

17 de dezembro de 2013.

REFERÊNCIA: Processo CVM nº RJ 2013-5993.
Interessados: Azul S.A.

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

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

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

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

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

I. Breve síntese do processo

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

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

Art. 5º - O capital social da Companhia, totalmente integralizado em moeda corrente nacional, é de R\$ 473.968.512,62 (quatrocentos e setenta e três milhões, novecentos e sessenta e oito mil, quinhentos e doze reais e sessenta e dois centavos), dividido em 464.482.529 (quatrocentas e sessenta e quatro milhões, quatrocentas e oitenta e duas mil, quinhentas e vinte e nove) ações ordinárias, 83.395.080 (oitenta e três milhões, trezentas e noventa e cinco mil e oitenta) ações preferenciais, todas nominativas e sem valor nominal.

...

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

...

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

(i) prioridade no reembolso de capital;

(ii) direito de serem incluídas em oferta pública de aquisição de ações em decorrência de alienação de controle da companhia nas mesmas condições e 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.

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

Tal restrição inviabiliza, na prática, que o capital social de uma companhia brasileira controladora de concessionária de serviços regulares de transporte

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

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

Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição.

...

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

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

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

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

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

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

A Companhia sustenta que "nos termos da lei, o valor do capital social de uma companhia não é referência para a fixação do percentual máximo de ações preferenciais com restrições ao direito de voto". Permanecemos tendo entendimento divergente ao da Companhia. **Em nosso entendimento, o § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico, devendo o poder político guardar relação com o volume de recursos aplicado no negócio.**

(...)

Em relação ao entendimento da Companhia de que, "nos termos da lei, as ações preferenciais podem ter direito ao recebimento de dividendos superiores aos dividendos pagos aos titulares das ações preferenciais, bem como a outras preferências, desde que clara e expressamente descritas no Estatuto Social", **indubitavelmente a lei permite o pagamento, às ações preferenciais, de dividendos superiores aos pagos às ações ordinárias, conforme prevê o artigo 17 da Lei das Sociedades por Ações. No entanto, acreditamos que uma diferença de 7.400% no dividendo a ser pago a cada uma das espécies de ações (preferenciais e ordinárias) ofende os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, basilares em nosso ordenamento jurídico.**

Em relação ao entendimento da Companhia de que "a Lei das Sociedades por Ações permite preços de emissão diferentes entre as ações ordinárias e preferenciais, viabilizando, assim, o aumento substancial de ingressos de capital oriundos das ações preferenciais", **ressalte-se o entendimento de Jorge Lobo, a respeito da possibilidade de preços de emissão diferenciados para ações ordinárias e preferenciais:**

"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". (grifos nossos)

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

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

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

a) **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.

Reiteramos nosso entendimento de que **não há uma proporção estabelecida por lei entre a exposição econômica e o poder político em uma sociedade ordinárias e de ações preferenciais a ser respeitada**, porque (i) nos termos da lei, o valor do capital social de uma companhia não é referência para a fixação do percentual máximo de ações preferenciais com restrições ao direito de voto; (ii) também nos termos da lei, as ações preferenciais podem ter direito ao recebimento de dividendos superiores aos dividendos pagos aos titulares das ações ordinárias, bem como a outras preferências, desde que clara e expressamente descritas no Estatuto Social; e (iii) a Lei das Sociedades por Ações permite preços de emissão diferentes entre as ações ordinárias e preferenciais, viabilizando, assim, o aumento substancial de ingressos de capital oriundos das ações preferenciais. (grifos do original)

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

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

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

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

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

A reforma da legislação societária brasileira promovida pela Lei nº 6.404/1976 procurou alargar tal limite de emissão de ações preferenciais (e, com ele, a capacidade de alavancagem do acionista controlador) para 2/3 do capital, conforme se pode ler na Exposição de Motivos ao Projeto de Lei que resultou na Lei nº 6.404/1976, constante da Mensagem nº 204, de 1976, do Poder Executivo ao Congresso Nacional:

(...)

Em que pese o fato de o legislador ter usado a expressão "2/3 (dois terços) do total de ações emitidas" na redação final do § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404/1976, não nos parece que, **em essência**, o "critério limitador de emissão de ações preferenciais deixou de ser o valor do capital social, para ser o total numérico de ações emitidas pela Companhia", 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).

