que pelo menos 4/5 do capital com direito a voto deva pertencer a brasileiros. Tal restrição inviabiliza que o capital social de uma companhia brasileira que atue nesse segmento seja composto exclusivamente por ações ordinárias;
- f. Os direitos econômicos concedidos aos acionistas preferencialistas no *caput* e nos parágrafos 3º e 10 do artigo 5º do estatuto da Companhia foram concedidos em contrapartida a aportes de capital realizados por estes acionistas, em montantes significativamente superiores aos aportes de capital realizados pelos ordinaristas;
- g. O entendimento da SEP não estaria amparado pela lei societária brasileira, sendo incompatível com outros dispositivos da lei, além de ser divergente da mais abalizada doutrina societária brasileira. Esse entendimento pode trazer enorme insegurança jurídica para diversas companhias que hoje preveem em seus estatutos direitos econômicos diferenciados para os titulares de suas ações preferenciais;
- h. A limitação expressa no § 2º do art. 15 da lei nº 6.404/1976 estabelece uma proporção ligada à representatividade do poder político das ações votantes em relação ao total de ações emitidas;
- i. O art. 171 da lei nº 6.404/1976 não apresenta nenhuma vedação para a fixação de preços de emissão distintos entre ações ordinárias e ações

preferenciais, o que, em conjunto com a possibilidade de estabelecer o direito ao recebimento de dividendos superiores aos titulares das ações preferenciais, tem como corolário a possibilidade de se estabelecer preços de emissão distintos entre ações ordinárias e preferenciais, logo, volumes distintos de recursos aplicados ao negócio;

- j. Quanto ao princípio da razoabilidade, evocado pela SEP, os princípios gerais são fontes secundárias de direito, que devem ser aplicadas na resolução de lacunas da lei, e não se prestam a justificar interpretações que fogem ao princípio da legalidade;
- k. O trecho do artigo de Francisco Costa e Silva citado no OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 317/2013 e no RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 111/2013, não estaria efetivamente sustentando a tese da necessária proporcionalidade entre poder político e volume de recursos aportado no negócio, ou defendendo que o art. 15 impõe regra de proporcionalidade desta natureza. Justificaria apenas a decisão política de promover a referida alteração, assim deve ser verificado se este princípio foi incorporado ao ordenamento jurídico, mediante uma reforma sistemática da lei para estabelecer esta proporção. Na opinião da Companhia, não teria sido o caso; e
- l. Ao buscar uma interpretação histórica da questão, o resultado seria diferente do apontado pela SEP. O texto do Decreto-lei nº 2.627/1940 apresentava a restrição das ações preferenciais em relação ao capital da companhia, enquanto a Lei das Sociedades por Ações passou a utilizar a expressão "ações emitidas". Dessa forma, o critério limitador deixou de ser o valor do capital social, para ser o total numérico de ações emitidas pela companhia.

11.A Companhia alega que a decisão constante do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 317/2013 não pode prosperar, pois:

- a. Violaria o princípio da legalidade, ao criar restrição não expressa no texto legal;
- b. Parte do pressuposto da existência de uma correlação entre poder político e volume de recursos aportado à empresa, que não está expressa em lei, não encontra amparo em uma interpretação sistemática da lei nº 6.404/1976, nem mesmo em quaisquer entendimentos anteriores da CVM;
- c. Limitaria indevidamente o direito da Companhia de estender aos seus acionistas vantagens e preferências lícitas, em conflito com o disposto no art. 17, § 1º, II e no art. 17, § 2º, ambos da lei nº 6.404/1976, que permite à Companhia estender os direitos da maneira estabelecida em seu Estatuto Social; e
- d. Estaria baseada em uma tentativa de interpretação histórica da lei nº 6.404/1976, que resulta em um entendimento que está diametralmente oposto ao resultado de uma interpretação sistemática da Lei, e que, na prática, ressuscita antigo dispositivo constante do revogado Decreto-lei nº 2.627/1940, que limitava a emissão de ações

preferenciais sem direito a voto à metade do capital da Companhia, e desconsidera que a Lei nº 6.404/1976 limita a emissão de ações preferenciais sem direito a voto ao total de ações emitidas.

12. A Companhia anexou ao seu Recurso um Parecer de Luiz Leonardo Cantidiano, sobre o seguinte tema: "O limite de ações preferenciais em relação ao total de ações emitidas por determinada Companhia, previsto no art. 15, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações, visa de alguma forma resguardar uma proporção entre poder político e volume de recursos aplicados na empresa?". O Parecer esclarece basicamente que:

- a. "o art. 15, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações, não visa resguardar proporção entre poder político exercido na companhia e o volume de recursos aplicado na empresa";
- b. Ao invés de extinguir as ações preferenciais sem direito de voto, ou com voto restrito, de nosso sistema jurídico, optou o legislador por aprovar, na Reforma de 2001 alguns elementos essenciais: i) o limite de emissão de ações preferenciais sem direito de voto, ou com voto restrito, foi reduzido de 2/3 do total de ações emitidas para 1/2 do total de ações de emissão da companhia; ii) em contrapartida, a alavancagem de que dispunha o controlador - que podia comandar a companhia sendo titular de ações ordinárias que representavam pouco mais de 16% do total de ações emitidas - foi reduzida, uma vez que, para manter o controle, agora necessita deter 25% das ações emitidas pela companhia mais uma ação; e iii) reforçou-se a norma que trata das vantagens que podem ser atribuídas às ações preferenciais quando da retirada, daqueles valores mobiliários, do direito de voto.
- c. A atribuição, às ações preferenciais de emissão da companhia, de vantagens diversas daquelas estabelecidas em lei, não contraria a lei vigente, visto que a adoção de referida decisão decorre da liberdade que têm as partes de adotar, em suas relações, normas e procedimentos que não sejam vedados em lei;
- d. O limite estabelecido na Lei nº 6.404/1976 para emissão de ações desprovidas do direito de voto não guarda relação de qualquer espécie com as vantagens que, segundo o aludido diploma legal, podem ser atribuídas às ações preferenciais de emissão da companhia;
- e. A fixação de um limite para emissão de ações desprovidas do direito político constitui norma de ordem pública, que não pode ser descumprida; a atribuição de vantagens patrimoniais para as ações não votantes de emissão da companhia é objeto de uma relação contratual, livremente estabelecida pelas partes (o subscritor das ações dessa espécie e o controlador da companhia, que aprova o estabelecimento das referidas vantagens), relação esta que não está submetida a regras rígidas, razão pela qual as aludidas partes têm flexibilidade para determinar a natureza da preferência e sua abrangência; e
- f. "a interpretação dada pela Área Técnica da CVM ao art. 15, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações está inteiramente equivocada. Como já

tive oportunidade de afirmar, o limite de emissão, pela companhia, de ações preferenciais sem direito de voto está expressamente referenciado à quantidade total de ações de emissão da companhia. Não objetiva, a fixação do referido limite (ou piso), de forma alguma, resguardar uma proporção entre poder político e volume de recursos financeiros aplicados na companhia".

13.A Companhia também anexou ao seu Recurso um documento intitulado "Regras de Governança Corporativa", cujos principais aspectos são os seguintes:

- a. Conforme estabelecido no Estatuto Social e no atual Acordo de Acionistas, o Conselho de Administração deverá ser composto por, no mínimo, cinco membros e, no máximo, 10 membros. No mínimo 20% dos conselheiros devem ser independentes. Em relação à eleição dos membros do Conselho de Administração, os acionistas preferencialistas que não sejam a Trip Participações S.A., a Trip Investimentos Ltda. e a Rio Novo Locações Ltda. ("Acionistas Trip") têm o direito de eleger (i) dois membros do Conselho enquanto detiverem participação acionária que lhes assegurem o direito de receber, no mínimo, 40% dos valores decorrentes da liquidação da companhia; e (ii) um membro enquanto detiverem participação acionária que lhes assegurem o direito de receber, no mínimo, 20% dos valores decorrentes da liquidação da Companhia. Os Acionistas Trip têm o direito de eleger (i) três membros do Conselho enquanto detiverem mais de 20% das ações ordinárias da companhia; (ii) dois membros se detiverem entre 10% e 20% das ações ordinárias da companhia; ou (iii) um membro se detiverem no mínimo 5% e no máximo 10% das ações ordinárias da companhia. O Acionista Controlador tem o direito de eleger os demais membros do Conselho de Administração, sendo que, no mínimo, dois deles serão independentes;
- b. A atual composição do Conselho de Administração possui dois membros eleitos pelos preferencialistas, ambos independentes; três membros eleitos pelos Acionistas Trip, sendo que dois deles são independentes; e cinco membros eleitos pelo Acionista Controlador, sendo que três deles são independentes;
- c. O Acordo de Acionistas atual da Companhia determina ser obrigatória a aprovação prévia da maioria dos acionistas preferencialistas participantes do Acordo para as seguintes matérias: (a) qualquer alteração nos documentos constitutivos da Companhia ou suas controladas, incluindo mudança no número de membros do Conselho de Administração; (b) declaração ou pagamento de dividendos ou qualquer outra distribuição decorrente da titularidade dos valores mobiliários de emissão da Companhia além do dividendo mínimo obrigatório; (c) qualquer modificação no contrato de trabalho firmado entre David Neeleman e a Companhia;
- d. Também é previsto no Acordo de Acionista atual da Companhia a necessária aprovação de ao menos um dos conselheiros indicados

pelos preferencialistas na seguintes matérias: (a) alteração ou substituição do plano de opções de compra atual da Companhia; (b) remuneração do *chief executive officer* (CEO), diretor presidente ou diretor financeiro que exceda US\$ 500.000,00 por ano; e (c) política de remuneração da administração da Companhia;

- e. Caso seja concedido o registro de companhia aberta à AZUL S.A., o Acionista Controlador e os Acionistas Trip comprometeram-se a celebrar Novo Acordo de Acionistas após a realização de oferta pública inicial de valores mobiliários de emissão da Companhia. Segundo o Novo Acordo de Acionistas, o Conselho de Administração da Companhia será composto obrigatoriamente por 10 membros, sendo no mínimo dois deles independentes; e
- f. Quanto às regras de eleição de membros do Conselho de Administração, o Novo Acordo mantém as regras aplicáveis aos Acionistas Trip. Em relação ao Acionista Controlador, este mantém a prerrogativa de indicar os demais membros do Conselho, porém com as seguintes limitações: (a) no mínimo dois conselheiros indicados pelo Controlador deverão ser independentes; (b) no mínimo um membro eleito pelo Controlador deverá ser indicado pelo acionista detentor do maior número de ações preferenciais da Companhia; (c) em caso de adoção de voto múltiplo, o número de conselheiros eleitos por meio deste processo será descontado do número de conselheiros independentes da cota do Acionista Controlador.

14. Assim, a Companhia afirma que, "de acordo com a atual base acionária da Companhia, o Acionista Controlador poderá possuir participação minoritária no Conselho de Administração".

15. A Comissão de Listagem nos Segmentos Especiais da BM&FBOVESPA recomendou a inclusão de algumas medidas de governança corporativa adicionais à Companhia, que se comprometeu a reformar seu Estatuto Social para: (a) que no mínimo 60% dos membros do Conselho de Administração sejam conselheiros independentes; (b) que dois membros do Conselho de Administração sejam eleitos em votação separada, pela maioria dos acionistas preferencialistas presentes à AGO; (c) a existência e funcionamento permanente do Comitê de Remuneração e do Comitê de Governança; (d) que o direito de voto dos preferencialistas seja análogo ao dos ordinaristas na Assembleia Geral que deliberar sobre a fixação da remuneração global dos administradores; entre outras medidas.

IV – Da Análise da SEP

16. A SEP, ao analisar o Recurso da Companhia no RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 131/2013, datado de 12/11/2013 (fls. 2.756-2.778) entendeu que o argumento da Companhia de que é equivocado o entendimento da Área Técnica a respeito do § 2º do art. 15 da lei nº 6.404/1976, não deve prosperar pelos seguintes motivos:

- a. Em essência, o § 2º do art. 15 da Lei nº 6.404/1976, não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico, ou seja, de que o poder político deve guardar uma relação com o volume de recursos aplicado no negócio;
- b. As ações preferenciais foram criadas pelo Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1932, que caracterizou suas vantagens e preferências, porém não fixou limites para sua emissão[3]; . Posteriormente, uma vez que algumas companhias "abusaram" da prerrogativa de emitir ações preferenciais, tendo seu capital formado por até 90% de ações desta espécie, foi promulgado o Decreto-lei nº 2.627/1940, que no § único de seu art. 9º[4]; fixou a emissão de ações preferenciais a 50% (cinquenta por cento) do capital social da companhia;
- c. O legislador, ao limitar a emissão de ações preferenciais a 50% do capital social, procurou limitar também a "capacidade de alavancagem do acionista controlador" (expressão utilizada por Luiz Leonardo Cantidiano), em relação aos preferencialistas, a 200% do capital por si subscrito e integralizado, em oposição à situação que se verifica anteriormente, a qual, em extremo, chegava a ser de 1.800%[5];;
- d. Em que pese o fato de o legislador ter usado a expressão "2/3 (dois terços) do total de ações emitidas" na redação final do § 2º do art. 15[6]; da lei nº 6.404/1976, em essência, o critério limitador de emissão de ações preferenciais não deixou de ser o valor do capital social, para ser o total numérico de ações emitidas pela Companhia. O legislador se utilizou de uma expressão que guardava (e ainda guarda) relação de equivalência com a de "capital social";
- e. Em momento nenhum pretendeu revogar a proporcionalidade que havia, e ainda há, entre o número de ações emitidas e o capital financeiro (o aporte econômico) a elas referente. A pretensão do legislador foi simplesmente a de ampliar a capacidade de alavancagem do acionista controlador de 200% para 400%, a fim de "ampliar a liberdade do empresário privado nacional na organização da estrutura de capitalização da sua empresa" (aspecto econômico) e de "facilitar o controle, por empresários brasileiros, de companhias com capital distribuído no mercado" (aspecto político);
- f. Se o legislador objetivasse a alteração do padrão de mensuração de alavancagem do controlador do capital social para o número de ações teria explicitamente abordado tamanha alteração na Exposição de Motivos;
- g. Não houve uma opção legislativa pela dissociação entre o aspecto econômico e político das ações. A redação original do § 2º do art. 15 da Lei nº 6.404/1976 manteve, em essência, a proporcionalidade entre o poder político (ou mesmo sua restrição, em troca de outras vantagens e preferências) e o aporte econômico realizado;
- h. O preço de emissão é a medida da responsabilidade do acionista[7];. Pretender que não haja relação de proporcionalidade entre poder político e aporte econômico significa que o poder político poderia ser exercido por quem tem pouca ou quase nenhuma responsabilidade

perante a companhia, o que, em tese, vai de encontro com as proposições do próprio art. 117 da lei nº 6.404/1976;

- i. A reforma introduzida pela lei nº 10.303/2001 também não pôs fim à proporcionalidade entre o poder político (ou sua restrição, em troca de outras vantagens e preferências) e o aporte econômico realizado. Pretendeu ampliar as vantagens e preferências das ações preferenciais, a fim de dinamizar o mercado de capitais brasileiro, e, por outro, limitar o poder do acionista controlador, conferindo maior proteção ao acionista minoritário e reduzindo seu potencial de alavancagem, seja em relação ao número total de ações emitidas pela companhia, seja em relação ao aporte econômico realizado;
- j. O Deputado Emerson Kapaz, em Relatório apresentado em 09/12/1999[8];, referente aos Projetos de Lei nº 3.115/1997, nº 3.519/1997 e nº 1.000/1999, expôs que "o percentual de 50% 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";
- k. O que a lei nº 10.303/2001 promoveu foi limitar a emissão de ações preferenciais a uma proporção que, por um lado, permitisse a capitalização da empresa e, por outro, a redução do potencial de alavancagem do acionista controlador em relação aos preferencialistas, de 400% (que é o que acontece quando o controlador possui 16,66% das ações ordinárias mais uma e os preferencialistas respondem por 66,66% do capital) para 200% (quando o controlador possui 25% das ações ordinárias mais uma, frente a preferencialistas que possuem 50% do capital da companhia);
- l. Em nenhum momento as reformas introduzidas na legislação societária promoveram o afastamento da relação de proporcionalidade que há entre o número de ações emitidas, o poder político a elas referente e o aporte econômico realizado.
- m. O fato de a lei prever que existe relação de proporcionalidade entre as ações emitidas e o aporte econômico (ou seja, que o § 2º do art. 15 da lei nº 6.404/1976, não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico, devendo o poder político guardar relação com o volume de recursos aplicado no negócio) não significa que, ao longo da existência da companhia, os preços de emissão das ações ordinárias e preferenciais não possam ser diferentes;
- n. Os preços de emissão poderão ser (e em geral são) diferentes, em decorrência dos critérios estabelecidos no § 1º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976[9]; ;
- o. Entretanto, no caso da AZUL, as diferenças dos preços de emissão não parecem decorrer de qualquer critério mencionado acima, mas, sim, da proporcionalidade patrimonial estabelecida no Estatuto da Companhia;
- p. A Área Técnica não pretende limitar o direito da Companhia de conceder vantagens e preferências lícitas aos seus acionistas. A previsão estatutária de direitos econômicos diferenciados para os

- titulares de ações preferenciais, em relação aos direitos econômicos assegurados aos titulares de ações ordinárias, está previsto na lei nº 6.404/1976, em seu art. 17, sendo, aliás, obrigatório à companhia cujas ações preferenciais forem admitidas à negociação no mercado regulamentado de valores mobiliários atribuir a esta espécie de ação as preferências ou vantagens estabelecidas no § 1º do mesmo artigo;
- q. Atribuir um dividendo às ações preferenciais 75 vezes maior que o atribuído às ações ordinárias não constitui vantagem econômica em essência, uma vez que ele tão somente reflete a proporcionalidade de 75:1 em termos patrimoniais que foi estabelecida no Estatuto Social da AZUL. A Companhia cumpre o disposto no § 1º do art. 17 da lei nº 6.404/1976 não por conceder a cada ação preferencial um dividendo maior que o atribuído a cada ação ordinária (visto que há uma relação, fixada em Estatuto, de 75:1 entre ações preferenciais e ações ordinárias), mas por incluir as ações preferenciais na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias (considerando-se aí a relação de 75:1 que existe entre ações preferenciais e ações ordinárias);
 - r. O Recurso da Companhia traz à discussão, a limitação imposta pelo Código Brasileiro de Aviação sobre a propriedade do capital votante para empresas concessionárias de serviços regulares de transporte aéreo. Entretanto não se pode admitir que regras específicas de setores da economia brasileira justifiquem a não observância da legislação societária;
 - s. 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. Também não pode ser encarada também como uma *poison pill*, já que não estaria dificultando a alienação de controle, apenas transferindo a decisão e o preço de venda de controle para as ações preferenciais. A razão disso é simples: o maior volume de recursos a ser despendido pelo adquirente do controle da companhia será destinado ao pagamento do *tag along* aos preferencialistas; logo, é totalmente plausível, economicamente falando, que seja este o custo determinante para a fixação do preço por ação a ser pago na operação, e não o custo referente à aquisição das ações ordinárias do acionista controlador;
 - t. Causa certa estranheza a configuração administrativa da Companhia na qual o "Controlador poderá possuir participação minoritária no Conselho de Administração". Isto é, o sócio com maior número de ações ordinárias tem seu poder de controle ceifado;
 - u. A relação de 75:1 pode fazer com que, em um cenário em que o número de ações emitidas pela companhia seja de 50% de ações ordinárias e 50% de ações preferenciais, o controle possa ser exercido com menos de 0,7% dos recursos aportados no capital social da companhia[10]; . Assim, o acionista controlador teria pouquíssima responsabilidade subsidiária em relação ao capital da companhia, o

qual serve de garantia a credores, com base no princípio da integridade do capital social; e

- v. O caso em análise acarretar um desalinhamento de interesses entre o acionista controlador e os demais acionistas, decorrente justamente do fato de o controlador possuir ações que receberão dividendos por ação 75 vezes menores que os pagos aos preferencialistas; de receber um valor por ação 75 vezes menor que o pago aos preferencialistas em caso de alienação de controle ou mesmo de liquidação da companhia; e, como mencionado anteriormente, de ter integralizado valores cerca de 75 vezes menores por ação que os preferencialistas, o que minimiza a responsabilidade subsidiária deste acionista controlador perante o capital social da companhia.

17. Por fim a SEP reiterou o entendimento manifestado no OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 317/ 2013 e no RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 111/2013, que concluíram pelo indeferimento do pedido de registro de emissor de valores mobiliários na categoria A de que trata a Instrução CVM nº 480/2009, formulado pela AZUL S.A. Em 05/11/2013, a SEP solicitou manifestação da Procuradoria Federal Especializada da CVM ("PFE"), nos termos do MEMO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 121/2013 (fl. 2.751).

18. O Recurso foi pautado da Reunião de Colegiado realizada em 19/11/2013. Nesta oportunidade pedi vista do processo e solicitei a manifestação da PFE.

V – Da manifestação da PFE

19. A PFE, no PARECER/Nº 009/2013/PFE-CVM/PGF/AGU (fls. 2.785-2.815), em 17/12/2013, manifestou seu entendimento ressaltando que dois aspectos são essenciais para a compreensão do tema: i) a investigação histórica do art. 15, § 2º da lei nº 6.404/1976; e ii) o caráter cogente desta regra.

20. Quanto à importância da investigação histórica da finalidade do art. 15, § 2º da lei nº 6.404/1976 é destacado que:

- a. Antes do advento do Decreto nº 21.536/1932, o ordenamento jurídico brasileiro só reconhecia as ações ordinárias. A partir de então passaram as ações preferenciais a coexistir com as ações ordinárias, previsão que foi posteriormente incorporada ao Decreto-lei nº 2.627/1940. Desde o início o enfoque dado às ações preferenciais foi político-patrimonial, relacionando a recusa ao direito de voto com a correspondente e condicional previsão de direitos e vantagens patrimoniais não conferidos a todos os acionistas.[11]; ;
- b. A primeira limitação legal à emissão de ações preferenciais levou em consideração o percentual de 50% do capital social, seguindo o entendimento de que o poder político na sociedade anônima, tanto do acionista controlador como do minoritário, deveria estar relacionado à respectiva participação no capital social;
- c. Entretanto, o regime de fidelidade absoluta do capital social ao valor subscrito foi superado em leis posteriores, que previram a possibilidade de constituição de sociedades anônimas de capital

- autorizado, bem como a constituição de reservas de capital[12]; . Já no regime da Lei nº 6.404/1976, foi prevista a possibilidade de emissão de ações sem valor nominal. Tais eventos levaram ao fim do rigor aritmético existente entre capital social, número de ações e valor nominal, constatado no regime anterior, do Decreto-lei nº 2.627/1940;
- d. Embora nem todo valor subscrito pelos acionistas seja necessariamente destinado à formação do capital social, e, ainda que seja admitida a emissão de ações sem valor nominal (com preços de emissão diferentes de acordo com o momento vivido pela companhia), continuou o capital social a desempenhar relevantes funções, reconhecidas no direito societário brasileiro: função de garantia dos credores, função de produção e função de organização;
 - e. De acordo com os comentários de Lamy Filho e Bulhões Pedreira sobre o capital social e a função de organização dos direitos e obrigações políticos e patrimoniais dos acionistas: "*o capital social é a sede do poder político da sociedade, por isso que nele é que fixam as participações dos sócios, estruturam-se os centros de poder e se estabelecem as vantagens ou restrições que tocam a cada acionista*" [13]; ;
 - f. É tranquilo na doutrina o reconhecimento e destaque dado à função de organização dos direitos políticos e patrimoniais dos acionistas, inerente ao capital social da sociedade anônima. Como lembra Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, o capital social é uma *medida* com relação à qual se aferem os direitos dos sócios (numa sociedade essencialmente capitalista, como é a sociedade anônima, quem tem mais ações têm mais direitos)[14]; ;
 - g. A redução do limite de emissão de ações preferenciais continuou a ter como enfoque a relação entre participação no capital social e poder político na companhia, mesmo após ser adotada a expressão "total de ações emitidas", na atual redação do art. 15, § 2º, da Lei nº 6.404/1976;
 - h. O limite de emissão de ações preferenciais foi alterado para 2/3 sobre o total de ações emitidas. Contudo, isto não significa que houve ruptura com a noção de que o poder político do acionista está relacionado com a sua participação no capital social. É possível que o legislador, ao abandonar a expressão capital social, tendo adotado em seu lugar o total de ações emitidas, tenha levado em consideração a nova realidade trazida pelo fim do rigor aritmético entre quantidade de ações, valor nominal e capital social;
 - i. Em todas as discussões relacionadas às alterações legislativas, desde 1940 até 2001, o critério para a fixação do limite de emissão de ações preferenciais sempre teve como premissa a relação existente entre participação no capital social e poder político do acionista. A evolução histórica da lei societária evidencia, de maneira bastante clara, a finalidade da norma em questão e não deixa margem para questionamentos;
 - j. A questão da limitação à emissão de ações preferenciais pode ser compreendida facilmente a partir da metáfora do cabo de guerra: o

limite máximo dado ao empresário-empendedor privado para criar ou expandir a companhia, mediante associação com terceiros sem direito a voto, está condicionado à manutenção de uma dada parcela do capital social correspondente às ações ordinárias, que conferem aos seus titulares a plenitude dos direitos de sócios; e

- k. A interpretação literal pretendida pela Companhia, associada a liberdade para arbitrar razão de proporção significativa entre ações ordinárias e preferenciais, faria do art. 15, § 2º, da Lei das S.A. "letra morta", subtraindo, por completo, a sua função no ordenamento jurídico.

