

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 artigo § 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% (dezesseis 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 o 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, conseqüentemente, 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 2001. 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/Nº 131/2013  
Data: 12/11/2013

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 preferenciais 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 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; 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, conseqüentemente, 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<sup>[25]</sup>.

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<sup>[26]</sup>:

*"Anoto-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)*

*Vejam os 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".<sup>[27]</sup>*

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 balizada 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, reiterou-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 ordinários 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 vênia 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.<sup>[41]</sup> Não se pode olvidar que "o preço de emissão da ação representa o limite da responsabilidade subsidiária do acionista"<sup>[42]</sup>, uma vez que "a responsabilidade dos sócios ou acionistas é limitada ao preço de emissão das ações por eles subscritas ou adquiridas"<sup>[43]</sup>. 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 (fls. 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/D20ABR2000.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](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 positividade 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)*. 1ª 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 positividade 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 acumuladas" (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] KÁPAZ, 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 subscreverem-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](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.