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

(...)

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

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

(...)

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

Cumprido esclarecer que o fato de a lei prever, em nosso entendimento, que existe relação de proporcionalidade entre as ações emitidas e o aporte econômico (ou seja, que o § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404/1976, não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico, devendo o poder político guardar relação com o volume de recursos aplicado no negócio) **não significa que, ao longo da existência da companhia, os preços de emissão das ações ordinárias e preferenciais da companhia não possam ser diferentes.**

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

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

(...)

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.

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

O recurso da Companhia traz, ainda, à discussão, a limitação imposta pelo Código

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

(...)

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

(...)

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

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

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

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

Feitas essas considerações, passamos à análise jurídica do caso.

II. Análise Jurídica.

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

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

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

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

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

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

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

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

Tendo o decreto-lei vigente^[4] incorporado os preceitos e regras do cit. Decr. 21.536, de 1932, convém esclarecer, com a sua exposição de motivos, o pensamento, que orientou o legislador. Lê-se, nela, logo de início: "**A criação de uma classe de ações privilegiadas, preferenciais, ou gozando do benefício de prioridade, poderia ser obtida de vários modos.** Ou a esta classe de ações se atribuiria um número maior de votos do que às ações comuns; ou o capital da sociedade seria dividido em duas classes de ações, de que uma

delas seria constituída de ações de controle, em número igual ao das ações anteriormente existentes, subscritas em sua totalidade por um grupo já acionista da sociedade, podendo cada portador de ações ordinárias exigir que o grupo subscritor lhe cedesse, em qualquer tempo, um número de ações de controle igual ao número de ações ordinárias de que fôsse proprietário; **ou, finalmente, pela divisão do capital social em ações de direção e ações preferenciais. Foi esta última solução a adotada pelo projeto.** A solução do voto plural ou privilegiado não só deixou de ser adotada, como foi expressamente fulminada pelo projeto. "

(...)

Não se podendo, aliás, negar às ações ordinárias ou comuns o direito de voto, mas simplesmente limitar o número de votos de cada acionista (art. 80), é manifesto que nos seus titulares se concentram os poderes de administração da companhia. **Como o decreto anterior, o atual permite que os estatutos nequem aos acionistas preferenciais participação nos poderes, cujo exercício, como o do voto, assegura a um grupo — a direção da sociedade.**

(...)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

"Ao lado disso, **o capital social é a sede do poder político da sociedade, por isso que nele é que fixam as participações dos sócios, estruturam-se os centros de poder e se estabelecem as vantagens ou restrições que tocam a cada acionista.**

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

No mesmo sentido são as observações de Mauro Rodrigues Penteado:

A digressão desenvolvida nos itens precedentes pôs em destaque que o instituto do capital social, mesmo *externa corporis*, continua a desempenhar papel de relevo como medida da garantia patrimonial oferecida pela companhia e seus

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

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

Não é por outra razão que a redução do limite de emissão de ações preferenciais continuou a ter como enfoque a relação entre participação no capital social e poder político na companhia, mesmo após ser adotada a expressão "total de ações emitidas", na atual redação do art. 15, § 2º, da Lei nº 6.404/76.

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

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

(...)

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

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

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

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

É possível que o legislador, ao abandonar a expressão capital social, tendo adotado em seu lugar o total de ações emitidas, tenha levado em consideração a nova realidade trazida pelo fim do rigor aritmético entre quantidade de ações, valor nominal e capital social.

De qualquer forma, o critério de participação no capital social continuou a dominar os debates sobre a distribuição

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

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

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

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

Embora tenha atendido a uma exigência histórica, decorridos 25 anos de aplicação dessa regra, **verificou-se que a possibilidade de manutenção do controle das companhias com tão pouco capital criou inúmeras distorções**, vindo a se transformar num dos principais entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais. As críticas têm fundamentos éticos e econômicos. **Questiona-se, em primeiro lugar, a legitimidade de se poder controlar uma companhia com somente 16,66% de contribuição para a formação do seu capital social, a partir da convicção de que o poder político deve guardar uma relação de proporção 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 das ações preferenciais — ficassem quase que completamente privados, da capacidade de interferir na administração. (...) **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.^[15] (grifos nossos)