21. Quanto ao caráter cogente da norma prevista no art. 15, § 2º da lei nº 6.404/1976 é destacado que:

- a. A possibilidade de criação de sociedades atípicas, ou seja, fora do rol de tipos societários previsto no ordenamento jurídico, era admitida por parte da doutrina[15]; , enquanto vigente o Código Civil de 1916. Entretanto, o art. 983 do Código Civil de 2002[16]; determinou expressamente que a sociedade empresária deve ser constituída de acordo com um dos nove tipos previstos nos artigos 1.039 a 1.092, dentre eles a sociedade anônima (art. 1.088). A sociedade anônima é tradicionalmente considerada um tipo societário rigoroso, com o predomínio de normas cogentes, impassíveis de afastamento pela vontade dos particulares[17]; ;
- b. Os tipos societários, em geral, admitem a mitigação ou o afastamento de certos preceitos. Contudo, essa possibilidade é afastada no caso de normas destinadas à manutenção do equilíbrio das relações internas, ou, em outras palavras, destinadas a prevenir conflitos de interesses entre sócios. Estas regras são consideradas cogentes; e
- c. A regra de limitação de emissão de ações preferenciais é de natureza cogente, uma vez que previne situações de conflito entre os acionistas sobre a distribuição do poder político na sociedade anônima, sendo essencial para a manutenção do equilíbrio do "*sistema jurídico da companhia*". Desta forma, não pode ser afastada ou mitigada pela vontade do particular.

22. Ademais a PFE considera que:

- a. Deve-se ter em vista que o valor de emissão da ação consiste na medida da contribuição do acionista para o capital social. Este tem a função de organizar os direitos políticos e patrimoniais dos acionistas;
- b. A atribuição de valores tão distintos para as ações ordinárias e preferenciais não se coaduna com os fins previstos em lei. No presente caso, o único motivo que justifica diferença tão grande entre os valores atribuídos às ações ordinárias e preferenciais é a manifesta intenção da Companhia em recorrer à poupança pública e, ao mesmo tempo, observar a exigência prevista no Código Brasileiro de Aeronáutica (art. 181 da Lei nº 7.565/86);

- c. Em termos práticos e patrimoniais, o Estatuto Social da AZUL somente confere alguma vantagem às ações preferenciais em razão da previsão de prioridade no reembolso de capital. Os demais direitos patrimoniais conferidos apenas compensam a proporção de 75:1 prevista no estatuto, não se podendo falar em efetiva atribuição de vantagens. A realidade patrimonial das vantagens outorgadas às ações preferenciais revela-se bem distante do mito da "superpreferencial";
- d. Os diversos direitos políticos previstos na lei nº 6.404/1976, sobretudo de acionistas minoritários, são condicionados à observação de *quorum* correspondente ao percentual de participação no capital social. Questiona-se como seria calculado o percentual do capital social para fins de verificação do *quorum* para o exercício de diversos direitos políticos conferidos legalmente aos acionistas minoritários;
- e. Existem vários exemplos desses casos: instalação de assembleia de constituição (art. 87, *caput*); aprovação do ato de constituição (art. 87, § 3º); propositura de ação de exibição dos livros da companhia (art. 105); competência supletiva para convocação de Assembleia-Geral (Art. 123, § único, "c"); instalação de Assembleia-Geral (art. 125); solicitação de relação de endereço dos acionistas (art. 126, § 3º); requerimento de adoção de voto múltiplo (art. 141, *caput*); direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração (art. 141, § 4º, II); requerimento de informações ao administrador (art. 157, § 1º); propositura de ação de responsabilidade contra o administrador (art. 159, § 4º); requerimento de informações ao conselho fiscal (art. 163, § 6º); e ação de dissolução da companhia (art. 206, II, "b");
- f. O Pedido de Registro de Companhia Aberta é destinado a viabilizar a captação de recursos da poupança pública, obrigatoriamente submetida ao Poder Regulatório da CVM, que levará em conta as finalidades que norteiam sua atuação, previstas no art. 4º da Lei nº 6.385/1976. As bases de regulação do mercado de valores mobiliários, divulgadas pela Autarquia em 1979[18]; dispõe que: "*A CVM, obedecendo os postulados da economia de mercado, persegue um mercado de valores mobiliários eficiente, que, para tanto, precisa ser livre, competitivo e informado, e deseja também um mercado confiável como resultado de uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam*";
- g. A CVM pode identificar potenciais riscos ao regular funcionamento do mercado e adotar as medidas preventivas necessárias. A análise de um Pedido de Registro de Companhia Aberta segue necessariamente essa lógica; e
- h. O modelo apresentado pela AZUL possui potencial considerável de multiplicação. Uma vez deferido o pedido de registro em análise, haveria um precedente que poderia ser legitimamente suscitado por diversas empresas interessadas em abrir o capital, concedendo pouco ou nenhum direito político aos investidores;

23. Por fim, a PFE conclui que o art. 15, § 2º, da Lei nº 6.404/1976 não cuida de limite meramente quantitativo, incidente sobre o total de ações emitidas. Assim, opina impossibilidade jurídica do modelo proposto pela AZUL e pela manutenção da decisão de indeferimento do Pedido de Registro Inicial de Companhia Aberta.

É o Relatório

Voto

1. Este é um caso polêmico e há argumentos bons de ambos os lados. Contudo, depois de muito refletir sobre a questão, entendo que o disposto no *caput* do artigo 5º combinado com os parágrafos 3º e 9º do mesmo artigo do estatuto da AZUL não infringe o § 2º do art. 15 da lei nº 6.404/1976. Entretanto, entendo que há indícios suficientes de que o art. 35 do mesmo estatuto está em desconformidade com o art. 202, § 1º combinado com o art. 19 da mesma lei ao, aparentemente, não regular o dividendo com precisão e minúcia, sujeitando os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos da administração ou da maioria do capital votante. Entendo ainda que há aspectos de governança corporativa que merecem reflexão adicional por parte da Companhia e que devem estar claramente descritos no Formulário de Referência.
2. Além desta introdução, este Voto está organizado em quatro seções. A primeira seção lista e analisa cada um dos sete argumentos trazidos pela SEP para negar o registro da AZUL. A segunda discute aspectos de governança da AZUL que devem estar claros no Formulário de Referência. A terceira seção analisa os pontos levantados pela PFE. A última seção conclui o Voto.

I – Os Argumentos da SEP

3. No Ofício em que apontou irregularidade no estatuto da Companhia e na Análise do Recurso por esta apresentado (fls. 1.436-1.453; 2.568-2.582; e 2.756-2.778), a SEP elencou várias justificativas para indeferir o registro da AZUL como companhia aberta. Começarei este Voto listando as considerações da SEP e, em seguida, analisarei cada uma delas:
 - a. "**em essência**, o § 2º do art. 15 da lei nº 6.404/1976, não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico, ou seja, de que o poder político deve guardar uma relação com o volume de recursos aplicado no negócio." (ênfase no original). A Exposição de Motivos do Projeto de Lei que resultou na lei nº 6.404/1976 adotou posição intermediária entre o Decreto nº 21.526 de 15/06/1932 que não limitava a emissão de ações preferenciais sem direito a voto e o Decreto-lei nº 2.627 de 26/09/1940, o qual, por sua vez, limitou a 50% do capital social a emissão de ações sem direito a voto. Assim, nos termos da Exposição de Motivos, o Projeto adotou "posição intermediária, aumentando para 2/3 do capital o limite de emissão de

ações preferenciais". Para a Área Técnica, apesar de o legislador ter usado a expressão "2/3 (dois terços) do total de ações emitidas" na redação final do § 2º do art. 15[19]; da lei nº 6.404/1976, "o legislador em momento nenhum pretendeu revogar a proporcionalidade que havia, e ainda há, entre o número de ações emitidas e o capital financeiro (o aporte econômico) a elas referente".

- b. O Relatório do Deputado Emerson Kapaz referente aos projetos de lei que resultaram na lei nº 10.303/2001 a qual alterou a lei nº 6.404/1976 explica "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". Conclui a Área Técnica que *"em nenhum momento, as reformas introduzidas na legislação societária promoveram o afastamento da relação de proporcionalidade que há entre o número de ações emitidas, o poder político a elas referente e o aporte econômico realizado"*.
- c. Depois de tecer comentários sobre a razão entre o preço médio de emissão das ações preferenciais classe B e o preço médio das ordinárias da Companhia, a SEP conclui que no caso em tela,

"parece-nos que atribuir um dividendo às ações preferenciais 75 vezes maior que o atribuído às ações ordinárias não constitui vantagem econômica em essência, uma vez que ele tão somente reflete a proporcionalidade de 75:1 em termos patrimoniais que foi estabelecida no estatuto Social da Companhia. Neste sentido, parece-nos que a Companhia cumpre o disposto no § 1º do art. 17 da lei nº 6.404/1976 não por conceder a cada ação preferencial um dividendo maior que o atribuído a cada ação ordinária (visto que há uma relação, fixada em estatuto, de 75:1 entre ações preferenciais e ações ordinárias), mas por incluir as ações preferenciais na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias (considerando-se aí a relação de 75:1 que existe entre ações preferenciais e ações ordinárias)".

E adiciona 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".

- d. O recurso da Companhia discute a limitação imposta pelo Código Brasileiro de Aviação sobre a propriedade do capital votante para empresas concessionárias de serviços regulares de transporte aéreo. No entendimento da SEP, ela *"não pode admitir que regras específicas de setores da economia brasileira justifiquem a não observância da legislação societária"*.

- e. Causou estranheza à SEP a afirmação da Companhia de que o *"Controlador poderá possuir participação minoritária no Conselho de Administração"*. (fl. 2.709). E acrescenta que *"no caso em tela, teríamos, pois, um acionista controlador com pouquíssima responsabilidade subsidiária em relação ao capital da companhia, o qual possui qualidade de servir de garantia a credores, com base no princípio da integridade do capital social"*.
- f. A SEP conclui que a situação em análise *"pode acarretar um possível desalinhamento de interesses entre o acionista controlador e os demais acionistas"* decorrente de *"uma sociedade de capitais controlada por um acionista (ou grupo de acionistas) que dela participa com pouquíssimo capital, o que, a nosso ver, não condiz com a essência da lei das Sociedades por Ações, inclusive sendo contraditório com a finalidade da alteração proposta pela lei nº 10.303/2001"*.
- g. Por fim, ao negar inicialmente o pedido de registro da Companhia, a SEP entendeu que dispositivos do estatuto da Companhia estavam em desacordo com o art. 15, § 2º da lei nº 6.404/1976 e observou no RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 111/2013 que *"uma diferença de 7.400% no dividendo a ser pago a cada uma das espécies de ações (preferenciais e ordinárias) ofende os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, basilares em nosso ordenamento jurídico[20];"* (fl. 2.762).

I.1 – O estatuto da Companhia infringe o art. 15, § 2º da lei nº 6.404/1976

- 4. O ponto nevrálgico desta discussão é a interpretação do art. 15, § 2º da lei nº 6.404/1976 que dispõe:

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.~~

§ 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. [\(Redação dada pela lei nº 10.303, de 2001\)](#)

- 5. Para entender a discussão, é preciso lembrar o que dizia o Decreto-lei nº 2.627/1940 que regulava a matéria antes da atual lei nº 6.404/1976. O art. 9º daquele Decreto-lei dispunha que *"[a] emissão de ações preferenciais, sem direito de voto, não pode ultrapassar a metade do capital da companhia"*.

6. Claramente há uma mudança na referência para o percentual de ações preferenciais que podem ser emitidas: do capital social no Decreto-lei nº 2.627/1940 para o número total de ações emitidas na lei nº 6.404/1976. A SEP lembra que a Exposição de Motivos da lei nº 6.404/1976 adotou posição intermediária aumentando de 50% para 2/3 do **capital** o limite de emissão de ações preferenciais. Com base nisso, a SEP entende que o princípio remanesceu o mesmo, isto é, o padrão da medida continuou sendo o capital social.
7. Entendo que esta não é a melhor interpretação. Os autores da lei nº 6.404/1976, José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho, se preocuparam em alterar apenas o que fosse necessário do Decreto-lei nº 2.627/1940 para que não se perdesse toda a doutrina e jurisprudência passada em relação às normas não modificadas. Observe-se que a Exposição de Motivos que acompanhou o Projeto de Lei que resultou na lei nº 6.404/1976, começa com a seguinte sentença: "*O Projeto mantém as normas do Decreto-lei nº 2.627, com as seguintes alterações*". Logo no primeiro item da Exposição de Motivos, os autores explicam que a nova lei suprime, dentre as características da companhia, a igualdade do valor nominal de todas as ações porque admite a existência de ações sem valor nominal[21]; .
8. 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 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.
9. Sob a égide do Decreto-lei nº 2.627/1940, só havia ações com valor nominal e não se admitia – ao menos no entendimento do autor de seu anteprojeto, Trajano de Miranda Valverde, abaixo detalhado – o estabelecimento de ágio ou prêmio no preço de emissão das ações. Assim, podia-se afirmar que as ações preferenciais sem direito de voto não podiam ultrapassar metade do capital da companhia ou do número total de ações emitidas. As duas expressões representavam a mesma coisa: se as ações preferenciais e ordinárias tinham o mesmo valor nominal, não podiam ser emitidas abaixo de seu valor nominal, nem era permitido ágio no preço de emissão, então, no caso de uma companhia com o capital social representado por 50% de ações preferenciais sem direito de voto, a contribuição destas seria necessariamente igual a 50% do capital social.
10. O autor do Decreto-lei nº 2.627/1940, Trajano de Miranda Valverde entendia que as ações não poderiam ser emitidas com ágio, exceto quando em assembleia geral extraordinária, com a presença de todos os acionistas, assim fosse resolvido:

"Discutiu-se, e muito, em face do art. 111, se a sociedade, no caso de aumento de capital por subscrição em dinheiro, pode emitir as ações correspondentes com ágio ou prêmio. Segundo a opinião comum, o ágio ou prêmio tem por objetivo estabelecer a igualdade entre as

antigas e as novas ações, quando aquelas, dada a prosperidade da sociedade, obtêm cotação acima do valor nominal.

Mas, como já se observou, e não há argumento sério em contrário, o ágio ou prêmio não tem razão de ser quando a lei assegura aos acionistas o direito de preferência para a subscrição das novas ações. Mais ainda: a lei lhes dá a faculdade de ceder ou transferir esse direito de subscrição a terceiro, acionista ou não. O ágio ou prêmio é, portanto, do acionista que, não dispondo de recurso para subscrever a sua parte no aumento, *lucra*, transferindo a terceiro acionista ou não, o seu direito de subscrição (ênfase no original).

O legislador não tinha, pois, que cogitar do destino do ágio ou prêmio na única hipótese em que pode ser admitido pela lei: quando, em assembleia geral extraordinária universal, isto é, com a presença de todos os acionistas, ficar resolvido, sem dissonância, a emissão com ágio ou prêmio das novas ações correspondentes ao aumento de capital. Neste caso, a importância correspondente ao ágio ou prêmio constitui uma prestação suplementar, cujo destino deve ser dado pela mesma assembleia"[22]; .

11. Luiz Alberto C. Rosman[23]; relata a polêmica sobre o assunto à época da vigência do Decreto-lei nº 2.627/1940. Cunha Peixoto acompanhava o entendimento de Trajano de Miranda Valverde, entendendo que o ágio pertencia aos acionistas e não à companhia, pois se pertencesse à companhia, os novos acionistas se beneficiariam em prejuízo dos antigos que correram o risco do empreendimento. Em sentido contrário, Francisco Campos argumentava que os novos acionistas, ao pagarem o ágio, não estariam se beneficiando gratuitamente das "*vantagens ou benefícios representados pelas reservas acumuladas*". Tullio Ascarelli entendia que o "*ágio conserva, por isso, sempre a sua razão de ser, e falta qualquer justificativa para a proibição da emissão de ações com ágio no aumento de capital*".
12. A polêmica foi encerrada pela lei nº 6.404/1976 que determinou que as ações devem ser emitidas sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, tendo em vista, conjunta ou alternativamente, seu valor econômico com base na perspectiva de rentabilidade da companhia, o valor do patrimônio líquido da ação, e a cotação das ações em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado (art. 170, § 1º, da lei nº 6.404/1976). Na lógica da lei, conforme discutido no Parecer de Orientação CVM nº 1, de 27/09/1978, ainda que os critérios acima mencionados sejam adotados cumulativamente, é admitida a prevalência de um deles sobre os demais.
13. A lei nº 6.404/1976 passou a admitir a emissão tanto de ações com valor nominal quanto de ações sem valor nominal (arts. 11, 13 e 14)[24]; . O § 2º do art. 13 deixou clara a possibilidade de emissão de ação com preço de subscrição acima do valor nominal quando o valor econômico da ação for maior do que o nominal.

14. Observe-se ainda que o art. 171, § 1º da mesma lei permite que o aumento de capital seja feito só em ações ordinárias ou só em ações preferenciais, ou em ambas as espécies, mesmo que seja desproporcional às relações existentes. Ademais, é possível que o aumento de capital ocorra em momentos distintos da vida de uma companhia, quando o valor econômico de uma ação ordinária possa ser diferente do de uma ação preferencial, seja, por exemplo, devido a diferentes vantagens econômicas que uma goze em relação à outra, seja devido à diferente liquidez que possuam no mercado. Todos estes fatos podem levar a preços de emissão distintos para diferentes espécies de ações.
15. Como consequência dos fatores mencionados nos parágrafos 12 a 14 acima, admite-se a possibilidade de fixação de preços de emissão distintos para diferentes espécies de ações. Aliás, a própria CVM reconhece esta possibilidade. O Parecer de Orientação CVM nº 5 de 03/12/79 dispõe justamente sobre o aumento de capital na hipótese de diversidade de preços de emissão em função da diversidade de espécies e classes. Este parecer reconhece que uma emissão de capital com espécies distintas pode levar à captação de recursos por preços diferentes em função das características da ação. Uma espécie de ação pode gozar de mais liquidez ou vantagem econômica e, portanto, comandar um preço maior. Ora, se uma companhia tem seu capital igualmente dividido em ações preferenciais e ordinárias e uma emissão proporcional ao número de ações existentes é feita com preços distintos, então, por definição, haverá uma divergência entre o poder político e a contribuição para a cifra do capital social.
16. Por todo o exposto, concluo que a alteração da redação do art. 15, § 2º era necessária, deixando, assim, o limite percentual de ações preferenciais de se referir ao capital para se referir ao total de ações da companhia.
17. Tal interpretação é corroborada também pela mudança da redação do art. 1º da lei nº 6.404/1976[25]; . Conforme comenta Modesto Carvalhosa[26]; :

"Duas diferenças existem entre o art. 1º do Decreto-lei n. 2.627, de 1940, e o art. 1º da lei. n. 6.404 de 1976.

A primeira refere-se ao valor das ações. O Decreto-lei, de 1940, seguindo a tradição do nosso direito, não admitia que as ações tivessem valor desigual. Todas elas exprimiam a mesma soma de dinheiro nacional[27]; . A lei n. 6.404, de 1976, ao adotar o regime misto de ações com e sem valor nominal, admite, conseqüentemente, a emissão de ações com valor desigual.

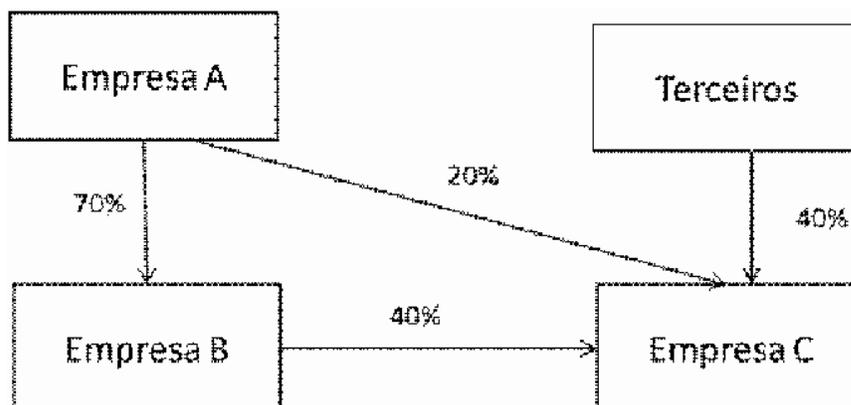
A segunda refere-se à melhor explicitação da responsabilidade dos subscritores e dos acionistas. Na lei de 1940 atribuía-se a limitação dessa responsabilidade ao *valor* das ações subscritas ou adquiridas, ao passo que, na lei de 1976, em face da possibilidade de emissão de ações sem valor nominal, define-se melhor a questão, ao se declarar a responsabilidade até o *preço* da emissão.

(...)

Com fundamento nesse sistema de emissão de ações com valores diversos, o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar *2/3 do total das ações emitidas* (art. 15, § 2º). Portanto, a lei permite que o total de ações preferenciais ultrapasse 2/3 do total do capital emitido. **Basta que a emissão das ações preferenciais sem valor nominal seja por preço superior ao valor nominal das ações ordinárias**" (ênfase em itálico no original e, ênfase adicionada em negrito)".

18. Outro fator que pode ocasionar a quebra da proporcionalidade entre o poder político e o econômico são as próprias estruturas societárias. No dia a dia das companhias, os contadores e auditores precisam avaliar se uma determinada empresa é uma controlada ou uma coligada da companhia para a qual estão preparando as demonstrações financeiras, para efeitos de consolidação ou não. Eles podem se defrontar com situações práticas em que há dúvida se uma determinada companhia é controlada ou não por outra. Frequentemente, as estruturas societárias acarretam divergências entre o poder político e o poder econômico aqui entendido este último como o fluxo de caixa que aquele acionista tem direito a receber como retorno do seu aporte de capital. Exemplo disso são as estruturas piramidais, corriqueiras em nosso ambiente econômico.
19. Este ponto pode ser ilustrado através de dois exemplos que aparecem no Manual de Contabilidade Societária da FIPECAFI[28]; nos quais se discute quem controla quem à luz da lei nº 6.404/1976 e do CPC 36. Nos dois exemplos abaixo, o capital das companhias é todo composto por ações ordinárias.
20. No primeiro exemplo, no Organograma abaixo, a empresa A detém 70% do capital votante de B. Portanto, B é controlada direta da empresa A. Adicionalmente, a empresa A detém diretamente 20% do capital votante da empresa C e a empresa B possui 40% do capital votante de C. Logo, a empresa C também é controlada por A, pois a vontade que predomina na assembleia de C é a decisão de A pela soma de seu poder de voto direto (20%) e o poder de voto de sua controlada direta B (40%). Para o Manual da FIPECAFI, "o importante é o conceito de controle e não de propriedade". Observe-se que do ponto de vista da relação de propriedade, A controla 48% do patrimônio de C (70% de 40% = 28% através de B mais 20% diretamente). Portanto, A detém apenas 48% do patrimônio de C, mas a controla porque detém 60% do poder de voto.
21. Esse exemplo demonstra que uma simples estrutura societária, apenas com ações ordinárias, é capaz de gerar uma separação entre o poder econômico e o poder político de uma sociedade.

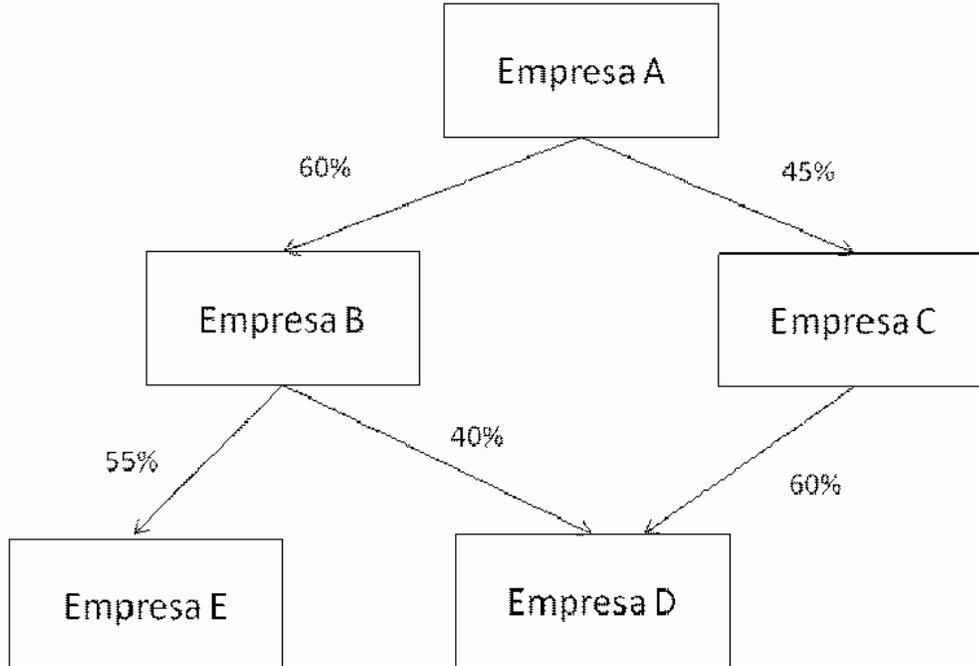
Exemplo 1 – Poder Político Maior do que o Econômico



22. Neste mesmo exemplo, se o capital de C fosse dividido igualmente entre ações ordinárias e preferenciais e as últimas estivessem integralmente dispersas no mercado, a empresa A deteria 60% do poder de voto, mas teria direito a apenas 24% do fluxo de caixa (48% de 50%). O fluxo de caixa a que A teria direito seria ainda menor se em vez de 70% dos votos de B, ela tivesse apenas 51% das ações com direito a voto dessa empresa.
23. O segundo exemplo é ainda mais interessante e mostra o outro lado da moeda. Neste segundo caso, no qual só há ações ordinárias, a empresa A detém mais de 50% do fluxo de caixa do empreendimento, mas não detém o controle.
24. No exemplo 2, seguindo o Organograma abaixo, 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 quanto à empresa D? A controladora de D é claramente a empresa C que detém 60% do capital votante de D. A empresa D será uma coligada indireta de A, pois B possui 40% do capital votante de D.
25. Observe-se que, sob o ponto de vista da propriedade econômica, A é proprietária de 51% do capital votante de D (45% de 60% = 27%, por meio de C, mais 60% de 40% = 24% através de B). Contudo, como vimos acima, D não é controlada de A. Contudo, a empresa E, da qual A só tem direito a 33% do fluxo de caixa, é uma controlada de A, pois a sua vontade prevalece nas assembleias.
26. Concluem os autores do Manual da FIPECAFI:

"Veja-se, portanto, que são dois conceitos diferentes: relação de propriedade e controle. Podem se igualizar em alguns casos ou serem muito díspares em outros. Vale dizer também que quem tem controle comanda o conjunto total de ativos líquidos, mas não necessariamente tem uma relação de propriedade de 100%".

Exemplo 2 – Poder Econômico Maior do que o Político



27. Imagine-se o que aconteceria, nos exemplos acima, se as diversas companhias abertas tivessem também ações sem direito a voto que não estivessem nas mãos dos controladores e que essas ações oferecessem como vantagem nos termos do art. 17, § 1º da lei nº 6.404/1976 um dividendo duas vezes superior ao da ação ordinária? O divórcio entre o fluxo de caixa (poder econômico) e o poder político seria ainda maior! Nada disso é vedado pela legislação vigente.
28. Portanto, não resta dúvida nos exemplos acima, que o fator determinante para se definir o controle, e, conseqüentemente, o poder de voto nas assembleias, é o percentual de ações ordinárias detido por cada empresa nas suas controladas e coligadas e não o direito que a mesma entidade tem a receber do fluxo de caixa de uma determinada empresa.
29. Em suma, mesmo considerando que as companhias detenham apenas ações com direito a voto, o divórcio entre o poder econômico e o político é uma realidade que pode ocorrer frequentemente em função das estruturas societárias.

I.2 – O Relatório do Deputado Emerson Kapaz Buscou Eliminar a Distorção da Possibilidade do Controlador Deter apenas 15% do Capital Social de uma Companhia

30. Acredito que agora estou pronta para analisar o argumento da SEP a respeito do parecer do Deputado Emerson Kapaz sobre o Projeto de Lei que resultou na lei nº 10.303/2001 que alterou a lei nº 6.404/1976. Antes, contudo, é importante entender o contexto do mercado de capitais que levou às

propostas de alteração da Lei Societária e que culminou com a reforma de 2001.

31. Conforme o próprio relatório do Deputado Emerson Kapaz, o Projeto de Lei buscava principalmente a "defesa dos minoritários" e buscava a "*inserção de novos instrumentos adaptáveis à realidade imposta pelo Programa Nacional de Desestatização*". É importante lembrar que a alteração anterior, feita pela lei 9.457/1997, havia eliminado o art. 254 que previa o direito dos minoritários ordinaristas de venderem suas ações, em caso da alienação do controle da companhia, pelo controlador (*tag along*) nas mesmas condições asseguradas ao controlador. Por outro lado, a mudança da lei em 1997 também alterou o art. 17, buscando dar uma vantagem econômica efetiva às ações preferenciais. Após a mudança, estas ações, salvo no caso de ações preferenciais com direito a dividendos fixos ou mínimos, cumulativos ou não, passaram a ter direito a dividendos, no mínimo, 10% maiores do que os atribuídos às ações ordinárias. Esta vantagem valia tanto para as companhias abertas quanto para as fechadas.
32. Claramente, um dos objetivos da reforma de 1997 foi eliminar o *tag along* para os minoritários ordinaristas previsto no art. 254, permitindo, assim, que o Estado capturasse todo o prêmio de controle na alienação do controle das companhias inseridas no programa de privatização. A partir daí, a União e o Estado de São Paulo aceleraram seus programas de desestatização, culminando com a venda da Telebrás e da Embratel em agosto de 1998 e da Eletropaulo em 1999. Os editais de privatização previam que as companhias deveriam continuar sendo companhias abertas, negociadas nas bolsas de valores. A privatização da Light, da Companhia Vale do Rio de Doce, de várias companhias de eletricidade estaduais, e do Sistema Telebrás abriu novas perspectivas para milhares de investidores que imaginavam que a chegada de novos controladores com melhores práticas de governança corporativa fosse impulsionar o nosso mercado de capitais.
33. Mas não foi isso que se passou. O que ocorreu foi o chamado fechamento de capital branco através do qual os novos controladores, após pagarem ágios significativos ao Estado, buscavam baixar o custo de aquisição dos ativos, adquirindo ações preferenciais a preços e condições percebidos como vis pelos minoritários. Diante do abuso, a CVM alterou as suas instruções referentes às ofertas públicas e a grita do mercado arregimentou massa crítica para uma nova alteração da lei nº 6.404/1976, a qual ocorreu apenas quatro anos depois da mudança anterior.
34. Em relação às ações preferenciais, é diagnóstico comum aos autores citados pela SEP, Francisco Costa e Silva[29]; e Maurício da Cunha Peixoto[30]; que, na aplicação da lei nº 6.404/1976, a compensação por menores direitos políticos dos acionistas preferencialistas deixou de existir em função de determinadas práticas na definição estatutária dos direitos econômicos atribuídos às ações preferenciais. Difundiu-se, assim, a criação de ações preferenciais sem direito a voto e sem vantagem econômica palpável, gozando apenas de prioridade no reembolso em caso de liquidação. Para ações negociadas no mercado, evidentemente esta prioridade não tem vantagem prática, pois o investidor de mercado não compra ações de uma

- companhia pensando na liquidação desta e na raríssima possibilidade de receber prioritariamente seu capital, após o pagamento de credores[31].
35. Em outras palavras, o mercado acionário brasileiro estava combalido com operações societárias que mostravam o pouco valor das ações preferenciais e com ações cujas preferências eram altamente questionáveis. Dyck e Zingales estimaram o valor do benefício privado do controle de companhias em 39 países e concluíram que o Brasil era, no período analisado, o campeão da amostra com 65%[32]. Este percentual é a diferença entre o preço da ação ordinária com direito a voto e a preferencial sem direito a voto após anúncio de operação em que há mudança de controle.
 36. Diante deste cenário, os pontos principais abordados pela reforma de 2001 foram: (i) restaurar o direito de *tag along* para os acionistas minoritários ordinários; (ii) reforçar a vantagem patrimonial que pode ser concedida às ações preferenciais (sem direito a voto) admitidas à negociação no mercado de capitais, ao estabelecer como uma de suas vantagens o recebimento de dividendo pelo menos 10% maior do que o atribuído a cada ação ordinária (art. 17, § 1º, I, b, II[33]); e (iii) aumentar a participação dos acionistas minoritários na administração da companhia como exemplificado pelas alterações dos arts. 140, 141, 163 e 164 da lei nº 6.404/1976.
 37. Conforme pontuado pela SEP, um parágrafo do parecer do Deputado Emerson Kapaz comenta a proposta do Deputado Luiz Carlos Hauly que propunha a extinção desta espécie de ação. O Deputado Emerson Kapaz argumenta que não se deveria ir tão longe, mas que havia um exagero "na permissão de emissão de tal classe de ações até 2/3 do capital". E acrescentou "(...) o direito comparado assim aponta – que o percentual de 50% 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 a propriedade de pouco mais de 15% do capital".
 38. Em outras palavras, as ações preferenciais eram tão mal vistas que se chegou a propor a sua eliminação de nosso mercado de capitais. 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 de emissão das ações e, portanto, a quebra da proporcionalidade entre o poder político e o econômico.
 39. Este ponto também foi reforçado pela própria reação do mercado ao debate então travado. Na mesma época, em 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo lançou os níveis de governança diferenciados para as companhias listadas no mercado. Em particular, destaco a criação do Novo Mercado – no qual só são admitidas à listagem as companhias que emitam exclusivamente ações ordinárias e que prevejam em seus estatutos a concessão de *tag along* de 100% em caso de alienação de controle – e o Nível 2 de Governança Corporativa, ao qual pretende aderir a AZUL, no qual as ações preferenciais

gozam do *tag along* e do direito de voto (não previstos em lei) em momentos críticos da vida de uma companhia (p. ex. em casos de transformação, incorporação, fusão, cisão, na aprovação de contratos entre a companhia e o controlador, escolha de instituição financeira para determinação do valor econômico da companhia em caso de cancelamento de registro etc.).

40. 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.

I.3 – Sobre o Dividendo Diferenciado das Ações Preferenciais: O estatuto da Companhia Não Cria a Ação "Superpreferencial"

41. Aqui me volto para o terceiro ponto da SEP, segundo o qual, a verdadeira vantagem concedida às preferenciais seria o *tag along* já que a vantagem ao dividendo 75 vezes maior por ação do que o concedido à ação ordinária só refletiria o aporte econômico diferenciado.
42. Acredito que há razão para questionar se a vantagem da ação preferencial proposta pela AZUL é realmente palpável à luz do art. 35, § 1º de seu estatuto social que define a destinação do lucro do período. No entanto, a meu ver o argumento da SEP é equivocado.
43. A lei já admite – como vantagem da ação preferencial – que o dividendo da ação preferencial seja **no mínimo** 10% superior ao dividendo da ação ordinária. E, por essa e outras razões, conforme já mencionado, a lei já traz implicitamente a possibilidade do preço de emissão da ação preferencial ser diferente daquele da ordinária. Num mundo de previsão perfeita, o preço de emissão de uma ação seria igual ao fluxo de caixa descontado dos dividendos futuros. Logo, se uma determinada ação preferencial tem expectativa de receber um dividendo superior, é razoável assumir que o mercado irá lhe atribuir um preço diferenciado, maior do que o de uma ação ordinária. É claro que, na prática, o preço da ação preferencial no mercado não seria exatamente 10% maior, pois o direito de voto também tem valor e há que se considerar a liquidez das ações, bem como a qualidade da governança corporativa da companhia. Contudo, como ponto de partida, prever estatutariamente (art. 5º, parágrafo 10º[34]) um dividendo por ação 75 vezes maior do que aquele da ação ordinária é, sem dúvida, uma vantagem econômica válida à luz da Lei Societária.
44. Como a Companhia pretende aderir ao Nível 2 de Governança Corporativa, segmento diferenciado de listagem da BM&FBOVESPA, a ação preferencial também terá direito ao *tag along* em caso de alienação de controle, sendo-lhe assegurado o recebimento do mesmo preço por ação pago ao acionista controlador. No entanto, conforme regras estatutárias, esse direito foi ampliado de forma que o preço por ação preferencial seja equivalente a 75 vezes o preço por ação pago ao acionista controlador alienante. Portanto, formalmente, a ação preferencial da AZUL seria uma superpreferencial.
45. A minha ressalva neste ponto diz respeito ao fato de que a minuta do estatuto da Companhia, apresentado em anexo ao Recurso (fls. 2.712-2.743), estabelece um baixo valor para o dividendo mínimo obrigatório, o que permite, na prática, que a Companhia retenha praticamente todo o lucro

líquido distribuível (99,9%) através de um orçamento de capital (vide art. 196 da lei nº 6.404/1976[35]). Conforme discutirei ao longo dos próximos parágrafos, esse fato *per se* não é ilegal, mas deve estar adequadamente descrito no estatuto social e no Formulário de Referência da Companhia. Começo essa análise pela redação dos arts. 35 e 37 da minuta do estatuto, que assim dispõem:

"Artigo 35 – Quaisquer prejuízos acumulados e reservas de imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido deverão ser deduzidos dos resultados do exercício social, antes do pagamento de qualquer participação.

Parágrafo Primeiro – Os lucros líquidos calculados conforme o *caput* deste Artigo serão aplicados como segue:

I – 5% (cinco por cento) para a formação da reserva legal, que não excederá a 20% (vinte por cento) do capital social subscrito. No exercício em que o saldo da reserva legal acrescido do montante das reservas de capital, de que trata o parágrafo 1º do art. 182 da lei das Sociedades por Ações, exceder 30% (trinta por cento) do capital social, não será obrigatória a destinação de parte do lucro líquido do exercício para a reserva legal;

II – valor para a formação de reservas de contingência e a reversão dessas mesmas reservas constituídas em anos anteriores;

III – 0,1% (zero vírgula um por cento) do saldo do lucro líquido, após as deduções referidas nas previsões anteriores e o ajuste previsto no art. 202 da lei das Sociedades por Ações, deverá ser distribuído aos acionistas como dividendo mínimo obrigatório; e

IV – o saldo remanescente será distribuído como dividendo.

Parágrafo Segundo – O dividendo mínimo obrigatório não deverá ser pago aos acionistas com relação ao exercício social em que a administração da Companhia informar à Assembleia Geral que tal pagamento é incompatível com a situação financeira da Companhia, desde que atendido o previsto no art. 202, parágrafos 4º e 5º da lei das Sociedades por Ações.

Parágrafo Terceiro - Os dividendos, salvo deliberação em contrário, serão pagos no prazo máximo de 60 (sessenta) dias contados da data da deliberação de sua distribuição e, em qualquer caso, dentro do exercício social.

Artigo 37 – A Diretoria da Companhia deverá preparar anualmente, antes do início de cada exercício social, um plano de negócios por escrito para a Companhia, que incluirá como anexos orçamentos

operacionais por rubrica (line item operating) e orçamentos de dispêndio de capital (capex) para o exercício social a seguir, bem como margens para a remuneração da Diretoria. O plano de negócios será submetido ao Conselho de Administração para aprovação, com antecedência de pelo menos 30 (trinta) dias do início do exercício social".

46. Observe-se que o dividendo mínimo obrigatório foi estabelecido em 0,1% do lucro líquido remanescente após as deduções para a reserva legal e de eventual reserva de contingência. A vantagem econômica da ação preferencial da Companhia não está no pagamento de dividendo prioritário fixo ou mínimo. A vantagem, determinada por lei, foi conferida pelo art. 5º, parágrafo 10 do estatuto, em linha com o disposto no art. 17, § 1º, I, b, II, da lei nº 6.404/1976 no estabelecimento de um dividendo por ação 75 vezes superior ao da ação ordinária.
47. O dividendo por ação preferencial 75 vezes superior ao da ação ordinária pode, contudo, não se traduzir em uma vantagem econômica para os acionistas, pois a minuta do estatuto, em seu art. 35, parágrafo 1º, III, estabelece que a Companhia só tem a obrigação de distribuir como dividendo mínimo obrigatório 0,1% dos lucros. Conforme transcrito acima, o inciso seguinte dispõe que o saldo remanescente será distribuído como dividendo. A questão então que se coloca é o que separa o inciso III do inciso IV do parágrafo 1º do art. 35 da minuta do estatuto da AZUL?
48. Uma leitura inicial poderia levar a entender que todo o lucro seria distribuído como dividendo após o pagamento do dividendo obrigatório. Afinal, quando o inciso IV menciona o saldo remanescente, de que saldo se está falando? Se do inciso III, teríamos como consequência lógica a distribuição de todo o lucro, mas então por que teríamos dois incisos e não um apenas? Também não é razoável presumir que uma empresa criada recentemente, com elevada necessidade de capital fixo, e que cresce rapidamente distribua todo o seu lucro ajustado. Fica assim a dúvida de como serão determinados os dividendos da Companhia.
49. A correta distinção entre os incisos III e IV do § 1º do art. 35 da minuta do estatuto pode ficar mais clara quando esse dispositivo é analisado em conjunto com o art. 37 da mesma minuta que prevê a aprovação anual de plano de negócios contemplando orçamentos operacionais e de dispêndio de capital. Uma leitura sistemática desses dois dispositivos demonstra que o lucro a ser distribuído aos acionistas, em adição ao mínimo obrigatório (de apenas 0,1%), será aquele que remanescer após a retenção de lucros nos termos do art. 196 da Lei Societária. Observo que na ausência desta interpretação sistemática, o dispositivo deste estatuto seria ainda mais obscuro, ficando a decisão final sob o arbítrio puro dos administradores ou da maioria. Depois de pagar 0,1% como dividendo obrigatório, poder-se-ia distribuir todo o saldo do lucro remanescente como dividendo, conforme escrito no próprio estatuto, ou retê-lo com base em orçamento de capital.
50. Em geral, os investidores de *private equity* investem nas fases iniciais da vida de uma companhia quando a prioridade é crescer e o reinvestimento de todo o lucro pode fazer sentido para os seus acionistas, frequentemente em

pequeno número e qualificados. Contudo, no momento em que a Companhia pretende captar poupança pública, e sendo o dividendo um atrativo para o investidor de varejo, no meu sentir, a cláusula de dividendos deve ser regulada com maior clareza.

51. Diante do caso concreto e numa interpretação sistemática da Lei, acredito que o montante de dividendos a ser distribuído não está definido com a clareza, precisão e minúcia que a Lei exige. É a própria minuta do estatuto que estabelece que "o saldo remanescente será distribuído como dividendo" logo em seguida ao inciso que estabelece a distribuição de 0,1% do saldo do lucro líquido como dividendo obrigatório mínimo.
52. As normas estatutárias devem ser claras e não induzir a erro, especialmente quando tratam de direitos essenciais do acionista tais como participar do lucro (art. 109, I)[36].
53. A meu ver, a atual redação do art. 35 da minuta do estatuto pode levar, por sua falta de clareza, a desentendimentos entre o acionista controlador e os minoritários sobre a sua aplicação. Ressalto não estar questionando a legalidade do dividendo previsto, mas a forma com que esse foi redigido na minuta do estatuto. A Companhia pode reter, com base em orçamento de capital, a parcela do lucro líquido que remanescer após o pagamento do dividendo mínimo obrigatório, mas deve deixar isso claramente disposto no estatuto, para não induzir os minoritários e o mercado a erro.
54. De acordo ainda com o art. 37 da minuta do estatuto, anualmente a Diretoria preparará o orçamento do ano e o orçamento de capital da Companhia e os apresentará ao Conselho de Administração. Nada é dito no estatuto sobre a constituição de uma reserva estatutária nos termos do art. 194 da lei nº 6.404/1976[37]. Observo que outras companhias com elevadas necessidades de capital fixo, como no setor de óleo e gás, das quais são exemplo a H RTP e a OGX (atual OGP), contêm em seus estatutos cláusula prevendo o pagamento de dividendo obrigatório de 0,001% do lucro do período. Ambos os estatutos preveem a criação de reservas estatutárias para expansão. A diferença entre a reserva estatutária e a retenção de lucros a partir da proposta da administração de orçamento de capital é que aquela autoriza previamente a sua constituição, ao passo que a retenção de lucros depende de autorização da assembleia a partir de um orçamento de capital. Se a Companhia identifica a necessidade de retenções contínuas ou frequentes do lucro, não seria o caso de estabelecer com clareza a uma reserva estatutária?
55. O art. 198[38] da lei nº 6.404/1976 dispõe que a constituição das reservas de que trata o art. 194 e a retenção nos termos do art. 196 não poderão ser realizadas em prejuízo do dividendo obrigatório. Mas quando o próprio dividendo obrigatório é irrisório, a administração da companhia ganha bastante poder discricionário. Noto também que, na sistemática da lei, "*os administradores somente farão jus à participação nos lucros do exercício social em relação ao qual for atribuído aos acionistas o dividendo obrigatório de que trata o art. 202*" (§ 2º do art. 152). Mas, como o dividendo obrigatório previsto no estatuto Social da Companhia é inferior a 25% do lucro líquido, os administradores não tem direito a participação no lucro (art. 152, § 1º[39]). Ou seja, no caso da AZUL, os administradores não fazem jus

à participação no lucro e resultado (PLR). Por outro lado, é importante ressaltar que mesmo o pagamento de um dividendo obrigatório manifestamente reduzido já permite que os administradores recebam remuneração com base em opções. Finalmente o art. 199 da lei dispõe que o saldo das reservas de lucro, exceto as para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar, não poderá ultrapassar o capital social. Atingido este limite, a assembleia determinará a destinação do excesso para aumentar o capital social ou distribuir dividendos[40]. Note-se que o art. 199 não prevê limites para a retenção de lucros com base em orçamento de capital realizada com base no art. 196.