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

Atendendo a reclamos generalizados, a nova lei reduziu o limite de emissão de ações preferenciais sem direito de voto, ou com voto restrito, de até dois terços do total das ações emitidas para 50% (art. 15, § 2º). Trata-se de medida de política legislativa de duvidosa sabedoria, que não encontra respaldo no Direito Comparado. **É óbvio que manobrando com um terço do capital dividido em ações com direito de voto, o acionista controlador dispunha de grande liberdade, exercendo seu poder empresarial com baixo investimento, uma vez que o exercício do controle poderia se dar com a detenção de número reduzido de ações**. Para contrabalançar e opor freios a essa situação jurídica, o legislador de 1976 engendrou um bem estruturado sistema de poderes-deveres do controlador (arts. 116 e 245), complementado por regime de responsabilidades por abuso do poder (arts. 117 e 246), extensivo aos administradores da(s) sociedade(s) envolvida(s) — arts. 117, §§ 2º e 30, 245 e 273.^[16] (grifos nossos)

Abre-se parêntesis para observar que o caráter cogente da regra restou evidenciado, mais uma vez, nas normas de

transição, previstas no art. 8º, §§ 1º e 2º, da Lei nº 10.303/01[17]. Referidas normas estabeleceram, para as companhias novas e para as companhias fechadas que desejassem abrir capital, a necessidade de se observar o novo limite, excepcionando apenas as companhias abertas já existentes.[18]

Podemos arriscar que, poucas vezes, alterações legislativas tiveram registro tão minucioso das intensas discussões e dos relevantes motivos envolvidos. Este fato se deve tanto à relevância do tema, quanto ao envolvimento direto de juristas como Miranda Valverde, Lamy Filho e Bulhões Pedreira, além da participação de renomadas entidades como o Instituto de Planejamento Econômico e Social - IPEA, Associação Brasileira das Sociedades de Capital Aberto - ABRASCA, Ordem dos Advogados do Brasil, dentre inúmeras outras que contribuíram na discussão pública do anteprojeto da Lei nº 6.404/76[19].

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

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

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

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

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

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

A possibilidade de criação de sociedades atípicas, ou seja, fora do rol de tipos societários previsto no ordenamento jurídico, era admitida por parte da doutrina[21], enquanto vigente o Código Civil de 1916. Contudo, o art. 983 do Código Civil de 2002[22] determinou expressamente que a sociedade empresária deve ser constituída de acordo com um dos nove tipos previstos nos artigos 1.039 a 1.092, dentre eles a sociedade anônima (art. 1.088). Vale lembrar que o Código Civil remete a disciplina das sociedades anônimas expressamente à legislação especial (Lei nº 6.404/76), nos termos do art. 1.089[23].

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

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

Aos interessados não é permitido ajustar cláusulas que se oponham às disposições proibitivas ou imperativas da lei. Nas sociedades anônimas, numerosas são essas disposições, que constituem a sua regulamentação.

Nas outras formas de sociedade é maior a liberdade dos contratantes.[25] (grifo nosso)

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

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

(...)

Daí se chega à definição das regras cogentes, que não podem ser modificadas pelas partes porque se destinam a regular hipóteses típicas de conflito de interesses cuja solução fica afastada do poder dos

particulares.[\[26\]](#) (grifos nossos)

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

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

(...)

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

(grifos nossos)

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

III. Outras considerações.

Outro aspecto que merece ser tratado na análise do presente caso diz respeito ao valor de emissão atribuído às ações sem valor nominal, devido a sua importância para todo o sistema de direitos e obrigações previsto na lei de sociedades anônimas.

Deve-se ter em vista que o valor de emissão da ação consiste na medida da contribuição do acionista para o capital social; este, como visto, tem a função precípua de organizar os direitos políticos e patrimoniais dos acionistas.

Neste ponto, deve ser ressaltado que a Lei nº 6.404/76 não possui tratamento específico para a hipótese prevista no Estatuto Social da Companhia, em que foi estabelecida uma proporção, em termos de direitos econômicos e patrimoniais, de 75:1 entre ações ordinárias e ações preferenciais.