56. É importante ressaltar que certas disposições estatutárias sobre dividendos já foram alvo de análise por esta CVM. Destaco o Processo CVM nº RJ2001/3270, julgado em 09/07/2002, referente à cláusula estatutária da Companhia Belgo Mineira que dava latitude à administração para propor anualmente destinação de 5% a 75% do lucro do exercício para a constituição de reserva estatutária para expansão, cessando a destinação quando esta reserva atingisse 80% do capital social[41]. O Colegiado entendeu, por maioria, que esta cláusula era legal. Mais recentemente, no Processo CVM nº RJ2005/2611, julgado em 04/10/2005 foi discutida cláusula estatutária da Companhia de Transmissão Paulista (CTEEP) segundo a qual após o pagamento de dividendo equivalente a 10% do capital social integralizado pelos preferencialistas aos acionistas desta espécie, seguido do pagamento de até 10% do capital social integralizado pelos acionistas ordinários a esta espécie, e da destinação de 20% do saldo para a constituição de reserva de expansão no limite de 10% do capital social, o saldo remanescente seria distribuído igualmente entre as ações ordinárias e preferenciais.
57. Os reclamantes entendiam que a parte final do dispositivo estabelecia o dividendo obrigatório. Assim, quando a companhia propôs a retenção do saldo remanescente com base em orçamento de capital, os reclamantes entenderam que a CTEEP teria violado o seu estatuto, pois não haveria outro destino para o saldo que não a sua distribuição. O Colegiado por unanimidade entendeu que o dividendo de 10% do capital social preferencial para as ações preferenciais e o dividendo de até 10% para as ações ordinárias constituíam o dividendo obrigatório da companhia e que esta poderia reter lucros com a apresentação de orçamento de capital.
58. Relato estes casos para ilustrar que cláusulas estatutárias tais como as da AZUL podem levar a controvérsias. Lembro que o estatuto da Companhia propõe pagar 75 vezes mais dividendo por ação às ações preferenciais em relação às ordinárias. Contudo, esta vantagem pode ser esvaziada pelo art. 35 da minuta do estatuto.
59. O mais provável é que, com base na regra do art. 196 da lei, a partir de orçamentos de capital apresentados pela administração, todo lucro remanescente (ou parte substancial dele) seja retido para financiar o desenvolvimento das atividades da Companhia. Conforme mencionado no item 55 acima, os lucros retidos com base em orçamento de capital, por terem a natureza de lucro acumulado (e não de reserva de lucro), não têm limite para seu saldo, não sendo a eles aplicados a norma do art. 199 da lei.

60. Assim, há a possibilidade concreta de a ação preferencial não ser uma super preferencial, mas não pelas razões levantadas pela SEP, e sim pelo disposto no estatuto da Companhia.
61. Por esses motivos, entendo que, ao menos em tese, a redação do inciso IV do § 1º do art. 35 da minuta de estatuto social da AZUL não está em conformidade com o disposto no § 1º do art. 202, combinado com o art. 19, da lei nº 6.404/1976[42], segundo o qual o estatuto deve fixar o dividendo com precisão e minúcia, sem sujeitar os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria.
62. Diante disso, acredito que a Companhia deve deixar claro no seu Formulário de Referência o risco para o investidor que busca dividendos diferenciados. A administração da Companhia pode anualmente propor que parcelas expressivas de seu lucro sejam retidas, com base em orçamento de capital, esvaziando assim a atratividade do que poderia ser entendido pelo investidor como um super dividendo. Acredito que o Formulário de Referência da AZUL deve mencionar que a necessidade de investimentos da Companhia pode levar a administração a propor à assembleia a retenção de lucros, com base em orçamento de capital, diminuindo assim o lucro disponível para o pagamento de dividendos.
63. É importante também salientar no Formulário de Referência que o acionista controlador, embora detentor da maioria dos votos em assembleia, tem interesse econômico reduzido na distribuição de dividendos já que as suas ações são predominantemente as ordinárias cujo dividendo por ação é de apenas 1/75 avos daquele eventualmente pago à ação preferencial. Como, o acionista controlador tem a maioria de votos na assembleia, o art. 35 tal como disposto na minuta do estatuto pode, a meu ver, ser visto como uma potencial fonte de abuso de poder de controle que, caso ocorra, deve ser devidamente punido por esta Autarquia.
64. Complementando o disposto acima, entendo que, como o acionista controlador detém a maioria dos votos na assembleia geral e detém participação econômica reduzida no fluxo de caixa a ser gerado pela Companhia, a SEP muito corretamente exigiu que a AZUL incluísse discussão na seção de risco do Formulário de Referência sobre o potencial conflito entre o acionista controlador e os minoritários (fl. 1.373, seção 4.1.b do Formulário de Referência).
65. Caso minha percepção seja também compartilhada pela SEP em sua análise no âmbito do pedido de registro da AZUL como companhia aberta, o inciso IV do § 1º do art. 35 da minuta de estatuto poderia, por exemplo, deixar claro, se o lucro a ser distribuído aos acionistas, em adição ao mínimo obrigatório (de apenas 0,1%), será aquele que remanescer após a eventual retenção de lucros, com base em orçamento de capital aprovado em assembleia, nos termos do art. 196 da Lei Societária e do art. 37 daquele estatuto.

I.4 – A Limitação Imposta pelo Código Brasileiro de Aviação e a lei Nº 6.404/1976

66. A Companhia explicou em seu Recurso as limitações impostas pelo Código Brasileiro de Aviação ("CBA") sobre a propriedade do capital votante[43].

Para a SEP não se pode admitir que regra específica de certos setores justifique a não observância da lei nº 6.404/1976. Embora a SEP tenha razão neste ponto, o que se coloca aqui é se a Lei Societária brasileira é flexível para admitir a capitalização de uma companhia de aviação no mercado de capitais no formato tal como pretendido pela AZUL. Para responder a esta questão, é preciso lembrar o propósito maior da lei e quais dispositivos de um estatuto são de norma cogente ou podem ser livremente contratados pelos acionistas. Em outras palavras, o dividendo por ações preferenciais pode ser 75 vezes maior do que o dividendo por ação ordinária?

67. Inicialmente, é preciso lembrar a lição dos autores da lei nº 6.404/1976 segundo a qual ela é um sistema de normas que visa a proteger os mais diferentes interesses[44]. A interpretação do sistema exige a identificação dos interesses protegidos em cada norma e a hierarquização desses interesses, dentre os quais destacam-se:
- a. o interesse geral na eficiência e expansão da empresa – instituição econômica fundamental da sociedade moderna, de que depende o desenvolvimento econômico do País e o bem estar econômico e social da comunidade em que está situada;
 - b. o interesse dos acionistas de participarem no lucro e na valorização de suas ações e contra o abuso de administradores e de acionistas controladores;
 - c. o interesse dos credores e dos que negociam com a companhia;
 - d. o interesse de investidores e intermediários dos mercados de valores mobiliários na higidez e na integridade do mercado de capitais; e
 - e. o interesse dos administradores em exercer suas atribuições sem correrem o risco da responsabilidade pessoal que iniba suas decisões.
68. Por outro lado, outras normas aplicam-se às companhias. O Código Civil traz disposições sobre, por exemplo, as pessoas jurídicas de direito privado, negócios jurídicos, obrigações, contratos em geral, responsabilidade civil, direitos reais de garantia dentre outros. O Código Penal tipifica crimes de fundadores, administradores e acionistas de companhias. As leis que disciplinam as atividades reservadas ao Estado e exercidas em nome deste por concessionárias podem integrar o sistema jurídico da companhia. Pode ocorrer mesmo que a norma exija a constituição de uma companhia, como é o caso da lei que regula as instituições financeiras. Assim, várias normas podem fazer parte do sistema jurídico de uma companhia.
69. Podemos afirmar que é do interesse público que as companhias tenham acesso ao mercado de capitais, viabilizando a criação de empregos e o aumento da riqueza nacional. E aqui a questão que se coloca é se o art. 5º, parágrafos 3º e 9º do estatuto da AZUL infringe o disposto no § 2º do art. 15 da lei nº 6.404/1976.
70. Já abordei acima que, no meu entendimento, não é necessário que haja uma correspondência entre o aporte econômico trazido pelo acionista e o poder político que ele exerce na companhia. Nesta altura discuto a natureza dos dispositivos estatutários de uma companhia sobre dividendos. A questão que

se coloca é se estes dispositivos se subordinam a normas cogentes da lei ou podem ser livremente ajustados entre os acionistas.

71. Cabe ao intérprete precisar a natureza de cada norma tendo em conta o seu fim e o interesse que protege. Assim, a lei nº 6.404/1976 contém normas que limitam a liberdade de contratar dos acionistas, pois:

- a. os direitos dos acionistas são incorporados em valores mobiliários sujeitos a regime próprio para a proteção dos titulares e para o regular funcionamento do mercado de capitais;
- b. a formação do capital social está sujeita a regime especial, pois é fundamental para a proteção dos credores e para o próprio acesso da companhia ao crédito; e
- c. o direito de retirada é protegido por norma cogente que não pode ser afastada, pois implica em redução do capital social da companhia.

72. Neste contexto, seria a norma que regula a repartição do lucro entre os acionistas norma cogente ou está no campo da liberdade de contratar? Para Lamy Filho e Bulhões Pedreira prevalece a liberdade de contratar nas companhias no que se refere "*ao objeto social, às contribuições para o patrimônio social a que se obrigam os acionistas, à repartição entre estes do resultado da atividade social, à modificação do estatuto social e aos negócios de incorporação, fusão e cisão*" (ênfase adicionada)[45].

73. Sendo um direito patrimonial, não haveria mesmo razão pela qual os acionistas não pudessem dispor a respeito dentro dos limites dados pela lei. Assim, o art. 17, § 1º, b, II, prevê como um dos direitos possíveis a ser outorgado pelo estatuto às ações preferenciais nas companhias com ações admitidas à negociação no mercado, em troca da retirada do direito de voto dessas últimas, o recebimento de dividendo **pelo menos 10% maior** do que o atribuído às ações ordinárias. Foi criado um piso e não um teto! Este último ponto está em linha com as reclamações anteriores à mudança da lei em 2001, quando se entendia que as ações preferenciais não traziam nenhuma vantagem econômica efetiva. A lei passou a exigir a concessão ao preferencialista de um dividendo efetivamente diferenciado. Se esta vantagem for adotada pelo estatuto, a ação preferencial de companhia aberta (com ações admitidas à negociação) não mais poderia ter apenas prioridade no recebimento do dividendo, mas sim o direito de receber um dividendo superior ao da ação ordinária.

74. Para além da liberdade de contratar, do ponto de vista econômico, esta flexibilidade estatutária faz todo o sentido para as companhias nas quais a figura do fundador é fundamental para o seu sucesso, especialmente nos primeiros anos após a criação da sociedade. O fundador, sendo um administrador ou inovador diferenciado, mas sem o capital necessário, pode desejar abrir mão dos dividendos em favor dos sócios que aportem capital à sociedade. Estes, por outro lado, estão satisfeitos de entregar a administração do negócio a este administrador diferenciado. Assim, tendo os sócios minoritários contribuído 24 vezes mais capital[46] do que o acionista controlador da Companhia, e depois de concluído o desdobramento das ações ordinárias, o dividendo por ação preferencial foi estabelecido

estatutariamente em 75 vezes o dividendo por ação ordinária (fls. 1.712-1.715).

75. Não vejo como este ajuste contratual por si só fira o interesse público e deva ser proibido por esta Autarquia. Pelo contrário, entendo que a eventual vedação pela CVM desta estrutura poderia dificultar acessos legítimos de companhias ao mercado de capitais, sem ganhos visíveis para a sociedade e para o próprio mercado de capitais que possam decorrer desta vedação. Em regra, o fundamental é que, numa eventual distribuição pública, os potenciais acionistas tenham sido claramente informados das disposições estatutárias sobre os seus direitos econômicos e políticos.
76. No meu entender, a lei nº 6.404/1976 é suficientemente flexível para permitir tal estrutura e possibilitar que uma companhia de aviação acesse o mercado de capitais nos moldes propostos pela AZUL, respeitando as regras do CBA.
77. Aliás, sobre as regras do CBA e todas as demais aplicáveis à AZUL, vale lembrar, adicionalmente, o notório dever de todo intérprete (o que inclui, em especial, entidades integrantes do Estado como a CVM) de presumir legítimas e harmônicas todas as partes da legislação em vigor no país e não o contrário. Neste sentido, entendo que a posição aqui sustentada prestigia e harmoniza adequadamente todo o ordenamento jurídico incidente na espécie.
78. É claro que não estou sustentando que, em qualquer hipótese, estruturas como a aqui analisada serão juridicamente híidas. Contudo, após analisar os fatos específicos e a legitimidade das razões apresentadas pela Companhia no caso concreto, à luz dos indispensáveis sopesamento e harmonização do conjunto de normas e regras a ela aplicáveis, estou convencida de que não existe o vício de legalidade apontado pela SEP.

I.5 – Responsabilidade Subsidiária e Participação Minoritária do Controlador no Conselho

79. O quinto argumento da SEP para indeferir o pedido da Companhia refere-se à possibilidade de o controlador não eleger a maioria dos membros do conselho de administração e de haver um acionista controlador com "pouquíssima responsabilidade subsidiária *em relação ao capital da companhia, o qual possui qualidade de servir de garantia a credores, com base no princípio da integridade do capital social*".
80. Em relação à "pouquíssima responsabilidade subsidiária em relação ao capital da companhia", com a máxima *data vênia*, entendo que o uso do termo é equivocado. Como bem é sabido por todos e, em especial, pela Área Técnica, o art. 1º da lei nº 6.404/1976 é bastante claro a esse respeito ao dispor:

Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

81. Portanto, o primeiro artigo da lei limita a responsabilidade dos acionistas ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas. O acionista não

- responde pelas obrigações da companhia nem como devedor solidário nem como garantidor subsidiário. A sua responsabilidade é integralizar o preço de emissão da ação. Observe-se que o credor desta obrigação é a companhia.
82. Como se sabe, a introdução do conceito da personificação das sociedades empresariais foi fundamental para o desenvolvimento econômico, pois viabilizou a formação de sociedades com grande número de sócios e facilitou a transferência de participações acionárias. Assim, conforme disposto no art. 1º da lei, na participação do acionista na companhia, o que é limitado é o seu risco financeiro. Tudo que ele pode perder é o preço de emissão de suas ações, sem qualquer outra obrigação para com os demais acionistas ou credores. Se não fosse assim, o mercado acionário restaria inviabilizado.
83. Conforme mencionado acima, o instituto do capital social é cuidadosamente regulado na lei nº 6.404/1976, que assegura a sua intangibilidade e, portanto, a proteção dos credores[47]. Em primeiro lugar, a lei assegura que, uma vez subscrito o capital pelos acionistas, ele deverá ser realizado (integralizado). O art. 106 dispõe que "[o] acionista é obrigado a realizar, nas condições previstas no estatuto ou no boletim de subscrição, a prestação correspondente às ações subscritas ou adquiridas". Neste sentido, se a sociedade entra em liquidação, o liquidante deve "exigir dos acionistas, quando o ativo não bastar para a solução do passivo, a integralização de suas ações" (art. 210, V).
84. Em segundo lugar, o credor tem assegurado que a integralização realmente corresponde à cifra nominal em dinheiro declarada como capital nos estatutos sociais, pois o art. 8º, § 6º da Lei Societária estipula que os bens devem ser avaliados, prevendo a responsabilidade dos avaliadores e do subscritor que realizou o capital com bens.
85. Em terceiro lugar, o capital social será intangível. Uma vez subscrito, o capital passa a integrar o patrimônio da companhia, devendo ser utilizado na atividade social, só podendo ser devolvido aos sócios nas hipóteses previstas em lei, como no caso do recesso. A redução do capital social com a consequente devolução do capital para os acionistas quando excessivo é hipótese regulada na lei, com ampla garantia dos credores.
86. Os dispositivos que regulam o capital social são de ordem pública e não podem ser alterados pelos acionistas. Uma vez subscrito e integralizado o capital, não há que se falar de responsabilidade subsidiária dos sócios, sejam controladores ou não. Os credores estão garantidos pelo patrimônio social, do qual o capital social é parte importante.
87. A SEP recebeu com estranheza o fato de que o acionista controlador poderá possuir participação minoritária no Conselho de Administração, indicando que "o sócio com maior número de ações ordinárias tem seu poder de controle ceifado" e que este fato seria "incongruente".
88. Esta observação da SEP chama atenção. O mercado tem discutido nos últimos anos a ampliação do poder de representação dos acionistas minoritários nos conselhos de administração, seja elegendo conselheiros diretamente, seja por meio de um maior número de conselheiros independentes. Lembro que a proposta da BM&FBOVESPA em 2010 para a ampliação do número de conselheiros independentes para as companhias listadas do Novo Mercado e do Nível 2 de Governança Corporativa foi

reprovada pelas companhias então listadas nestes segmentos, para desgosto daqueles que militam pela boa governança corporativa[48]. Na estrutura proposta pela AZUL, considero salutar que o acionista controlador esteja dando mais poderes para os acionistas preferencialistas e minoritários para elegerem membros para o conselho.

89. Dito isso, não vejo como a responsabilidade do acionista controlador da AZUL seja menor do que a de qualquer outro acionista controlador. O fato de o estatuto permitir que a maioria dos conselheiros seja eleito pelos acionistas minoritários, celebrantes do acordo de acionistas, e por acionistas preferencialistas, não diminui a responsabilidade do acionista controlador no caso em tela.
90. O acionista controlador, Sr. David Neeleman, com 67% das ações ordinárias detém a maioria dos direitos de sócios nas assembleias e usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, inclusive quando toma decisão consciente, informada, e refletida de abrir mão de nomear a maioria dos componentes do conselho de administração. Ele é o CEO da companhia[49] e acumula a presidência do conselho de administração. Apresenta-se como controlador perante as autoridades de aviação e perante a CVM.
91. O fato do Sr. Neeleman abrir mão de eleger a maioria dos conselheiros, para fazê-lo, em conjunto, com seus sócios minoritários, celebrantes de acordo de acionistas, em nada altera o fato de que ele é o acionista controlador respondendo – no caso, pessoal e ilimitadamente – por eventual dano causado por atos praticados com abuso de poder conforme o disposto no art. 117 da lei nº 6.404/1976. Como administrador, ele ainda responde – pessoal e ilimitadamente – pelo descumprimento dos deveres de diligência, de lealdade e de informar (arts. 153, 155 e 157), por desvio de poder (art. 154), e por infração ao disposto no art. 156 sobre conflito de interesses.
92. A Lei Societária brasileira é, pelo meu conhecimento, a única que dispõe sobre as responsabilidades do acionista controlador. A estrutura societária da AZUL em nada interfere com esta responsabilidade ou a dos administradores. O Sr. Neeleman tem deveres fiduciários para com a companhia e seus acionistas e eventuais desvios de conduta estarão sujeitos aos rigores da lei e desta CVM – respondendo o Sr. Neeleman pessoal e ilimitadamente pelos prejuízos que eventualmente vier a dar causa.

I.6 – O Potencial Desalinhamento de Interesses entre o Acionista Controlador e o Acionista Minoritário

93. Em seu sexto argumento, a SEP conclui que a situação em análise "*pode acarretar um possível desalinhamento de interesses entre o acionista controlador e os demais acionistas*", o qual seria decorrente de "*uma sociedade de capitais controlada por um acionista (ou grupo de acionistas) que dela participa com pouquíssimo capital*". Concordo com a SEP quanto ao possível desalinhamento de interesses, mas não quanto ao não deferimento do registro de companhia aberta com base neste argumento.
94. No meu entender, não cabe a esta CVM indeferir pedido de registro de companhia aberta sob o argumento de que a estrutura societária de uma

companhia apresenta, em termos permitidos pela lei, um potencial desalinhamento de interesses entre o acionista controlador e o minoritário. A chamada boa governança corporativa não é algo decorrente apenas da lei ou da autorregulação, mas da prática do dia a dia das companhias. Basta lembrar que as companhias listadas no segmento do Novo Mercado sinalizam para o público investidor que têm **potencialmente** uma governança superior. Contudo, estar no Novo Mercado não é condição necessária nem suficiente para a concretude deste propósito, como bem mostra a prática do mercado. 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.

95. A CVM, no meu sentir, não deve almejar ser capaz de proteger a tudo e a todos, tentando antever o que pode acontecer no futuro. Esta atitude acarretaria o risco de o ente regulador impedir uma companhia de vir ao mercado captar recursos, um dos principais propósitos da própria lei e a razão de ser do mercado de capitais. O descumprimento dos deveres do acionista controlador e dos administradores deve ser prontamente apurado e julgado no devido processo sancionador conduzido por esta Autarquia. Desvios do que é percebido potencialmente pelo mercado como pobre governança devem ser devidamente precificados pelo mercado.
96. Assim, se uma companhia tem um potencial desalinhamento que já é identificado por esta Autarquia, o papel desta é exigir que eventuais conflitos sejam devidamente explicitados na seção 4 do Formulário de Referência (fatores de risco), tal como bem sinalizado no presente caso pela SEP (fl. 1.373). No caso concreto, uma vez explicitada para o mercado a estrutura de capital e o propósito dela, cabe ao mercado – no regime da informação ampla e completa (*full disclosure*) – decidir se acredita nos propósitos do acionista controlador, se dá um desconto para o potencial desalinhamento, ou não. Assim, a precificação de potenciais desalinhamentos cabe ao mercado e não à CVM. Pode-se mesmo imaginar uma situação em que o mercado inicialmente desconfie do comportamento potencial do acionista controlador, mas com o passar do tempo, perceba que este risco é desprezível ou inexistente e, a partir daí, a companhia passe a comandar um múltiplo maior no mercado.
97. Note-se, no caso em tela, que o acionista controlador é considerado um especialista do setor. O mercado pode muito bem ver isto como um trunfo e dar um voto de confiança à administração de que a Companhia terá uma governança irrepreensível. Nestas circunstâncias, o IPO comandará um bom múltiplo. Certamente, esta Autarquia não deve impedir tal possibilidade sob o argumento de que há um potencial desalinhamento de interesses. Caso o controlador e a administração da Companhia não se comportem à altura das expectativas do mercado, o múltiplo da Companhia cairá. O risco deste potencial é dos investidores e do mercado que estão melhor habilitados a colocar um preço neste risco.
98. Observo que a discussão sobre desalinhamento de interesse no mercado de capitais não é peculiar ao Brasil. E não foi só aqui no Brasil que se considerou eliminar as ações preferenciais, estabelecendo-se a regra "uma ação, um voto" tal como proposto pelo Deputado Luiz Carlos Hauly no Projeto de lei nº

3.521/1997, proposta que acabou sendo rejeitada pelo Relator Deputado Emerson Kapaz. A ideia é que o princípio "uma ação, um voto" alinha os interesses dos diferentes tipos de acionistas e mantém a proporcionalidade entre o poder político e o econômico.

99. Em 2006, o irlandês Charlie McCreevy, Comissário Europeu para o Mercado Interno, lançou uma consulta pública na Comunidade Europeia propondo uma discussão sobre os prós e contras da adoção do princípio "uma ação, um voto". Após dois anos de debates, decidiu-se que a Comunidade não deveria implementar novos regulamentos neste sentido[50].
100. Como parte do material de suporte para a discussão, a Comunidade Europeia encomendou um estudo sobre a "Proporcionalidade entre Propriedade e Controle nas Companhias Listadas na Europa"[51].
101. Neste estudo, preparado pelo escritório de advocacia internacional Shearman & Sterling, foram apresentadas diferentes estruturas que levam ao desvio do princípio da proporcionalidade entre controle e propriedade. As estruturas existentes em 16 países da Comunidade foram comparadas com as jurisdições dos EUA, Japão, e Austrália. Os diferentes mecanismos avaliados para amplificar o controle incluem estruturas piramidais, acordos de acionistas, participações cruzadas, dispositivos que exigem voto qualificado, ações preferenciais sem direito a voto, voto plural, teto para o direito de voto, e limites para a propriedade.
102. Dentre estes mecanismos, as estruturas piramidais, os acordos de acionistas, e as participações cruzadas estão presentes em todas as jurisdições europeias, nos EUA, no Japão e na Austrália. As ações preferenciais e o voto plural estão presentes em 81% e em 50% das jurisdições europeias, respectivamente. Estes dois últimos mecanismos estão presentes nos EUA e no Japão. Na Austrália não é permitido o voto plural. Contudo, não é porque um mecanismo está presente numa determinada jurisdição que ele é adotado.
103. O estudo do escritório Shearman & Sterling conclui que[52]:
 - a. Nenhum dos países adotou uma estratégia na qual havia apenas a possibilidade do princípio "uma ação, um voto" ou permitiu que todos os mecanismos fossem adotados. Todos os países adotaram entre cinco e 11 dos 13 possíveis mecanismos avaliados pelo estudo. Isto indica que sujeito a algumas restrições, as companhias podem se organizar da melhor forma que lhes seja adequada.
 - b. A discrepância entre a existência de um determinado mecanismo e a sua efetiva adoção pelas companhias indica que as práticas e expectativas de mercado têm um papel importante na seleção pelas companhias listadas dos mecanismos disponíveis[53]. Assim, por exemplo, embora o voto plural seja permitido no Reino Unido, das 20 maiores companhias listadas naquele país, apenas uma adotava-o.
 - c. O uso dos mecanismos para amplificar o controle pode ser desafiado quando o seu uso na prática leva a uma quebra dos princípios básicos da Lei Societária que protegem as minorias. São exemplos, decisões tomadas no interesse exclusivo dos administradores ou dos acionistas controladores, contra o interesse da companhia, ou quando conferem

vantagens para um determinado grupo de acionistas em detrimento de outros, ou, ainda, quando há quebra dos deveres fiduciários.

- d. A divulgação pela companhia de que adota algum destes mecanismos incluem o arquivamento do estatuto junto às autoridades (registro público de pessoas jurídicas e regulador) e sua descrição nos prospectos de admissão ao mercado, e nos relatórios periódicos.

104. Mais recentemente, em 2013, o sucessor do Sr. McCreevy, o francês Michel Barnier, informou que estava considerando a ideia de dar mais poder de voto ou uma parcela maior dos dividendos para acionistas considerados de longo prazo. A ideia é incentivar o investimento de longo prazo. Certamente, o Comissário foi influenciado pela legislação de seu país natal, na qual as ações mantidas pelo acionista por mais de dois anos adquirem o direito do voto duplo (isto é, uma ação mantida por mais de dois anos, dois votos). As ideias do Sr. Barnier encontraram oposição em Londres, a respeito da dificuldade burocrática para votar com voto duplo ou como as companhias calculariam o valor dos dividendos[54], mas mostram o quanto o debate sobre o assunto está presente.
105. Nos Estados Unidos, durante os anos 80, várias companhias se distanciaram do princípio "uma ação, um voto" amplamente difundido naquele país até então[55]. Esta mudança decorreu do mercado para a tomada de controle das companhias que estava bastante ativo nos anos 80. Muitas companhias adotaram mecanismos que se distanciaram do princípio "uma ação, um voto" como uma forma de defesa contra tomadas de controle hostis.
106. Em resposta a este ambiente, em 1988, a SEC, pela primeira vez tentou regular o direito de voto dos acionistas adotando a regra 19c-4, a qual proibia as bolsas de listarem companhias abertas que emitissem ações ou tomassem decisões que restringissem o direito de voto dos acionistas. Embora não adotasse o princípio "uma ação, um voto", a nova regra limitava substancialmente a possibilidade das companhias americanas de adotarem ações com direito de voto diferenciados[56].
107. Uma associação de CEOs de companhias abertas americanas, o *Business Roundtable*, desafiou nas cortes a nova regra da SEC. O tribunal de Washington, DC, concordou com a associação e decidiu que a regra estava além do poder regulatório da SEC e esclareceu que o papel primordial da SEC era regular as informações públicas às quais as companhias estão sujeitas, e não o direito material.
108. Evidentemente que a ação da CVM a respeito do assunto não é pautada pela experiência internacional, mas por nossa lei. Contudo a discussão internacional pode ajudar na decisão do presente caso na medida em que mostra que discussões semelhantes ocorreram em outros países e explica qual a racionalidade na decisão final destas jurisdições. Afinal, há um conjunto comum de valores pelo qual todas as jurisdições se pautam, como por exemplo, as regras de proteção dos acionistas minoritários e as normas sobre abuso do poder de controle.
109. Embora os participantes de mercado, e eu aqui me inclua entre eles, possam perceber como salutares o princípio "uma ação, um voto" e da

proporcionalidade entre o poder político e o poder econômico, entendendo que não há uma fórmula única que deva ser seguida por todos. No Brasil e no exterior há exemplos de companhias de sucesso em suas operações e no mercado de capitais nos quais há desvios destes princípios. As circunstâncias particulares delas permitem-nas desviarem destes princípios e mesmo assim serem negociadas com múltiplos elevados. São exemplos claros as ações das companhias de tecnologia norte-americanas tais como a Google, Facebook e Groupon que adotam o voto plural, tornando difícil a perda do controle por parte dos acionistas fundadores. Aparentemente, o mercado não penaliza estas companhias, entendendo que a dificuldade para desalojar os acionistas fundadores é um ativo da companhia e não necessariamente algo pernicioso para a sua governança. Na mesma linha, na Europa, são exemplos de companhias de sucesso a Volkswagen, Louis Vuitton Mœt Hennessy, e L'Oreal.

110. Como já discutido amplamente neste voto, a legislação brasileira admite a adoção de mecanismos como as ações sem valor nominal, ações preferenciais sem direito de voto e estruturas piramidais que permitem a flexibilização desse princípio. Por meio desses, repito, a própria legislação autoriza a concentração do poder político nas mãos de acionistas que não necessariamente terão contribuído proporcionalmente para a formação do capital social. E o caso da AZUL é claramente um exemplo dessa situação.
111. Inclusive, noto que a identificação dessa concentração de poder político poderia ensejar eventual discussão sobre a atribuição de voto plural às ações atualmente detidas pelo acionista controlador da Companhia. No entanto, afasto desde já a aplicação dessa tese, uma vez que, no caso ora analisado, não nos deparamos com a atribuição de qualquer privilégio em termos de número de votos a uma classe específica de ações[57], tal como preconizado pelo art. 110 da lei nº 6.404/1976[58].
112. Tal qual em qualquer outra companhia, atribui-se apenas um voto a cada ação ordinária e, tal qual em qualquer outra companhia cujo capital social é dividido em ações ordinárias e ações preferenciais sem direito de voto, pactuou-se a distribuição do capital social em respeito ao limite legal para a emissão de ações preferenciais. Fixou-se ainda o critério de conversão das ações ordinárias em ações preferenciais (tomando-se legitimamente como base a relação com o capital aportado na companhia) e, sem deixar de lado as ressalvas apresentadas neste voto, fixaram-se as vantagens atribuídas às preferenciais.
113. Finalmente, ainda quanto à flexibilização do princípio "uma ação, um voto" com base em mecanismos admitidos pela legislação brasileira, não se pode esquecer as inovações financeiras e o uso crescente de instrumentos derivativos. Mesmo que houvesse uma regra mandatária no Brasil estabelecendo uma proporcionalidade estrita entre o fluxo de caixa econômico e o poder político, isto não impediria que diferentes estratégias envolvendo derivativos decompussem e de fato separassem o fluxo de caixa e o direito de voto das ações. São exemplos os empréstimos de ações e os *swaps* de ações (*total return swap*). No caso dos empréstimos de ações, o tomador, em princípio, tem o direito de voto, podendo influenciar o resultado

de uma assembleia, enquanto quem empresta retém o direito econômico daquele ativo.

114. Observe-se que o uso de derivativos pode levar a situações nas quais o poder político é maior do que o interesse econômico (o chamado *empty voting*) ou, o contrário, o interesse econômico medido pelo fluxo de caixa é maior do que o poder político (propriedade escondida ou *hidden ownership*).
115. Dou estes exemplos porque me parece que a CVM deve refletir bem sobre as consequências de negar o registro de uma companhia sob o argumento de que há desproporção entre o poder político e o econômico. Será que esta decisão é razoável e proporcional? Esse é o nosso próximo tópico.

I.7 – Desrespeito aos Princípios da Razoabilidade e da Proporcionalidade

116. Finalmente, a SEP argumenta que o dividendo 75 vezes maior por ação preferencial em relação ao dividendo da ação ordinária não atende aos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade.
117. Para a SEP, "*uma diferença de 7.400% no dividendo a ser pago a cada uma das espécies de ações (preferenciais e ordinárias) ofende os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, basilares em nosso ordenamento jurídico*" (fl. 2.762).
118. Por outro lado, a lei nº 6.404/1976 dispõe - como uma das vantagens possíveis para que a ação preferencial possa ser admitida à negociação no mercado -, que o dividendo por ação das ações preferenciais seja pelo menos 10% superior aquele das ações ordinárias.
119. Entendo assim que a SEP está impondo limites não previstos no dispositivo a uma norma posta na lei ao afirmar que, no entendimento daquela Superintendência, a aplicação da regra feriria os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade.
120. Está muito além deste Voto uma discussão profunda sobre a diferença entre regra e princípio no direito. As observações desta seção baseiam-se na obra de Humberto ÁVILA para quem:

"As regras são normas imediatamente descritivas, primariamente retrospectivas e com pretensão de decisibilidade e abrangência, sempre centrada na finalidade que lhe dá suporte ou nos princípios que lhe são axiologicamente sobrejacentes, para cuja aplicação se exige a avaliação da correspondência entre a construção conceitual da descrição normativa e a construção conceitual dos fatos"[59].

121. Já os princípios,

"são normas imediatamente finalísticas, primariamente prospectivas e com pretensão de complementaridade e de parcialidade, para cuja aplicação se demanda uma avaliação da correlação entre o estado de coisas a ser promovido e os efeitos decorrentes da conduta havida como necessária à sua promoção"[60].

122. Conforme Humberto Ávila explica[61], não há necessariamente uma hierarquia na qual os princípios estão acima das regras. Não são apenas os princípios que carregam uma dimensão de peso. A dimensão valorativa e axiológica não é privativa dos princípios e está presente na aplicação das normas, tal como comprovam as interpretações extensiva e restritiva. O autor conclui que *"a dimensão de peso não é um atributo empírico dos princípios, justificador de uma diferença lógica relativamente às regras, mas resultado de juízo valorativo do aplicador"*. E aqui, no caso concreto da AZUL, temos que analisar as consequências valorativas de se recorrer aos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade.
123. Dois exemplos de decisões do Supremo Tribunal Federal ("STF") mostram que nem sempre os princípios prevalecem e são hierarquicamente superiores às regras[62]. No primeiro caso, depois do Poder Executivo prometer baixar a alíquota do imposto de importação, decidiu, por decreto, simplesmente majorá-la. Os contribuintes que haviam importado com base na promessa de redução da alíquota se insurgiram contra a aplicação da alíquota mais alta quando do desembaraço das mercadorias. A questão poderia ter sido resolvida com base no princípio da segurança jurídica para garantir a confiança do cidadão nos atos do Poder Público ou dar importância ao fato gerador do imposto e aplicar a norma vigente no momento do desembaraço. O STF adotou a tese do fato gerador[63].
124. O segundo caso dizia respeito à nova lei tributária publicada em edição do Diário Oficial ("DOU") posta à disposição do público no dia 31/12, mas cuja remessa para os contribuintes ocorreu apenas no dia 02/01. Os contribuintes alegaram que o princípio da anterioridade havia sido ferido. O STF, em vez de focar neste princípio, entendeu que havia uma diferença entre "publicação" e "distribuição". Entendeu o STF que o fato de o DOU não ter circulado, não impedia o conhecimento da lei pelo contribuinte, pois o conteúdo da lei já estava à disposição do contribuinte antes do final do ano[64].
125. Em suma, não é a simples existência de um princípio ou de uma regra que determina quais os elementos que devem ser privilegiados em uma determinada decisão. O determinante é a visão do aplicador diante do caso concreto.
126. O princípio da razoabilidade e o princípio da proporcionalidade, embora frequentemente mencionados conjuntamente, têm aplicações diferentes. O princípio da razoabilidade é utilizado na aplicação da igualdade para exigir uma relação de congruência. O exame da decisão deve verificar o critério e a medida. A razoabilidade é aplicável quando há um conflito entre o individual e o geral, entre a norma e a realidade por ela regulada.
127. Por exemplo, o STF deixou de dar seguimento à ação penal por ato de improbidade administrativa contra uma prefeita que foi denunciada por contratar um gari por nove meses sem realizar concurso público. No julgamento entendeu-se que exigir a realização de concurso público para contratar um gari feria o princípio da razoabilidade. No caso concreto, a regra para contratação de servidor público incidiu, mas a consequência de seu descumprimento não foi aplicada (a contratação não foi considerada nula) porque o procedimento adotado não comprometia a promoção do fim a que

se destina a norma, a proteção do patrimônio público. Este não deixou de ser protegido pela contratação de um gari por tempo determinado[65].

128. Já o princípio da proporcionalidade é aplicável nos casos em que exista uma relação de causalidade entre um meio e um fim. O princípio da proporcionalidade exige que o Poder Legislativo e Poder Executivo escolham, para a realização de seus fins, meios adequados necessários e proporcionais. Conforme Ávila:

"Um meio é adequado se promove o fim. Um meio é necessário se, dentre todos aqueles meios igualmente adequados para promover o fim, for o menos restritivo relativamente aos direitos fundamentais. E um meio é proporcional se as vantagens que promove superam as desvantagens que provoca"[66].

129. O exame da proporcionalidade pode ser sempre aplicado quando uma medida concreta destina-se a uma finalidade, devendo ser realizado o exame da adequação, necessidade, e proporcionalidade. O "fim" significa um estado desejado de coisas. Os princípios estabelecem justamente o dever de promover os fins. Um fim vago e indeterminado pouco permite avaliar se ele é promovido pela adoção de um meio.

130. Um exemplo ilustra a aplicação da proporcionalidade. O STF declarou inconstitucional lei que previa a obrigatoriedade de pesagem de botijão de gás a vista do consumidor, não só porque tal medida imporia um ônus excessivo às companhias, mas também porque a proteção aos consumidores poderia ser alcançada de forma menos restritiva, como, por exemplo, através da fiscalização por amostragem[67].

131. Neste tipo de ponderação, não há dúvidas de que o julgamento sobre o que será considerado vantagem e o que será considerado desvantagem é carregado de subjetividade. Passo a este julgamento no caso concreto da AZUL.

132. Para ponderar as vantagens e desvantagens de uma determinada medida, é importante entender qual o bem jurídico que está sendo protegido. O princípio da livre iniciativa, por exemplo, tão caro ao mercado de capitais, pressupõe para sua realização a liberdade de escolha e a autonomia das pessoas. Neste exemplo, a liberdade dos cidadãos - tanto àquela do empresário de se organizar da melhor forma que lhe aprouver dentro da lei, quanto a do investidor de aplicar seus recursos em ativos de sua escolha quando devidamente informado - é um valor a ser protegido.

133. Deve-se perguntar: qual o bem tutelado pela decisão da Área Técnica? Qual é o valor (do ponto de vista axiológico) que está sendo protegido? E que estado de coisas deve ser promovido? Não restou claro, a meu ver, qual o bem jurídico que a SEP busca proteger com o indeferimento ou qual valor deve ser promovido à luz do indeferimento do pedido. Pressuponho que seja o interesse dos minoritários já que a SEP menciona o "desalinhamento de interesses" entre os acionistas, decorrente da falta de proporcionalidade entre o poder econômico e o político na Companhia.

134. Na linha do que foi discutido acima sobre os princípios, cabem as seguintes questões:

- a. o indeferimento do pedido da Companhia é o meio adequado e necessário para se atingir a proteção deste acionista minoritário? Esta é a maneira menos gravosa para se atingir os mesmos objetivos?
 - b. as vantagens do indeferimento superam as desvantagens?
135. A meu ver a proibição do registro não é a melhor forma de proteger o minoritário, pois o está privando de poder investir numa companhia que pode lhe ser atraente. Um potencial investidor pode ver a AZUL como uma companhia com gestão diferenciada, dividendos potencialmente maiores, crescimento, e outras tantas virtudes. Outro investidor pode ver a estrutura de governança da companhia de forma negativa e não investir nas ações da Companhia. Cabe à Companhia informar o mercado de maneira clara e acessível sobre as suas particularidades e à CVM fiscalizar esta obrigação por parte da Companhia. Lembro que estes dispositivos estatutários já estão no estatuto da AZUL, companhia hoje fechada, na qual há um grupo de investidores estratégico e profissionais que aderiram a estes dispositivos estatutários.
136. São os investidores que devem julgar a governança da Companhia e não cabe à CVM prejudicá-la, imaginando o que pode ocorrer no futuro. Caso o acionista controlador, impulsionado pelo potencial "desalinhamento de interesses", descumpra os seus deveres e as suas responsabilidades previstas em lei, cabe então a esta Autarquia instaurar o devido processo, como o faria para qualquer outra companhia aberta.
137. Se não é certo que os acionistas minoritários se beneficiarão de tal proibição, do ponto de vista da Companhia, a decisão é extremamente gravosa porque a impede de acessar o mercado de capitais. Assim sendo, concluo que as desvantagens do indeferimento são maiores do que as vantagens e que, neste sentido, a decisão da SEP não me parece ser a mais razoável e proporcional entre as possibilidades a seu alcance.
138. Adicionalmente, à luz do princípio da razoabilidade, o juiz (ou o intérprete em geral), *"para averiguar qual a norma aplicável ao caso particular submetido à sua jurisdição (...), tem que ver quais são as normas, pertencentes ao ordenamento jurídico positivo a ser aplicado no caso concreto, que ao dirimir o conflito estejam em consonância com os valores albergados e priorizados por este mesmo ordenamento"*[68]. Neste sentido e também sob essa perspectiva, entendo que o que já foi abordado no decorrer deste voto é suficiente para evidenciar a razoabilidade e a proporcionalidade de se reconhecer a licitude da estrutura societária aqui analisada.

II – Governança, Estatuto da Companhia e Formulário de Referência

139. As companhias constroem as suas reputações ao longo do tempo. Apenas a prática dirá se uma determinada companhia tem ou não boa governança. A AZUL pretende se listar no Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, sinalizando para o público que terá governança diferenciada. São instrumentos que auxiliam a construção desta reputação tanto a ampliação dos direitos dos acionistas minoritários para além daqueles

exigidos por lei como também através da introdução de estruturas de governança corporativa.

140. A Companhia anexou em seu Recurso as regras de governança corporativa que prevalecerão após eventual oferta pública de ações (IPO) (fls. 2.706-2.711). Entre as propostas da Companhia estão (i) a eleição de conselheiros em sua maioria independentes ou nomeados pelos minoritários; e (ii) a criação, no estatuto, dos comitês de auditoria, remuneração e governança corporativa, coordenados por conselheiros independentes e também compostos por maioria de conselheiros independentes. Além, disso, ao aderir ao Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, as ações preferenciais terão o direito de voto para determinadas matérias elencadas no parágrafo 9º do art. 5º da minuta do estatuto, em linha com o disposto no art. 4.1, ("vi"), do Regulamento de Listagem do Nível 2[69].
141. As ações preferenciais - além do direito de receber dividendo equivalente a 75 vezes o valor pago a cada ação ordinária e do direito de serem incluídas na oferta pública, em caso de alienação do controle da Companhia, recebendo 75 vezes o valor pago à ação ordinária -, gozam ainda das seguintes vantagens: (i) prioridade no reembolso do capital [art. 5º, parágrafo 10º, (i) da minuta de estatuto da AZUL]; e (ii) direito ao recebimento de valor equivalente a 75 vezes o valor atribuído às ações ordinárias em caso de liquidação da Companhia [art. 5º, § 10º, (iii) da minuta de estatuto da AZUL].
142. Um dos direitos essenciais de todo acionista é participar do acervo líquido da companhia em caso de liquidação consoante o art. 109, II da lei nº 6.404/1976[70]. Se todas as ações são ordinárias ou se não há preferenciais com prioridade no reembolso, o acervo líquido da companhia será rateado igualmente entre todos os acionistas.
143. Se há ações preferenciais com prioridade no reembolso do capital, o acervo líquido é rateado em primeiro lugar para esta espécie de ação, e somente o saldo remanescente (qual seja, aquele que exceda o valor atribuído prioritariamente àquelas ações preferenciais) poderá ser atribuído às demais ações. No caso concreto, caso haja saldo a ser rateado, este seria distribuído conforme o disposto no estatuto (no caso, na proporção de 75:1 entre preferencialistas e ordinaristas).
144. É importante notar, contudo, que quando as ações não tem valor nominal, é necessário, para que se dê efetividade à prioridade, que o estatuto defina o valor do reembolso prioritário. Bulhões Pedreira e Lamy Filho ensinam[71]: "*Se o estatuto confere à preferencial prioridade no reembolso de ação sem valor nominal, mas não determina a importância a reembolsar, não satisfaz ao requisito legal sobre estipulação das vantagens ou preferências da ação preferencial*". Assim, o estatuto deve estipular com clareza a quantia que será prioritariamente distribuída às ações preferenciais em caso de reembolso.
145. O art. 5º, parágrafo 10º (i) da minuta de estatuto da AZUL prevê que as ações preferenciais da Companhia terão "*prioridade no reembolso de capital*", mas não determina o valor da importância a ser prioritariamente reembolsada a essas ações. Dado que as ações da AZUL não possuem valor nominal, entendo que, em tese, a vantagem prevista na referida minuta, na

forma com que o referido comando encontra-se redigido, parece não atender ao art. 17, II, da lei nº 6.404/1976, devendo a Companhia e a Área Técnica verificarem esse ponto.

146. A despeito de todos os benefícios acima, observo que, no caso de oferta pública de aquisição de ações (OPA) a ser efetivada pelo Acionista Controlador ou pela Companhia, para o cancelamento de registro de companhia aberta, ou, ainda, para saída do segmento de listagem Nível 2 de governança corporativa, "*o preço mínimo a ser ofertado deverá corresponder ao Valor Econômico apurado em laudo de avaliação nos termos da sistemática adotada pelo Segmento Nível 2*". Nestes casos (arts. 41 e 42), a minuta do estatuto não diferencia entre o valor a ser pago às ações preferenciais e às ações ordinárias, de forma que não está claro se a proporção de 75:1 se aplicaria nestes casos - embora não faça muito sentido lógico ou sistemático que na avaliação do valor das ações, o avaliador não leve em consideração as vantagens econômicas da ação preferencial no caso concreto.
147. O atual Acordo de Acionistas da companhia prevê que a maioria dos acionistas preferencialistas celebrantes do acordo deve aprovar: (i) qualquer alteração no contrato de trabalho do CEO e também acionista controlador David Neeleman; (ii) futuros planos de opção; (iii) qualquer remuneração acima de USD 500.000,00 por ano para o CEO e o CFO da Companhia. Observo que a competência do recém-criado Comitê de Remuneração (CR) do Conselho de Administração é limitada a acompanhar, organizar, administrar e interpretar o Plano de Outorga de Opções, não opinando ou participando da estratégia de remuneração ou sobre eventuais bônus a serem pagos aos principais executivos. O art. 5º, parágrafo 9º da minuta de estatuto dispõe que os acionistas preferencialistas decidem, em conjunto com os acionistas ordinários, a remuneração global dos administradores da Companhia.
148. Por outro lado, o Comitê de Auditoria tem amplas competências em linha com as melhores práticas de governança corporativa. O também recém-criado Comitê de Governança (CG) tem competências elásticas e incluem (i) analisar e se manifestar sobre situações de potencial conflito de interesse entre conselheiros e a Companhia; (ii) opinar sobre a realização de qualquer negócio entre, de um lado, os acionistas ou diretores da Companhia ou partes relacionadas, e de outro, a Companhia ou suas controladas, quando essas operações estiverem fora do curso ordinário de negócios de uma companhia atuante no setor da AZUL; e (iii) opinar sobre a contratação de obrigações financeiras não contempladas no plano anual ou no orçamento da Companhia ou de suas controladas e cujo valor seja superior a US\$ 200.000.000,00 (art. 30, "d", da minuta do estatuto).
149. Em suma, a AZUL está adotando práticas de governança corporativa que almejam mitigar o "potencial conflito entre o acionista controlador e os minoritários". No meu sentir, os conflitos nas estruturas societárias em que o controlador tem um interesse político maior do que econômico, ou nas quais a administração busca benefícios particulares em prejuízo dos acionistas são bem conhecidas e permeiam a vida societária no Brasil e no exterior. Cabe

ao mercado precificar esta estrutura. Os eventuais abusos estarão sujeitos à revisão tanto por esta Autarquia quanto pelo judiciário.

III – Os Argumentos da PFE

150. Nesta seção, discuto os argumentos apresentados no Parecer da PFE (fls. 2.785-2.815) que ainda não foram abordados acima.
151. Concordo com o ilustre procurador, quando afirma que o capital social é uma cifra e também uma *medida* com relação à qual se aferem os direitos dos sócios (numa sociedade essencialmente capitalista, como é a sociedade anônima, quem tem mais ações tem mais direitos). Contudo, discordo da interpretação segundo a qual "*a redução do limite de emissão de ações preferenciais continuou a ter como enfoque a relação entre participação no capital social e poder político na companhia*".
152. Não há dúvida de que uma das dimensões do capital social é ser uma cifra em moeda nominal que representa a contribuição econômica dos sócios. Já o poder político depende do número de ações a que o acionista terá direito, o qual variará em função do preço de emissão de cada uma das espécies de ações nos termos do art. 1º da lei nº 6.404/1976 e conforme discutido acima. Frequentemente, há uma proporcionalidade entre o poder econômico e o político, mas não necessariamente, mesmo nas companhias que emitem apenas ações ordinárias, tal como visto na seção I.1.
153. No meu entendimento, a principal luta e conquista dos acionistas preferencialistas na reforma de 2001 não está ligada ao poder político, porque as ações preferenciais, regra geral, não têm o poder de votar. Estes acionistas não estão interessados em participar da gestão da companhia. Seu interesse primário é a valorização de suas ações e o recebimento do dividendo a que tem direito. O foco da reforma era outorgar de fato uma vantagem econômica palpável para compensar o não exercício do poder político e também diminuir os abusos que ocorreram após a privatização através do chamado fechamento de capital branco e práticas de governança duvidosas. Chegou-se mesmo, durante as discussões no Congresso, a se propor o fim das ações preferenciais.
154. A PFE também tem razão quando afirma que "*a regra de limitação de emissão de ações preferenciais é de natureza cogente*". De fato, o número de ações preferenciais sem direito a voto ou sujeitas a restrição no exercício deste direito que podem ser emitidas por uma companhia não pode ultrapassar 50% do total (art. 15, § 2º da Lei Societária). O que não é cogente é a regra de distribuição de lucro entre os acionistas. A partir deste tratamento divergente, em que se admite o dividendo por ação superior para a ação preferencial, é possível imaginar diferentes preços de emissão, daí resultando a quebra da proporcionalidade entre o poder político e o econômico, que, diga-se de passagem, pode resultar de outros mecanismos.
155. Quanto ao argumento de que os direitos patrimoniais oferecidos pela AZUL aos acionistas minoritários apenas "*compensam a proporção de 75:1 prevista no estatuto, não se podendo falar em efetiva atribuição de vantagem*", entendo, data máxima vênia, é equivocada. Esta proporção apenas reflete a contribuição dos acionistas minoritários para a formação do

capital social até a aquisição da TRIP conforme proporção explicada na nota de rodapé 45 na seção I.4 deste Voto.

156. E não poderia ser diferente! Nenhum investidor abre mão do retorno sobre o capital aplicado. Assim, se os acionistas preferencialistas contribuíram econômica e patrimonialmente por ação na proporção de 75:1 em relação às ações ordinárias, é natural que o retorno econômico esperado deste investimento, na forma de dividendos ou participação no acervo líquido (em caso de liquidação), respeite esta proporção. Se esta última não fosse respeitada, os preferencialistas estariam transferindo riqueza para os ordinaristas. Observe-se que tal discrepância pode ocorrer com qualquer ação preferencial que tem dividendo diferenciado e cujo preço de emissão reflita este direito ao fluxo de caixa.
157. Quanto ao cálculo a ser utilizado por ocasião das assembleias, se com base no número de ações ou no aporte econômico, não há dúvidas de que é com base no primeiro. Não é de hoje que há divergências entre o poder político e o poder econômico no Brasil. Nas assembleias, o voto é da ação e não da proporção do dividendo a que aquela ação tem direito.
158. Concordo plenamente com a citação da PFE, segundo a qual

"A CVM, obedecendo aos postulados da economia de mercado, persegue um mercado de valores mobiliários eficiente, que, para tanto, precisa ser livre, competitivo e informado, e deseja também um mercado confiável como resultado de uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam" (fl. 2.812).

159. E ainda, concordo com a afirmação de que a CVM tem o poder de identificar riscos ao regular o funcionamento do mercado e tomar as medidas cabíveis.
160. No passado, a PFE já se pronunciou, em decisão confirmada pelo Colegiado desta Autarquia, que é no momento do pedido de registro que a validade das cláusulas estatutárias deve ser avaliada (Processo CVM nº RJ2001/3270, julgado em 09/07/2002). Neste sentido, é importante que a validade dos dispositivos do estatuto da AZUL e as informações prestadas, em particular, em seu Formulário de Referência reflitam os dispositivos da lei e da regulamentação.

IV – Conclusão

161. Devido à extensão deste Voto, resumo-o aqui.
162. A estrutura proposta pela Companhia é inovadora e atende as suas necessidades particulares tendo em vista as qualificações de seus administradores e o aporte de capital dos atuais acionistas minoritários que permitiram o crescimento da Companhia até aqui. Para continuar esse crescimento, a Companhia pediu o registro de companhia aberta.
163. A Área Técnica entendeu que o art. 5º, em conjunto com parágrafos 3º e 9º do estatuto da Companhia, não atendia ao disposto no art. 15, § 2º

da lei nº 6.404/1976 e indeferiu o pedido de registro. No início deste Voto reporto os argumentos da SEP.

164. Ao longo deste Voto, procurei destacar aspectos legais e de governança corporativa que permearam o posicionamento da SEP e, posteriormente, da PFE. O meu entendimento, em apertada síntese, foi o seguinte:

- a. 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. Em consequência, a alteração da redação do art. 15, § 2º da lei nº 6.404/1976 era necessária para deixar claro que o limite percentual de ações preferenciais não mais se referia ao capital social, mas sim ao total de ações da companhia.
- b. A principal conquista dos acionistas preferencialistas na reforma da Lei Societária de 2001 não está ligada ao poder político, porque as ações preferenciais, em regra geral, não têm o poder de votar. Estes acionistas não estão interessados em participar da gestão da companhia. Seu interesse primário é a valorização de suas ações e o recebimento do dividendo a que tem direito. E foi isto que a reforma de 2001 da lei proporcionou ao estabelecer como uma das vantagens das ações preferenciais admitidas à negociação no mercado, o dividendo por ação pelo menos 10% maior do que aquele da ação ordinária. A lei criou um piso, não um teto. Não caberia a CVM estabelecer limites quando a lei não o estabeleceu.
- c. Entendo que, ao menos em tese, o art. 35 da minuta do estatuto social da AZUL, anexado ao Recurso da Companhia está em desconformidade com o art. 202, § 1º da lei 6404/1976 em combinação com o art. 19, ao, aparentemente, não estabelecer de forma clara e precisa o critério para determinação do dividendo a ser distribuído aos acionistas.
- d. Como o acionista controlador detém a maioria dos votos na assembleia geral e detém reduzida participação econômica no fluxo de caixa a ser gerado pela Companhia, a SEP muito corretamente exigiu que a Companhia incluísse discussão na seção de risco do Formulário de Referência sobre o potencial conflito entre o acionista controlador e os minoritários (fl. 1.373, seção 4.1.b do Formulário de Referência).
- e. Embora a maioria dos dispositivos da lei nº 6.404/1976 contenha normas cogentes, prevalece a liberdade de contratar no que diz respeito à repartição do resultado da atividade social entre os acionistas.
- f. O fato do Sr. Neeleman abrir mão de eleger a maioria dos conselheiros, para fazê-lo, em conjunto, com seus sócios minoritários, celebrantes de acordo de acionistas, em nada altera o fato de que ele é o acionista controlador respondendo por eventual dano causado por atos praticados com abuso de poder conforme o disposto no art. 117 da lei nº 6.404/1976. Como administrador, ele ainda responde pelo descumprimento dos deveres de diligência, de lealdade e de informar

(arts. 153, 155 e 157), por desvio de poder (art. 154), e por infração ao disposto no art. 156 sobre conflito de interesses.

- g. Não cabe a esta CVM indeferir pedido de registro de companhia aberta sob o argumento de que a estrutura societária de uma companhia apresenta um potencial desalinhamento de interesses entre o acionista controlador e os minoritários. Desvios do que é percebido potencialmente pelo mercado como pobre governança devem ser devidamente precificados pelo mercado. Já o descumprimento dos deveres do acionista controlador e dos administradores deve ser prontamente apurado e julgado no devido processo sancionador conduzido por esta Autarquia.
 - h. Para ponderar as vantagens e desvantagens de uma determinada medida, é importante entender qual o bem jurídico que está sendo protegido. O princípio da livre iniciativa, por exemplo, tão caro ao mercado de capitais, pressupõe para sua realização a liberdade de escolha e a autonomia das pessoas. Neste exemplo, a liberdade dos cidadãos é um valor a ser protegido.
 - i. Não é certo que os acionistas minoritários se beneficiarão do indeferimento do pedido de registro da Companhia. Do ponto de vista da Companhia, a decisão é extremamente gravosa porque a impede de acessar o mercado de capitais. Assim sendo, concluo que as desvantagens do indeferimento são maiores do que as vantagens e que neste sentido, a decisão da Área Técnica não me parece ser a mais razoável e proporcional entre as possibilidades a seu alcance.
165. Pelo acima exposto, voto pela legalidade do art. 5º do estatuto da AZUL. Não obstante, conforme discutido acima, recomendo que a SEP, ao dar prosseguimento em sua análise do pedido de registro de companhia aberta à AZUL avalie, com a devida concessão à Companhia do direito de se manifestar:
- a. se o art. 35 da minuta do estatuto da Companhia atende o art. 202 , § 1º, combinado com o art. 19, ambos da lei nº 6.404/1976, descrevendo com precisão e minúcia a forma do pagamento do dividendo; e
 - b. se o art. 5º, parágrafo 10º da minuta de estatuto confere a prioridade prevista nos termos do art. 17, II, da lei nº 6.404/1976.

É o meu Voto.

Rio de Janeiro, 28 de janeiro de 2014

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

Diretora

[1]A Companhia usa como fundamento a seguinte doutrina: CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei das sociedades anônimas: 1º Volume – arts. 1º a 74*. 6ª Ed. Rev. e Atual. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 278; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e demonstrações financeiras da companhia*. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p.403; e [1]

RECURSO CONTRA DECISÃO DA SEP - REGISTRO INICIAL DE EMISSOR DE VALORES MOBILIÁRIOS – AZUL S.A. – PROC. RJ2013/5993

Reg. nº 8923/13

Relator: SEP (pedido de vista DLD)

Tendo em vista a manifestação de impedimento do Presidente Leonardo Pereira, a Diretora Ana Novaes atuou como Presidente em Exercício, de acordo com o Decreto de 28.01.14.

Trata-se de recurso interposto pela Azul S.A. ("Azul" ou "Companhia") contra decisão da Superintendência de Relações com Empresas – SEP que indeferiu o Pedido de Registro Inicial de Companhia Aberta – Categoria "A" apresentado pela Companhia. A Diretora Ana Novaes, que havia solicitado vista do processo em 19.11.2013, apresentou manifestação de voto em 28.01.2014, quando a Diretora Luciana Dias solicitou vista dos autos.

A Diretora Luciana Dias apresentou manifestação de voto opinando pela legalidade do art. 5º do estatuto social da Azul e, conseqüentemente, pelo provimento ao recurso da Companhia. Para a Diretora, a interpretação do art. 15, § 2º da Lei nº 6.404/1976 proposta pela Companhia seria mais adequada do que a abordagem histórica apresentada pela SEP por, pelo menos, três motivos.

Em primeiro lugar, a Diretora Luciana Dias ressaltou que a existência somente de ações ordinárias não garante o alinhamento de interesses. Após discutir alguns mecanismos utilizados para alavancar os poderes políticos de certos grupos dentro de uma companhia, a Diretora entendeu que a estrutura da superpreferencial proposta pela Azul seria mais transparente e mais direta que a maioria dos outros mecanismos de dissociação entre poder político e contribuição econômica presentes no Brasil, além de a Azul ter implementado outras estruturas de governança para garantir o alinhamento de interesses entre controladores, preferencialistas e administradores.

Em segundo lugar, a Diretora Luciana Dias entende que a interpretação feita pela SEP do art. 15, §2º da Lei nº 6.404, de 1976 não é necessária, tendo em vista o atual estágio de desenvolvimento dos padrões de governança corporativa no Brasil, no qual os segmentos de listagem funcionam como mecanismos relativamente eficientes de selecionar aquelas companhias que conferem a todos os seus acionistas direito de voto, bem como identificar aqueles cujas características especiais justificam uma estrutura de capital diferente, como é o caso da Azul.

Finalmente, a Diretora Luciana Dias entende que a interpretação da SEP não deve ser adotada porque frustra o objetivo último da reforma de 2001 que deu ao art. 15, § 2º da Lei nº 6.404/1976 sua atual redação, que era de

alinhar interesses dentro das companhias. A Diretora ressalta que a estrutura adotada pela Azul é um dos mecanismos utilizados pela indústria de private equity para viabilizar arranjos nos quais a contribuição de cada sócio não se resume aos recursos aportados e, por isso, o alinhamento de interesses não se dá na proporção da contribuição financeira de cada sócio. A Diretora ressalta que há evidências teóricas e empíricas de que as estruturas de capital resultantes dos arranjos contratuais típicos de private equity alinham interesses e melhoram o desempenho da companhia. Essas evidências seriam, na visão da Diretora Luciana Dias, mais um argumento para se interpretar o art. 15, §2º da Lei nº 6.404, de 1976, de forma literal, admitindo a estrutura de capital proposta pela Azul.

Por outro lado, a Diretora Luciana Dias discordou do voto da Diretora Ana Novaes, no tocante aos indícios de irregularidade identificados no estatuto social da Azul.

Com relação à cláusula estatutária de destinação de resultados e dividendos, a Diretora Luciana Dias entende que a atual redação não fere o art. 19 ou o art. 202, §1º da Lei nº 6.404, de 1976. O art. 19 trata das vantagens, preferências ou restrições das ações preferenciais, e o art. 35 do estatuto da Azul trata da destinação dos resultados, assim, o art. 35 do estatuto se refere a todas as ações e não àquilo que é específico às preferenciais. Já o art. 202, §1º determina que o dividendo obrigatório esteja definido com precisão e minúcia. O dividendo mínimo obrigatório da Azul (0,1% do lucro líquido do exercício) estaria, no entender da Diretora, devidamente descrito no estatuto social da Azul, não sendo obscuro ou incompatível com a lei. A Diretora assinala que a Lei nº 6.404, de 1976, regula de forma bastante detalhada a destinação de resultados, havendo pouca flexibilidade para as companhias disciplinarem a matéria. As companhias somente teriam a liberdade de regular o dividendo obrigatório e criar reservas estatutárias – todo o resto do regime legal está previsto em lei e não precisaria ser replicado no estatuto.

Com relação ao reembolso de capital, a Diretora Luciana Dias também entende que a regra prevista no estatuto da Azul não é incompatível com o regime legal. A Diretora ressalta que o estatuto da companhia transcreve literalmente o dispositivo legal e, por isso, poderia estar incompleto, mas não ilegal. Ainda, com o intuito de verificar se seria razoável esperar que, na prática, a interpretação da Diretora Ana Novaes fosse diretamente adotada pelos destinatários da Lei nº 6.404, de 1976, e, com isso, avaliar a cautela com que a questão deve ser analisada, a diretora verificou que das 22 empresas listadas no segmento de listagem Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, o qual admite a emissão de ações preferenciais, 20 preveem em seus estatutos a prioridade no reembolso de capital nos mesmos termos adotados pela Azul. Por fim, a Diretora ressalta que parte da doutrina entende que o do reembolso prioritário se dá pelo valor do capital social dividido pelo número de ações. Para a Diretora, esta é uma interpretação possível e razoável do comando e que, na falta de outro

critério estabelecido em estatuto, poderia ser adotada, no momento da liquidação da companhia, pelo juiz ou liquidante que a conduz para divisão do acervo remanescente.

Por fim, a Diretora Luciana Dias discordou do comentário da Diretora Ana Novaes acerca das regras do estatuto da Azul que tratam de uma eventual oferta pública para cancelamento de registro de companhia aberta ou para saída de segmento. A Diretora Luciana Dias entendeu que a diferença de tratamento estatutário feita pela Companhia em relação aos diferentes tipos de OPA está correta. O preço da OPA por alienação de controle tem por base o valor pago ao controlador pelas ações do bloco de controle, e não uma avaliação do valor intrínseco dessas ações. A Diretora Luciana Dias assinalou que a avaliação a valor justo, como determina o art. 4º, §4º da Lei nº 6.404, de 1976, ou econômico, como determina o Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa, pode adotar diferentes métodos e, portanto, não é possível determinar a priori qual a razão entre o preço de ações preferenciais e ordinárias. Ainda que, dependendo do método utilizado, o resultado da avaliação tenda a se aproximar da proporção 1:75, a Diretora reconhece que, de acordo com as condições da Companhia e com o método de avaliação, tal resultado poderá variar e não necessariamente corresponderá à atribuição às ações preferenciais de valor 75 vezes superior ao valor de uma ação ordinária.

O Diretor Roberto Tadeu Antunes acompanhou o voto da Diretora Ana Novaes.

Ao final, o Colegiado unanimemente deliberou pela legalidade do art. 5º do estatuto social da Azul, dando provimento ao recurso da Companhia. O Colegiado decidiu ainda, por maioria, recomendar que a SEP, ao dar prosseguimento em sua análise do pedido de registro de companhia aberta à AZUL avalie, com a devida concessão à Companhia do direito de se manifestar, (i) se o art. 35 da minuta do estatuto da Companhia atende o art. 202, § 1º, combinado com o art. 19, ambos da Lei nº 6.404, de 1976, descrevendo com precisão e minúcia a forma do pagamento do dividendo; e (ii) se o art. 5º, parágrafo 10º da minuta de estatuto confere a prioridade prevista nos termos do art. 17, II, da Lei nº 6.404, de 1976, vencida a Diretora Luciana Dias, que entendeu que o estatuto da Companhia atendia ao disposto na lei societária.

CLIQUE [AQUI](#) PARA VISUALIZAR O VOTO DA DIRETORA ANA NOVAES

CLIQUE [AQUI](#) PARA VISUALIZAR O VOTO DA DIRETORA LUCIANA DIAS

Processo CVM nº RJ2013/5993
(Reg. Col. nº 8923/2013)

Interessada: Azul S.A.

Assunto: Recurso contra indeferimento de Pedido de Registro Inicial de Emissor de Valores Mobiliários - Categoria A - Sem Oferta Concomitante

Declaração de Voto

I. O caso.

1. Trata-se de recurso da Azul S.A. ("Azul" ou "Companhia") contra decisão da SEP que indeferiu pedido de registro de emissor de valores mobiliários, categoria A, com base no fato de que o art. 5º, §§3º e 10º do estatuto da Companhia (transcrito na seção II abaixo) infringiria o disposto no art. 15, §2º da Lei nº 6.404, de 1976. Referido comando legal determina 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.*"
2. A SEP argumenta que, embora o estatuto da Companhia pareça respeitar o conteúdo literal desse dispositivo, "*em essência, o art. 15, §2º da Lei nº 6.404, de 1976, não trata somente da proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico, ou seja, de que o poder político deve guardar uma relação com o volume de recursos aplicados no negócio.*"
3. De outro lado, com base numa leitura mais literal do comando contido no art. 15, §2º da Lei nº 6.404, de 1976, a Companhia defende que, embora a lei tenha disciplinado o piso para as vantagens econômicas das preferenciais, não estabeleceu um teto para tais vantagens e, por isso, o conteúdo do art. 5º do estatuto da Companhia estaria dentro da margem de discricionariedade dos acionistas e seria perfeitamente lícito e legítimo.
4. Assim, a primeira e a mais importante questão a ser respondida no presente caso é qual a melhor interpretação do art. 15, §2º da Lei nº 6.404, de 1976: de um lado, aquela que, respeitado o comando literal da lei de manutenção de uma proporção numérica entre ações preferenciais e ordinárias, permite uma grande desproporção econômica entre as diferentes espécies de ações ou, de outro, aquela que tenta preservar alguma relação entre participação política e econômica dentro de uma companhia, com fundamento na finalidade do comando normativo.
5. Adicionalmente, há outras três questões levantadas pela diretora Ana Novaes que merecem ser enfrentadas: a primeira sobre a cláusula do estatuto da Azul que disciplina a destinação dos lucros líquidos; a segunda sobre a eventual oferta pública para cancelamento de registro de companhia aberta ou para a saída do Nível 2 da BM&FBOVESPA; e a terceira com relação à cláusula de atribuição de prioridade no reembolso de capital às preferenciais nas hipóteses em que essas ações não tenham valor nominal. Acredito que, se houvesse no estatuto ilegalidades não apontadas pela SEP, o Colegiado poderia, assim como fez a diretora Ana Novaes, recomendar que a SEP reexaminasse tais questões e eventualmente pedisse para a Companhia

corrigi-las. No entanto, como argumentarei no decorrer do voto, discordo que os pontos levantados pela diretora sejam ilegalidades.

II. A superpreferencial.

6. De acordo com a minuta de estatuto acostada aos autos, o capital social da Companhia é dividido em 464.482.529 ações ordinárias e 83.395.080 ações preferenciais, todas nominativas e sem valor nominal. Mais de 50% das ações da Azul, portanto, são ordinárias e não sofrem qualquer restrição ao direito de voto.
7. No entanto, o art. 5º, §10º do estatuto da Companhia estabelece que as ações preferenciais, embora em número inferior às ações ordinárias, terão: "(...) (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". O art. 5º, §3º, por sua vez, estabelece que "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".
8. Por conta dessas cláusulas estatutárias, economicamente, uma ação preferencial da Azul equivale a 75 ações ordinárias. Em função disso, a SEP entende que "em essência" a estrutura de capital da Companhia infringiria a Lei nº 6.404, de 1976.
9. Para corroborar sua posição, a SEP traz citações do Relatório do Deputado Emerson Kapaz, relator do projeto de lei substitutivo que veio a se transformar na Lei nº 10.303, de 2001. A SEP menciona ainda diversos comentadores que confirmam a tese de que, ao menos à época da reforma que introduziu o atual texto do art. 15, §2º da Lei nº 6.404, de 1976, o entendimento majoritário da doutrina era de que a alteração desse dispositivo visava aumentar a porcentagem do capital necessária para que um acionista garantisse o poder de controle, na tentativa de alinhar os interesses políticos e econômicos dentro de uma companhia (ver relatório RA/CVM/GEA-2/Nº 131/2013).
10. Em outras palavras, para fundamentar o seu posicionamento, a SEP se vale, sobretudo, do entendimento em vigor na época da alteração normativa, o qual, a meu ver, não pode ser analisado de forma dissociada do contexto jurídico e econômico no qual foi construído. As reformas da Lei nº 6.404, de 1976 foram debatidas diante de um contexto interno e externo muito particular. De um lado, no cenário interno, o mercado no final da década de 90 estava bastante deteriorado[1], em muito pela percepção de que o regime legal não oferecia aos investidores as proteções e garantias adequadas. Essa percepção de expropriação permanente dos acionistas

minoritários foi reforçada pela reforma de 1997, introduzida pela Lei nº 9.457, que retirou dos acionistas minoritários diversos direitos com o objetivo de facilitar o processo de privatização. Nesse contexto, era preciso um movimento forte de reafirmação de boas práticas de governança corporativa e proteção aos minoritários para que o mercado de valores mobiliários brasileiro tivesse alguma chance de recuperação.

11. A edição da Lei nº 10.303, de 2001, foi parte desses esforços. No entanto, como toda lei, ela é resultado de um grande debate não só técnico, mas também político e, diante da impossibilidade de atender às posições contraditórias defendidas pelos diversos interessados, muitas vezes, a Lei nº 10.303, de 2001, acabou por adotar soluções de compromisso. As citações da SEP demonstram que o art. 15, §2º da Lei nº 6.404, de 1976, foi assumidamente uma solução de compromisso entre o projeto original, apresentado pelo Deputado Luiz Hauly propondo a extinção das ações preferenciais, e o regime vigente à época, que admitia até 2/3 das ações com restrições ao direito de voto.
12. De outro lado, no cenário externo, as discussões mais acaloradas giravam em torno de temas como democracia societária, ativismo e a agenda permanente de acionistas institucionais em relação ao tema de "uma ação, um voto". A diretora Ana Novaes descreve a tentativa da *Securities and Exchange Commission* - SEC de instituir regra para assegurar que companhias listadas não restringissem o direito de voto de seus acionistas, no final dos anos 80, por meio da *regulation 19c-4*. Referida regra foi considerada inválida pela *United States Court of Appeals for the District of Columbia* em junho de 1990, porque a SEC teria entrado na competência regulatória dos Estados Americanos, usurpando, portanto, os limites de sua competência[2].
13. Esse debate também era relevante e acalorado na Comunidade Europeia. Por pelo menos duas vezes, no passado recente, a proposta de que todas as ações de companhias listadas na Europa conferissem direitos políticos iguais foi oficialmente debatida. Primeiro, em 2003, quando, aproveitando o momento político mais aberto a reformas por conta da crise de governança de empresas americanas e dos movimentos regulatórios que resultaram no *Sarbanes-Oxley Act*, de 2002, a Comissão Europeia tentou incluir a adoção do princípio "uma ação, um voto" na agenda de reformas de direito societário e governança corporativa. A tentativa falhou, em especial, por oposição dos países escandinavos[3]. Depois, em 2005, o assunto foi novamente discutido por Charlie McCreevy, Comissário Europeu, que assumiu o cargo disposto a retomar projeto de implementar em todos os Estados Membros o princípio de "uma ação, um voto". Novamente a proposta foi deixada de lado. A diretora Ana Novaes também descreveu em detalhes o estudo encomendado pelo Comissário que, por fim, acabou sendo usado para justificar o abandono da proposta de impor aos Estados Membros da União Europeia a proibição de restrição ao direito de voto.
14. As reformas de 2001 ocorridas no Brasil, ao menos em relação aos direitos políticos dos acionistas minoritários, foram influenciadas por esse movimento global de "uma ação, um voto" e os comentários que a doutrina fez à época refletirem isso. Por essa razão, a SEP entendeu que as ações preferenciais de

emissão da Azul, ao conferirem direitos econômicos 75 vezes superiores aos das ações ordinárias e, portanto, permitirem que o controlador comande a Companhia com uma parcela muito pequena do capital social (nas contas da SEP, esse número poderia ser tão baixo quanto 0,7% do capital social) infringiriam a essência da lei, a qual pretendia estabelecer um equilíbrio entre direitos econômicos e políticos.

15. Embora exista uma pluralidade de métodos interpretativos legítimos^[4] que podem chegar a conclusões bastante distintas sobre o conteúdo de um mesmo comando, a interpretação mais histórica apresentada pela SEP não me parece ser a mais adequada. A leitura proposta pela Companhia parece uma solução melhor para alcançar os objetivos do legislador de 2001 no contexto do mercado brasileiro atual. Há, ao menos, três motivos para isso.
16. O primeiro é o fato de que a existência somente de ações ordinárias não garante o alinhamento de interesses. Embora uma estrutura de capital na qual todos os acionistas tenham os mesmos direitos políticos e econômicos possa, na maioria dos casos, contribuir para um maior alinhamento, há inúmeros mecanismos possíveis para alavancar os poderes políticos de certos grupos dentro da companhia. As estruturas piramidais talvez sejam a forma mais comum de alavancar direitos políticos em companhias brasileiras e já foram exploradas no voto da diretora Ana Novaes.
17. É possível alavancar direitos políticos de inúmeras outras formas. Uma forma bastante comum em outros países e que já começamos a perceber no mercado brasileiro é a utilização de contratos que alocam a exposição econômica para um sujeito e os direitos políticos para outro, tais como derivativos ou contratos de empréstimos de ações — embora estas técnicas possam ser custosas por um período prolongado, elas são muito comuns em contexto de disputas pelo controle ou para assegurar a aprovação de operações societárias específicas.
18. Acordos de acionistas e outros arranjos privados também podem assegurar o controle para certos agentes que detenham porcentagem expressiva do capital, mas não a maioria. Em troca de certas proteções, acionistas minoritários expressivos comprometem-se a votar em conjunto com um acionista líder, assegurando-lhe um número de votos tal que lhe garanta o controle. A CVM já teve que enfrentar algumas vezes as diferenças entre acordos de acionistas para o exercício do controle e acordos para proteção de minoria. O acordo em que um acionista líder compromete-se com certas condutas para contar com o apoio político de outros acionistas é um meio de alavancar poderes políticos e permite, desse modo, que se aumente os direitos políticos de forma dissociada de incremento do comprometimento econômico.
19. Há também a possibilidade de se estabelecer cláusulas estatutárias que limitem o voto de todos os acionistas a uma porcentagem pequena do capital, de modo que mesmo quem detenha uma quantidade expressiva das ações somente vote com o teto pré-estabelecido. Assim, um acionista importante ou mesmo majoritário não consegue impor suas vontades aos minoritários. Se, de um lado, esse mecanismo limita os poderes de todos os acionistas, de outro, fortalece imensamente a administração e desincentiva uma tomada hostil de controle, mecanismo frequentemente apontado como

- um incentivador da boa gestão. Em outras palavras, limites ao poder de voto também geram a dissociação entre a contribuição econômica e o poder político de determinadas ações e, portanto, desalinhamento de interesses.
20. Todos esses mecanismos (estruturas piramidais, derivativos, aluguel de ações, acordos de acionistas, limite estatutário para exercício do direito de voto) são perfeitamente lícitos e utilizados, em maior ou menor grau, por companhias brasileiras. Em que pese serem institutos distintos, regulados e limitados de diferentes maneiras, todos viabilizam ou têm como consequência a dissociação entre contribuição econômica e poder político.
 21. Sendo as maneiras de dissociar direitos políticos e contribuição econômica tão diversas, é muito difícil para o regulador impedir ou coibir todas as formas que a dissociação entre direitos políticos e econômicos pode tomar porque há inúmeros mecanismos para implementá-la e muitos deles têm múltiplas funções, sendo o desalinhamento apenas uma de suas externalidades, não necessariamente desejada pelas partes.
 22. Acredito que a interpretação da SEP na tentativa de coibir o desalinhamento causado pela superpreferencial proposta pela Azul somente se justificaria se não fosse possível ou razoável ler a lei como quer a Companhia ou se a estrutura proposta fosse, de algum modo, mais perniciosa que os demais mecanismos que permitem o desalinhamento de interesses.
 23. E me parece que o caso da superpreferencial proposta pela Azul é justamente o oposto. Uma leitura literal da lei permite a estrutura de capital adotada pela Companhia. Seria preciso usar métodos de interpretação muito menos diretos para ler a lei como quer a SEP, criando um limite para a vantagem econômica que lá não existe e, sobretudo, gerando a discussão inglória sobre qual vantagem econômica conferida às preferenciais é legítima e quando essa vantagem deixa de ser legítima e passa a ser uma usurpação da finalidade da lei.
 24. Tão importante quanto a técnica interpretativa nos autorizar a ler a lei como quer a Companhia é o fato de que a estrutura da superpreferencial me parece mais transparente e mais direta que a maioria dos outros mecanismos de alavancagem de direitos políticos — e este fato pode representar verdadeira vantagem para os acionistas preferencialistas se comparado a outras formas de alavancagem.
 25. Os acionistas estão todos reunidos e vinculados por um mesmo contrato, que é o estatuto da Companhia e, portanto, têm, nas condições estabelecidas por lei, o direito de exercer as prerrogativas asseguradas pela condição de acionista, além de inquestionável legitimidade em juízo. As decisões sobre os rumos da Companhia serão feitas no âmbito de uma assembleia geral da qual todos os acionistas podem participar — em outras palavras, os assuntos não são decididos na assembleia de uma holding sem que acionistas da companhia aberta possam sequer assistir. Nem, como em outros casos, a companhia da qual os minoritários têm ações é uma mera casca entre outras cujas decisões estratégicas se dão no âmbito de assembleias de companhias das quais os minoritários sequer podem participar.
 26. Ao contrário do que acontece com estruturas piramidais, a superpreferencial não cria situações de conflito de interesses entre companhias do mesmo grupo. A doutrina societária argumenta e a história do mercado brasileiro

demonstra que a sobreposição de companhias pode gerar inúmeras situações de conflitos e oportunidades de expropriação. É óbvio que podem existir situações de conflito em companhias com superpreferenciais, mas elas não são geradas por conta da própria estrutura de alavancagem de direitos políticos, enquanto, por outro lado, muitos dos conflitos em operações societárias de companhias que pertencem a grupos são geradas pela própria estrutura piramidal.

27. Além disso, as superpreferenciais, tal como propostas pela Azul, asseguram aos seus detentores certos direitos e prerrogativas que ajudam a alinhar os interesses entre preferencialistas e ordinaristas. As superpreferenciais da Azul garantem as vantagens patrimoniais dos preferencialistas em situação de alienação de controle ao lhes conferir o direito de vender suas ações por preço equivalente a 75 vezes o pago às ações do controlador em oferta pública por alienação de controle, impedindo assim que o controlador se aproprie individualmente do prêmio de controle. Em outras palavras, as vantagens patrimoniais das superpreferenciais propostas não se limitam ao fluxo de caixa da Companhia, mas elas também repartem o eventual prêmio de controle.
28. A estrutura de governança da Azul assegura uma representação significativa dos superpreferencialistas no conselho de administração, além de contar com conselheiros independentes. As superpreferenciais também conferem aos seus titulares o direito de votar nas decisões mais relevantes para a Companhia, inclusive sobre a remuneração dos administradores, caso tal remuneração ultrapasse um determinado patamar.
29. Assim, a meu ver, a Azul tem mecanismos de governança e de alinhamento de interesses que mitigam o potencial desalinhamento causado pela desproporção entre poderes políticos e contribuição econômica.
30. Desta forma, não só a leitura da lei autoriza conferir vantagens patrimoniais às ações preferenciais múltiplas vezes maiores que as vantagens econômicas das ações ordinárias, como este regime — tal como estruturado pela Azul, com as proteções e direitos especiais conferidos aos preferencialistas - me parece potencialmente menos danoso e mais transparente que outras maneiras de promover licitamente a alavancagem de poderes políticos.
31. A segunda razão que considero relevante para a presente decisão diz respeito ao atual estágio de desenvolvimento e maturidade do mercado de valores mobiliários brasileiro e, em especial, ao atual estado de desenvolvimento dos padrões de governança corporativa no Brasil.
32. Conforme discutido acima, a SEP adota uma leitura mais histórica da Lei nº 6.404, de 1976. No entanto, entendo que as circunstâncias específicas de constante expropriação dos minoritários, degradação do mercado e inexistência de mecanismos de seleção de boa governança que deram origem a esse entendimento não existem mais, não ao menos com a intensidade em que existiam.
33. O mercado de valores mobiliários brasileiro, em especial, com relação à governança de nossas companhias, é muito diferente daquele no qual ocorreram os debates relativos à reforma de 2001. Os problemas hoje existentes são muito diferentes daqueles que se queria, naquela época,

enfrentar. Muitas dessas diferenças se devem à criação dos segmentos de listagem na bolsa de valores brasileira.

34. Os segmentos de listagem funcionam como mecanismos de seleção, que auxiliam os investidores a identificar aquelas companhias que se propõem a respeitar certas regras que visam a trazer qualidade para a sua administração e a assegurar aos acionistas minoritários um tratamento mais equilibrado. O Novo Mercado e o Bovespa MAIS, segmentos que exigem que todas as ações tenham direito de voto, ajudam os investidores a selecionar companhias que atribuem a cada ação, um voto.
35. Os investidores efetivamente exigem esses padrões de governança. Nos últimos 10 anos, cerca de 80% das aberturas de capital ocorreram no Novo Mercado ou no Bovespa MAIS, 14,5% ocorreram no Nível 2 de Governança Corporativa, pouco menos de 5% ocorreram no Nível 1 e somente 0,7% (uma companhia) ocorreu no segmento tradicional. Em outras palavras, na vasta maioria dos casos, os investidores parecem não admitir estruturas de capital com ações preferenciais.
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.
38. Um estudo da KPMG sobre governança corporativa no mercado brasileiro para 2013/2014[5] demonstra que comitês de auditoria, comitês de remuneração, áreas de gestão de risco e auditorias internas são mais frequentes entre as companhias listadas no Nível 2 que entre as companhias do Novo Mercado. Obviamente, a mera existência de comitês não significa uma melhor governança, mas é um bom indício de que a companhia está disposta e comprometida com boas práticas de administração.
39. Esse parece ser exatamente o caso da Azul. A estrutura de capital da Companhia se deve a dois fatores importantes: à exigência do Código Brasileiro de Aviação e à presença de grandes fundos *deprivate equity* como financiadores do empreendimento. A combinação desses dois fatores gerou uma estrutura peculiar de capital. Para assegurar que essa estrutura não comprometa a governança da Companhia, além das proteções exigidas pelo Nível 2, a Azul apresentou uma série de arranjos estatutários que visam a contribuir para uma boa administração e garantir os direitos dos preferencialistas.
40. Tudo isso é importante porque evidencia que o mercado brasileiro já tem um bom mecanismo de seleção e identificação das companhias que, ao menos em tese, se comprometem com boas práticas de governança. Os segmentos de listagem também selecionam e identificam aquelas companhias com características especiais que justificam uma estrutura de capital diferenciada

e os investidores parecem exigir dessas companhias um número ainda maior de compromissos.

41. Esses mecanismos têm funcionado bem e não há motivo para que a CVM empreenda esforços interpretativos para se substituir ao mercado e selecionar as estruturas que promoveriam maior alinhamento de interesses. Talvez isso fizesse algum sentido em 2001, mas, diante da bem sucedida experiência dos segmentos de listagem em auxiliar os investidores a fazer esta seleção, acredito que não faça qualquer sentido agora.
42. Assim, resumindo minhas conclusões até aqui, não concordo com a interpretação feita pela SEP do art. 15, §2º da Lei nº 6.404, de 1976 e, ademais, considero que referida interpretação, possivelmente com a preocupação de selecionar estruturas de capital que alinhem melhor os interesses dentro de companhias, é desnecessária porque o mercado brasileiro já desenvolveu mecanismos próprios de fazer essa seleção — e aquele padrão distorcido anteriormente existente não mais prospera.
43. Finalmente, a terceira razão pela qual a interpretação da SEP me parece inadequada é o fato de que ela impede uma estrutura que tipicamente visa a alinhar interesses e, dessa maneira, tal interpretação acaba, ainda que de forma indireta, por frustrar o objetivo maior da reforma de 2001 que era promover o alinhamento de interesses entre os acionistas das companhias.
44. A literatura internacional é farta na análise das estruturas contratuais de *private equity*[6]. Por meio deste tipo de estratégia, em geral, investidores fazem contribuições financeiras e não financeiras para as companhias em que investem e ajudam a criar valor com o uso de técnicas sofisticadas de administração.
45. Como esses investidores, muitas vezes, estão financiando projetos, eles entram com boa parte ou quase a totalidade dos recursos e o empreendedor contribui com seu projeto. Para manter esse empreendedor interessado e comprometido, em geral, esses contratos garantem ao empreendedor certa autonomia operacional e criativa, mas reservam aos fundos de *private equity* maior controle sobre os aspectos comerciais e financeiros do empreendimento.
46. Para estruturar esses arranjos nos quais a contribuição de cada sócio não se resume aos recursos aportados, os contratos entre as firmas de *private equity*, as companhias investidas e os sócios fundadores utilizam diversos mecanismos. Um dos maiores objetos de preocupação e desafios desses contratos é justamente o alinhamento de interesses entre o empreendedor e o investidor, contudo, esse alinhamento não se dá de modo trivial e certamente não pode ser representado de modo proporcional ao capital investido. Em seus arranjos contratuais, esses investidores e empresários utilizam uma variedade de instrumentos de capital e dívida, sendo notadamente comuns os valores mobiliários conversíveis, as ações preferenciais, os direitos de veto e, em especial, a desproporção entre o capital investido e os poderes políticos.
47. As ações preferenciais, ou melhor, as ações com restrição ao direito de voto, são importantes justamente para assegurar ao empreendedor o controle operacional da companhia. Elas também permitem que quando a matéria a ser decidida esteja relacionada a assuntos financeiros ou comerciais ou seja,

de alguma outra forma, relevante para a estrutura do empreendimento, os preferencialistas votem.

48. Há dois motivos pelos quais o mercado de valores mobiliários brasileiro deveria estar aberto a essas estruturas de alinhamento de interesses desenhadas pela indústria de *private equity*.
49. Primeiro, os investimentos de *private equity* e *venture capital* tiveram um papel muito importante para a economia de alguns países e, em especial, foram os principais responsáveis por financiar avanços tecnológicos em diversas áreas nas últimas quatro décadas[7]. No Brasil, em particular, 38% dos IPOs dos últimos 10 anos foram de companhias investidas por essas firmas. E a importância desses investidores vem crescendo: o mesmo número para os últimos 5 anos é de 56% - ou seja, mais da metade das companhias que chegam hoje ao mercado são trazidas por empresas de *private equity*. Vale notar, porém, que, apesar de importantes, as contribuições para a economia que essas estruturas podem trazer não seriam razão suficiente para autorizar a CVM a permiti-las se elas, de algum modo, fossem incompatíveis com a lei, mas, como demonstrei acima, nesse caso específico, a superpreferencial nos termos propostos pela Azul, não o é.
50. O segundo motivo é que há vários estudos empíricos que demonstram que empresas investidas por firmas de *private equity* têm melhor governança corporativa e melhores resultados quando levadas a mercado. Pelo menos dois desses estudos focam no mercado brasileiro da última década e confirmam que, conforme ocorre em outras jurisdições, as empresas que vieram a mercado depois de terem sido investidas por uma firma de *private equity* têm melhor desempenho de longo prazo[8].
51. Em outras palavras, há evidências teóricas e empíricas de que as estruturas de capital resultantes dos arranjos contratuais típicos de *private equity* alinham interesses e melhoram o desempenho da companhia. Se o objetivo da reforma de 2001 era promover um maior alinhamento de interesses, permitir que essas estruturas possam existir cumpre com os fins almejados pelo legislador.
52. Dessa forma, não somente uma interpretação literal do art. 15, §2º da Lei nº 6.404, de 1976, nos autorizaria a entender que a superpreferencial, conforme proposta pela Azul, é possível sob o ponto de vista legal, mas tal entendimento também estaria autorizado por uma interpretação teleológica desse dispositivo, que atente para a finalidade do legislador quando o criou.
53. É óbvio que, quando se autoriza a superpreferencial, não é possível limitar o seu uso somente àquelas companhias que foram investidas por empresas de *private equity* e *venture capital* ou por outros investidores sofisticados. Mas, acredito que estando presentes os demais mitigadores de desalinhamento entre a contribuição econômica e direitos políticos, como o direito de participar das ofertas públicas por alienação de controle, impedindo que o controlador se aproprie isoladamente do prêmio de controle, assim como o direito de votar em transações estratégicas para companhia com maior potencial de expropriação dos não controladores, o desalinhamento entre direitos políticos e contribuição econômica estará devidamente contrabalanceado.

54. Soma-se a isso, conforme discorri anteriormente, o fato de que o mercado brasileiro tem mecanismos testados e relativamente eficientes para ajudar o investidor a selecionar as empresas que se comprometem com boas práticas em termos de governança corporativa, de forma que, portanto, a possibilidade de mau uso de superpreferenciais, embora não seja inexistente, é bastante reduzida.
55. Tendo em vista o exposto acima, entendo que o art. 5º, §§3º e 10º do estatuto da Companhia atende ao disposto no art. 15, §2º da Lei nº 6.404, de 1976.

III. Destinação de resultados e dividendos.

56. A diretora Ana Novaes questiona a adequação do art. 35, §1º do estatuto da Companhia ao disposto no art. 202, §1º combinado com o art. 19, ambos da Lei nº 6.404, de 1976.
57. O art. 35, §1º do estatuto da Azul estabelece que os lucros líquidos auferidos pela Companhia sejam aplicados da seguinte forma: "*(i) 5% (cinco por cento) para a formação da reserva legal, que não excederá a 20% (vinte por cento) do capital social subscrito (...); (ii) valor para a formação de reservas de contingência e a reversão dessas mesmas reservas constituídas em anos anteriores; (iii) 0,1% (zero vírgula um por cento) do saldo do lucro líquido, após as deduções referidas nas previsões anteriores e o ajuste previsto no art. 202 da Lei das Sociedades por Ações, deverá ser distribuído aos acionistas como dividendo mínimo obrigatório; e (iv) o saldo remanescente será distribuído como dividendo*".
58. O que incomoda a diretora é o fato de que o item (iv) acima poderia induzir os investidores a erro, levando-os a pensar que todo o lucro líquido remanescente, após a dedução da reserva legal, da reserva de contingências e os ajustes previstos no art. 202 da Lei nº 6.404, de 1976, será distribuído como dividendo. No entanto, o art. 196 da mesma lei, faculta à assembleia geral "*por proposta dos órgãos da administração, deliberar reter parcela do lucro líquido do exercício prevista em orçamento de capital por ela previamente aprovado*".
59. A diretora cita casos em que cláusulas similares (que determinavam que o saldo de lucros líquidos remanescente seria distribuído [igualmente] entre as ações ordinárias e preferenciais)[9] foram discutidas pela CVM. Nessas oportunidades, entendeu-se que não se tratava de disposição que estabelecia um dividendo obrigatório e que, por isso, seria possível reter lucro com base em orçamento de capital.
60. Concordo com a diretora no sentido de que o item (iv) não cria uma hipótese de dividendo obrigatório e que a Azul, assim como qualquer outra companhia, depois de pago o dividendo obrigatório que, no seu caso, é de 0,1% (zero vírgula um por cento) do saldo do lucro líquido, e após as deduções estabelecidas em lei e no estatuto, poderá reter lucros com base em orçamentos de capital pré-aprovados em assembleia geral. Assim, a concretude de parte das vantagens patrimoniais conferidas às ações preferenciais está sujeita à deliberação da assembleia, que pode decidir reter até 99,9% dos lucros líquidos auferidos pela Companhia com base em

orçamento de capital por ela aprovado. No entanto, discordo que o estatuto afronte a lei e, por isso, não vejo necessidade de ele ser alterado.

61. Primeiro, não vejo como o art. 35 do estatuto possa ferir o art. 19 da Lei nº 6.404, de 1976. Referido comando legal diz que "[o] estatuto da companhia com ações preferenciais declarará as vantagens ou preferências atribuídas a cada classe dessas ações e as restrições a que ficarão sujeitas, e poderá prever o resgate ou a amortização, a conversão de ações de uma classe em ações de outra e em ações ordinárias, e destas em preferenciais, fixando as respectivas condições".
62. O art. 35 do estatuto da Companhia não trata de vantagens, preferências ou restrições das ações preferenciais. Como já vimos, essas são matérias tratadas no art. 5º do estatuto. O art. 35 trata da destinação de resultados da Companhia. Obviamente, a destinação dos resultados da Companhia afeta todas as ações e, por conta da estrutura de capital proposta pela Azul, afeta mais as ações preferenciais. Ainda assim, não é o art. 35 do estatuto da Azul que confere às ações preferenciais as suas preferências, ele simplesmente diz como o lucro será destinado.
63. Em relação ao art. 202, §1º da Lei nº 6.404, de 1976, o primeiro ponto a esclarecer é que ele trata de dividendo obrigatório — e há um motivo para ele se referir especificamente ao dividendo obrigatório. É somente ele que depende de alguma definição estatutária. Isto porque toda a Seção II do Capítulo XVI dessa lei, em que esse comando se encaixa, é cogente — ou seja, os resultados da companhia devem ser destinados conforme determina a lei. Há muito pouco que um estatuto possa fazer para mudar o regime de destinação de resultados estabelecido em lei.
64. O atual regime de destinação de resultados das companhias abertas também foi reformulado em 2001, com o objetivo de garantir um dividendo mínimo obrigatório para os acionistas. Até 2001, na falta deste mecanismo, muitas companhias retinham reiteradamente os seus lucros, impedindo que os acionistas participassem efetivamente dos resultados da companhia. De maneira resumida, após 2001, auferido lucro em um exercício, a lei determina que ele seja destinado em uma certa ordem: (i) primeiro as reservas legais (art. 193, art. 195, art. 195-A); (ii) depois o dividendo obrigatório (art. 202); (iii) em seguida, as reservas estatutárias (art. 194); (iv) o passo seguinte é verificar se a assembleia deseja deliberar reter o saldo de lucros, desde que a administração tenha proposto tal retenção, de acordo com orçamento de capital (art. 196); e, finalmente, (v) o restante dos lucros líquidos, se existir, deve ser distribuído (art. 202 §6º).
65. Como já dito, não há muito que o estatuto possa prever para mudar esse regime. A discricionariedade dos sócios estará limitada à criação de reservas estatutárias e à determinação de qual percentual desses lucros ou do capital será distribuído como dividendo obrigatório. Assim, são as reservas estatutárias e o dividendo obrigatório que precisam estar previstos em estatuto com clareza e, por isso, a lei especificamente determina que estas previsões estatutárias sejam feitas com "*precisão e minúcia*", no caso do dividendo obrigatório (art. 202, §1º), e de "*modo preciso e completo*", com indicação de "*critério para determinar a parcela anual dos lucros líquidos*" a

serem retidos e com "*limite máximo*", no caso das reservas estatutárias (art. 194).

66. O dividendo obrigatório foi estabelecido em lei para dar concretude ao direito essencial dos acionistas de participarem dos lucros da companhia. Ele é um arranjo contratual que obriga as companhias a distribuírem uma parcela de seus lucros ao final de cada exercício, desde que existam lucros[10] - nem mesmo a assembleia geral, salvo casos muito excepcionais, pode deliberar reter lucros que comprometam o pagamento de dividendo obrigatório. Por outro lado, a lei permite que esse dividendo obrigatório seja fixado livremente pelo estatuto. Seja qual for esse arranjo, ele deve estar estabelecido com "*precisão e minúcia*" para que os investidores tenham condições de avaliar o quanto dos lucros deverá ser obrigatoriamente distribuído[11].
67. É desse arranjo contratual da parcela do lucro líquido ou capital a ser distribuído obrigatoriamente que trata o art. 202, §1º da Lei nº 6.404, de 1976. Assim, em relação a este tipo específico de dividendo o artigo prevê que "*o estatuto poderá estabelecer o dividendo [obrigatório] como porcentagem do lucro ou do capital social, ou fixar outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria*".
68. Esse regime mandatário do dividendo obrigatório fica claro na letra do art. 198 da mesma lei, que determina que a destinação dos lucros para constituição das reservas de que trata o art. 194 (reservas estatutárias) e a retenção nos termos do art. 196 (proposta da administração com base em orçamento de capital) não poderão ser aprovadas em prejuízo da distribuição do dividendo obrigatório.
69. O art. 198 e o art. 202, §1º da Lei nº 6.404, de 1976, têm como objetivo proteger o acionista minoritário contra o arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria dos acionistas sobre a totalidade dos lucros, por isso, determina que o estatuto estabeleça com clareza essa parcela mandatária do dividendo que independe de deliberação e, por isso, é um direito certo do minoritário.
70. A lei estabeleceu, inclusive, uma regra subsidiária para preencher a eventual lacuna contratual/estatutária caso o estatuto não estipule qual o dividendo obrigatório a ser distribuído em cada exercício (art. 202, inciso I). Metade dos lucros líquidos deve ser distribuída como dividendo obrigatório caso o estatuto não estabeleça "*com precisão e minúcia*" outro percentual dos lucros ou do capital da companhia.
71. Em outras palavras, se um estatuto for totalmente silente sobre dividendos e destinação dos lucros, mesmo os obrigatórios, ele será absolutamente legal e a regra subsidiária do art. 202, inciso I o complementar.
72. O estatuto da Azul prevê com razoável precisão e minúcia o dividendo obrigatório nos termos da lei quando estabelece que "*0,1% (zero vírgula um por cento) do saldo do lucro líquido, após as deduções referidas nas previsões anteriores e o ajuste previsto no art. 202 da Lei nº 6.404, de 1976, deverá ser distribuído aos acionistas como dividendo mínimo obrigatório;*" e não é incompatível com a lei em nenhum aspecto. Ao contrário, o comando

ao qual se refere a diretora Ana Novaes parece uma paráfrase do art. 202, §6º, da Lei nº 6.404, de 1976, que determina que: "*[o]s lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos*".

73. O estatuto é, primordialmente, um contrato associativo e não um documento de transparência. E isso tem duas consequências. Primeiro, ele é resultado do acordo e dos consensos possíveis entre os acionistas fundadores da companhia e, por isso, a CVM deve intervir com cautela nesses documentos e sempre na medida em que eles não cumprirem com a lei ou com regulamentação emitida pela própria CVM — o que, como já demonstrado acima, não é o que se verifica no presente caso. Conquanto seja sempre possível pedir esclarecimentos e maiores detalhes em documentos originados de regras de transparência, a CVM deve ser muito mais cuidadosa quando intervém em contratos associativos, como os estatutos.
74. Por isso, recomendo que, se a SEP entender que algo no estatuto da Azul possa levar o investidor a ter a percepção de que o art. 196 não será utilizado pela Companhia, peça à Companhia que referido esclarecimento seja feito no Formulário de Referência e na política de distribuição de dividendos, se existir.
75. A segunda consequência de o estatuto ser, primordialmente, um contrato é que ele é, por natureza, incompleto. Haverá sempre algo não previsto, lacunas. As lacunas contratuais podem ser preenchidas por provisões legais, e neste caso, pelo regime estabelecido na Lei nº 6.404, de 1976, ou pela decisão das partes, quando a lei permite que estas decidam sobre a matéria objeto da omissão.
76. No caso concreto, por não se tratar nem de dividendo obrigatório, nem de reservas estatutárias, a lei sequer permitiria que o estatuto dispusesse algo diferente do que o que ali está. O estatuto da Companhia poderia ter copiado mais comandos legais do que copiou, mas isso não o tornaria mais lícito do que ele já é, talvez mais completo ou mais claro.
77. Por esses motivos, entendo que o art. 35, §1º do estatuto da Companhia atende ao disposto no art. 202, §1º combinado com o art. 19, ambos da Lei nº 6.404, de 1976.

IV. O reembolso de capital.

78. A diretora Ana Novaes recomenda que a SEP, ao dar prosseguimento na análise do pedido de registro da Companhia, verifique se o art. 5º, §10º de seu estatuto confere a prioridade prevista no art. 17, inciso II da Lei nº 6.404, de 1976, segundo o qual "*[a]s preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: (...) II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele*".
79. O estatuto da Companhia, por sua vez, diz: "*[a]s seguintes preferências e vantagens são garantidas às ações preferenciais de emissão da Companhia: (i) prioridade no reembolso de capital*".
80. Com base na interpretação de Bulhões Pedreira e Lamy Filho, a diretora Ana Novaes defende que quando a companhia optar por ações sem valor nominal e, simultaneamente estabelecer em seu estatuto, como uma das vantagens

da preferencial, a prioridade no reembolso de capital, esse estatuto não satisfaria ao requisito legal ao não estabelecer a importância a ser prioritariamente reembolsada. Assim, a diretora conclui que "[o] art. 5º, parágrafo 10º (i) da minuta de estatuto da AZUL prevê que as ações preferenciais da Companhia terão 'prioridade no reembolso de capital', mas não determina o valor da importância a ser prioritariamente reembolsada a essas ações. Dado que as ações da AZUL não possuem valor nominal, entendo que, em tese, a vantagem prevista na referida minuta, na forma com que o referido comando encontra-se redigido, parece não atender ao art. 17, II, da lei nº 6.404/1976, devendo a Companhia e a Área Técnica verificarem esse ponto".

81. Eu tenho dois problemas com essa interpretação, o primeiro de ordem principiológica e o segundo de ordem prática.
82. Em princípio, se um comando legal confere ao seu destinatário certas opções, como faz o art. 17 da Lei nº 6.404, de 1976, por meio de seus três incisos, não me parece razoável a interpretação de que esse destinatário descumpra a norma ao transcrever literalmente uma dessas opções, quando não for óbvio que essa opção depende de complementação. Ainda que se considere a disposição estatutária incompleta, porque carece do critério de cálculo do valor reembolsado prioritariamente, ela não seria ilícita. Como já mencionei nesse voto, a própria natureza contratual dos estatutos sociais pressupõe a existência de lacunas, sejam elas intencionais ou não, a serem preenchidas de acordo com a vontade das partes e a interpretação da lei.
83. Por outro lado, não obstante o entendimento de Bulhões Pedreira e Lamy Filho ser dos mais respeitáveis, não me parece que a interpretação por eles adotada seja unânime ou a única possível com relação ao art. 17, inciso II da Lei nº 6.404, de 1976. Nesse sentido, procurei verificar se, ao contrário de outras matérias que devem ser especificadas no estatuto social, por força de lei (como é o caso do dividendo obrigatório já discutido) ou porque, para a sua aplicação, dependem de um acordo prévio entre os acionistas (como é o caso da determinação do dividendo fixo ou mínimo a que podem ter direito as ações preferenciais[12]), o disposto no art. 17, inciso II da lei societária não seria suficiente para permitir a sua aplicação pelas companhias que o transcrevessem em seus respectivos estatutos, por si só ou acompanhado de interpretação do comando legal.
84. Dessa forma, para verificar, na prática, se seria razoável esperar que os destinatários da Lei nº 6.404, de 1976, entendessem que, para conferir uma vantagem efetiva e, assim atender ao comando legal, seria necessário ir além do texto da lei e prever um critério para aferição do valor da prioridade, consulte os estatutos das 22 companhias que compõem o segmento de listagem Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, o qual admite a emissão de ações preferenciais.
85. De todos os estatutos analisados, apenas um não prevê o reembolso de capital como uma das vantagens das ações preferenciais; dentre os que preveem a prioridade no reembolso de capital como vantagem das ações preferenciais, apenas um estatuto especifica a forma de cálculo do reembolso prioritário das preferenciais, como defendem Bulhões Pedreira, Lamy Filho e a diretora Ana Novaes[13]; e as demais 20 companhias preveem, em seus

respectivos estatutos, que será atribuída às ações preferenciais a prioridade de reembolso de capital, sem estabelecer um critério ou forma de cálculo desse reembolso.

86. Obviamente, uma conduta não se torna correta porque todas as companhias a adotam. Ao contrário, há inúmeras irregularidades praticadas coletivamente e reiteradamente e que ainda assim devem ser devidamente coibidas. Contudo, quando quase todas as companhias adotam uma conduta copiando literalmente as palavras da lei, me parece que o intérprete deve analisá-la com cautela antes de afirmar sua ilegalidade, procurando formas de interpretá-la que deem a ela sentido e eficácia.
87. Nesse sentido, Modesto Carvalhosa entende que "[a] preferência dessa classe [de ações preferenciais] refere-se à devolução no momento da liquidação da sociedade. Pagas todas as dívidas, do restante do ativo serão primeiro reembolsados do capital que investiram os preferencialistas com prioridade estatutária" (grifos nossos)[14]. Já José Waldecy Lucena, ciente da posição de Bulhões Pedreira e Lamy Filho, por sua vez, dispõe que, "[e]m geral, prevalece o entendimento de que dito valor se obtém mediante divisão do capital pelo número de ações que o compõem, cujo quociente será o valor da ação" (grifos nossos)[15].
88. Ambos os autores, diante da palavra "reembolso" ligada à palavra "capital", interpretaram que o valor prioritário a ser reembolsado deveria ser o valor embolsado pela companhia na forma de capital. Assim, para os autores, o cálculo do reembolso prioritário se dá pelo valor do capital social dividido pelo número de ações. Eu acredito que esta é uma interpretação possível e razoável do comando e que, na falta de outro critério estabelecido em estatuto, poderia ser adotada, no momento da liquidação da companhia, pelo juiz ou liquidante que a conduz para divisão do acervo remanescente.
89. Pelo exposto acima, na minha opinião o art. 5º, §10º do estatuto da Companhia atende ao art. 17, inciso II da Lei nº 6.404, de 1976, e, por isso, não merece reparos.

V. Proporção do preço de oferta em OPAs de fechamento e saída de segmento.

90. Por fim, o último dos pontos em que discordo da diretora Ana Novaes é o comentário que faz a respeito dos arts. 41 e 42 do estatuto da Azul, que tratam, respectivamente, da oferta pública de aquisição de ações ("OPA") obrigatória para fechamento de capital e da OPA para saída do Nível 2 de Governança Corporativa.
91. A diretora Ana Novaes, questionando a diferença de tratamento que o estatuto da Azul faz entre a OPA por alienação de controle e as ofertas para fechamento de capital ou saída do Nível 2, menciona que "não está claro se a proporção de 75:1 se aplicaria nestes casos" e que não haveria "sentido lógico ou sistemático que tal proporção deixe de ser considerada nesses casos".
92. Isto porque o estatuto da Companhia prevê que, em uma eventual OPA por alienação de controle, a proporção entre o preço pago ao controlador e o preço a ser ofertado aos preferencialistas será de 1:75, enquanto que, em

caso de OPA para fechamento de capital ou saída do Nível 2, o preço da oferta corresponderá ao valor econômico das ações, apurado conforme laudo de avaliação disciplinado pelo art. 43 do mesmo documento.

93. Entendo que a diferença de tratamento estatutário feita pela Companhia em relação aos diferentes tipos de OPA está correta. O preço da OPA por alienação de controle tem por base o valor pago ao controlador pelas ações do bloco de controle, conforme determina o art. 254 - A da Lei nº 6.404, de 1976, e a Seção VII do Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa, e não uma avaliação do valor intrínseco dessas ações.
94. Como, de um lado, o art. 254-A fala em "*preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle*" (grifos nossos) e o item 8.1 do Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa, ao assegurar direitos mínimos às ações preferenciais, lhes garante "*tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante*", e, de outro, buscou-se garantir que o prêmio de controle fosse dividido com os preferencialistas proporcionalmente a sua contribuição no capital social[16], o estatuto da Azul determinou que as ações preferenciais recebam 75 vezes o valor pago pelas ações ordinárias que compõem o controle.
95. Por sua vez, as OPAs de fechamento de capital e saída de segmento têm por base o valor da ação calculado, respectivamente, de acordo com o art. 4º, §4º da Lei nº 6.404, de 1976, e com as regras constantes das Seções X e XI do Regulamento do Nível 2. Nos termos do art. 4º, §4º da Lei nº 6.404, de 1976, a OPA de fechamento deve ser realizada "*por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários*".
96. O Regulamento do Nível 2, por sua vez, estabelece que o preço das ações em uma OPA para saída do segmento deverá ser apurado com base em seu "*valor econômico*", o qual, nos termos do próprio regulamento corresponde ao "*valor da Companhia e de suas ações que vier a ser determinado por empresa especializada, mediante a utilização de metodologia reconhecida ou com base em outro critério que venha a ser definido pela CVM*".
97. A CVM regulamentou o art. 4º, §4º da Lei nº 6.404, de 1976, por meio da Instrução CVM nº 361, de 2002. É importante notar dois comandos dessa instrução. O primeiro é o art. 4º, inciso V, que autoriza a OPA fixar "*preços diversos conforme a classe e espécie das ações objeto da OPA, desde que compatível com a modalidade de OPA e se justificada a diferença pelo laudo de avaliação da companhia objeto ou por declaração expressa do ofertante, quanto às razões de sua oferta diferenciada*". Assim, se os avaliadores entenderem que as ações preferenciais e ordinárias têm valores distintos, e neste caso concreto não haveria razão para não ter este entendimento, eles estão autorizados a estabelecer preços diferentes para cada espécie de ações.

98. O segundo comando da Instrução CVM nº 361, de 2002, que merece ser notado é o Anexo III, que, assim como a lei, admite uma série de critérios diferentes para o cálculo do valor justo de uma companhia. Cada um desses critérios leva em consideração certos aspectos da companhia e das ações a serem avaliadas e, por isso, podem chegar a valores diferentes. Da mesma forma, no caso concreto, o cálculo da proporção entre o preço das preferenciais e das ordinárias pode variar de acordo com o critério de avaliação escolhido.
99. Se a avaliação fosse realizada exclusivamente por fluxo de caixa, talvez fosse possível dizer a priori que o valor oferecido pelas preferenciais seria 75 vezes superior àquele oferecido pelas ordinárias. No entanto, essa proporção pode variar, para mais ou para menos, de acordo com as condições da Companhia e com o método de avaliação.
100. Por exemplo, tomando-se a cotação em bolsa das ações da Azul, método admitido pela lei e pela regulamentação, no caso de fechamento de capital. É bastante possível que as ações preferenciais sejam bem mais líquidas que as ações ordinárias e, por isso, tenham uma cotação de mercado cujo valor supere 75 vezes a cotação das ordinárias — um prêmio de liquidez. Mas, também pode acontecer de o mercado atribuir às ações ordinárias um prêmio por não ter qualquer restrição ao direito de voto e, então, a razão da cotação será inferior a 75 para 1 — um prêmio pelos direitos políticos.
101. É provável que o prêmio de liquidez seja maior quando a Companhia estiver em melhor situação e que o prêmio por direitos políticos seja maior quando e se a Companhia não tiver boas perspectivas de pagar dividendos. Portanto, não só o mercado pode atribuir valor por conta das diferentes características das ações como, a depender do momento em que a Companhia se encontre, esse prêmio ou desconto pode variar. Nesse cenário, supondo a admissão à negociação de ambas as espécies de ações da Azul, é provável que as cotações de cada uma delas tenham uma razão próxima a 75 ordinárias para 1 preferencial, mas não é possível saber isso a priori.
102. Nesse sentido, porque a lei e a autorregulação determinam que o valor a ser pago nas ofertas de aquisição de ações para fechamento de capital e saída do Nível 2 de Governança Corporativa sejam realizadas, respectivamente, por valor justo e valor econômico, apontando que a apuração desse valor se dará por laudo a ser elaborado por empresa especializada que pode utilizar diferentes métodos e que esses métodos levam em conta vários critérios além do fluxo de dividendos, entendo que a Companhia tratou corretamente os diferentes tipos de OPA em seu estatuto e que, por isso, os art. 41 e 42 não merecem reparos. Aliás, temo que qualquer predeterminação desse valor poderia ferir o comando legal e o de autorregulação que estabelecem como o preço das ofertas para fechamento de capital e saída de segmento deve ser aferido.

VI. Conclusões.

103. Tendo em vista o exposto, voto pela legalidade do estatuto da Azul e, em especial, entendo que o art. 5º e seus parágrafos e os arts. 35, 41 e 42 desse documento atendem à Lei nº 6.404, de 1976.

Rio de Janeiro, 31 de janeiro de 2014.

Luciana Dias

Diretora

[1] Entre julho de 1997 e dezembro de 2000, o valor das ações negociadas na bolsa brasileira havia diminuído 46,76%; no mesmo período, o preço das ações refletido por meio da variação do IBOVESPVA havia caído 34,32%. Entre 1995 e 2000, apenas oito companhias fizeram sua abertura de capital no mercado brasileiro. Dentre essas, as poucas que fizeram uma verdadeira abertura de capital tinham como estratégia realizar uma oferta simultânea no Brasil e nos Estados Unidos, uma vez que boa parte da liquidez do mercado brasileiro havia migrado para a bolsa americana durante a década de 1990 - as 28 companhias brasileiras que negociavam simultaneamente American Depositary Receipts - ADR, embora representassem pouco mais de 5% das companhias listadas no Brasil, eram responsáveis por um terço do volume negociado. De outro lado, os preços baixos no mercado secundário e regras pouco estritas para realização de ofertas públicas de fechamento de capital, permitindo que as ações fossem recompradas a preço inferior a seu valor econômico, fez com que diversas companhias se retirassem do mercado. Todos os dados sobre o mercado no período que antecedeu a criação do Novo Mercado foram retirados de: SANTANA, Maria Helena, Novo Mercado and Its Followers in Focus 5, Global Corporate Governance Forum, IFC, 2008, pp. 1-36.

[2] Para um histórico do desenvolvimento das regras a respeito das diferentes classes de ações, tanto legais, quanto aquelas impostas como requisito de listagem nos Estados Unidos, ver: BAINBRIDGE, Stephen, *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19C-4*. Disponível

em: <http://digitalcommons.law.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1898&context=lawreview> (último acesso em 24.1.2014).

[3] Por meio do Comunicado da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu, com objetivo de discutir um plano de ações para modernizar o direito societário e aperfeiçoar a governança corporativa, a Comissão declara que *"entende que se justifica fortemente, enquanto objetivo de médio a longo prazo, pretender instituir uma verdadeira democracia dos accionistas na UE. O estudo comparativo sobre os códigos de governo das sociedades relevantes para a UE demonstrou que os códigos neste domínio tendem a subscrever o princípio "uma acção/um voto", apesar de muitos deles favorecerem alguma flexibilidade neste contexto. A abordagem mais estrita é adoptada no âmbito dos códigos emitidos por organismos associados aos investidores, que são claramente desfavoráveis à emissão de acções com direitos de voto reduzidos ou inexistentes."* Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:PT:PDF> (último acesso em 24.1.2014).

[4] O Diretor Marcos Pinto faz uma análise desses métodos no Processo Administrativo nº RJ-2007-11086.

[5] Disponível

em: http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Risk-Consulting/A-Governanca-Corporativa-e-o-Mercado-de-Capitais-13-14.pdf (último acesso em 24.1.2014).

[6] Para análise minuciosa desses mecanismos ver: SAHLMAN, William A., *The structure and Governance of venture-capital organizations*. Journal of Financial Economics 27 (1990) 473-521 e GILSON, Ronald J., *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*. Disponível

em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=353380&download=yes (último acesso em 24.1.2014).

[7] Gilson resume as contribuições que as operações de *venture capital* fazem para a economia: "[b]eyond representing an important engine of macroeconomic growth and job creation, these firms have been a major force in commercializing cutting edge science, whether through their impact on existing industries as with the radical changes in pharmaceuticals catalyzed by venture-backed firms commercialization of biotechnology, or by their role in developing entirely new industries as with the emergence of the internet and world wide web. The venture capital market thus provides a unique link between finance and innovation, providing start-up and early stage firms -- organizational forms particularly well suited to innovation -- with capital market access that is tailored to the special task of financing these high risk, high return activities" (GILSON, Ronald J. op. cit.).

[8] MINARDI, Andrea; FERRARI, Guilherme; e TAVARES, Pedro, *Performances of Brazilian IPOs backed by private equity* in Journal of Business Research. Disponível em: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148296312001208> (último acesso em 24.1.2014);

e TESTA, Carlos Henrique e LIMA, Gerlando, *O papel certificador dos fundos de private equity e venture capital sobre a qualidade das empresas estreadas na BM&FBovespa*. Disponível

em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-28082013-132623/pt-br.php> (último acesso em 24.1.2014).

[9] Processo CVM nº RJ 2005/2611.

[10] Ver nesse sentido Processos Administrativos nº RJ-2007-10879 e RJ-2007-13216.

[11] A Lei 6.404, de 1976 prevê que o dividendo obrigatório pode deixar de ser pago, em circunstâncias excepcionais, quando o seu pagamento for "*incompatível com a situação financeira da companhia*".

[12] "Art. 17. *As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: I - em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo*".

[13] A única companhia listada no Nível 2 que estabelece um critério para o reembolso é a Marcopolo S.A., que atribui às preferenciais "[p]referência, no caso de liquidação da sociedade, no reembolso do capital social, até o valor do capital próprio a essa espécie de ações, sendo que a seguir serão reembolsadas as ações ordinárias, igualmente até o limite do capital próprio a esta espécie de ações e, então, o saldo restante será distribuído em partes iguais entre todas as ações, quer ordinárias, quer preferenciais".

[14] CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 1º

volume: artigos 1º a 74. 6 ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 319.

[15] LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas - Comentários à Lei (arts. 1º a 120)*. Vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 2.490.

[16] Da leitura do estatuto se depreende que, em caso de alienação do controle, o resultado econômico da OPA para os acionistas será valor x para ordinaristas e $75x$ para preferencialistas, deste modo o valor da companhia somado ao prêmio que o adquirente esteja disposto a pagar pelo controle será dividido pelos acionistas na proporção 75 para 1. Em outras palavras, $x = (\text{valor da companhia} + \text{prêmio}) / (\text{total de ações ordinárias} + 75 \times \text{total de ações preferenciais})$.