De fato, *quod raro fit, non observant legislatores* "os legisladores não têm em vista aquilo que só acontece raramente".[\[28\]](#)

Contudo, sabe-se que o preço de emissão é a medida da contribuição dos sócios para a formação do capital social. Tendo em vista que foi arbitrada razão fixa de 75:1 entre ações ordinárias e preferenciais no Estatuto Social da Azul, o fato é que, qualquer que seja o preço de emissão atribuído às ações preferenciais, já se sabe, de antemão, que cada uma delas equivale a 75 (setenta e cinco) ações ordinárias, conforme previsto no art. 5º, parágrafo terceiro, do Estatuto Social da Azul.

Como se sabe, o art. 14 da Lei nº 6.404/76 estabelece apenas que "o preço de emissão das ações sem valor nominal será fixado, na constituição da companhia, pelos fundadores, e no aumento de capital, pela assembleia-geral ou pelo conselho de administração (artigos 166 e 170, § 2º)". O art. 170, § 1º, por sua vez, estabelece critérios para a fixação do valor de emissão na hipótese de aumento de capital.

Contudo, a ausência de previsão legal específica não significa que foi dada liberdade total ao particular. Com efeito, a interpretação da lei deve conduzir a um sistema hígido e confiável de normas, do qual depende, nos casos que envolvam companhias abertas, a segurança jurídica do mercado de valores mobiliários.

Incivile est, nisi tota lege perspecta, una aliqua partícula ejus proposita, judicare, vel respondere: "é contra Direito julgar ou emitir parecer, tendo diante dos olhos, ao invés da lei em conjunto, só uma parte da mesma".[\[29\]](#)

Ocorre que, na hipótese em que a lei expressamente autoriza a prática de preços de emissão distintos, é levado em consideração o momento vivido pela companhia na ocasião do aumento de capital, o que acaba refletido no valor econômico da ação, nos termos do art. 170, § 1º, da Lei nº 6.404/76:

Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.

§ 1º O preço de emissão deve ser fixado tendo em vista a cotação das ações no mercado, o valor de patrimônio líquido e as perspectivas de rentabilidade da companhia, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las.

§ 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente:

I - a perspectiva de rentabilidade da companhia;

II - o valor do patrimônio líquido da ação;

III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

Eis a abordagem contida na exposição de motivos da Lei das S.A. no que diz respeito ao supracitado dispositivo legal:

As novas ações devem ser emitidas por preço compatível com o valor econômico da ação (de troca, de patrimônio líquido ou de rentabilidade) e não pelo valor nominal. A emissão de ações pelo valor nominal, quando a companhia pode colocá-la por preço superior, conduz à diluição desnecessária e injustificada da participação dos acionistas, que não tem condições de acompanhar o aumento. A existência do direito de preferência nem sempre oferece proteção adequada a todos os acionistas. **A emissão de ações pelo valor econômico é a solução que melhor protege os interesses de todos os acionistas, inclusive daqueles que não subscreverem o aumento, e por isso deve ser adotada pelos órgãos competentes para deliberar sobre o aumento de capital.**

(grifos nossos)

Como se sabe, a Lei das S.A. foi concebida, originalmente, como um sistema em que o capital social era dividido em ações de igual valor nominal, sendo proibida a emissão de ações por valor inferior ao nominal. Somente no regime da Lei nº 6.404/76 foi admitida a emissão de ações sem valor nominal, com a finalidade de possibilitar aumentos de capital de acordo com o momento vivido pela companhia, refletido no valor econômico da ação^[30]. Eis o que aponta a doutrina sobre o tema:

A principal – se não única – utilidade prática das ações sem valor nominal é a possibilidade de emitir ações a preço inferior à contribuição para o capital social das ações antigas. Na companhia com valor nominal, se a cotação das ações no mercado é inferior a esse valor, a sociedade fica – na prática – impedida de aumentar o capital social, posto que a lei proíbe a emissão de ações por valor inferior ao nominal e não há por que os investidores se disponham a pagar no mercado primário preço por ação superior àquele pelo qual podem comprá-la no mercado secundário. **A ação sem valor nominal pode ser indispensável à sobrevivência da companhia, ao permitir que esta adapte o preço de emissão das novas ações às circunstâncias do mercado.**^[31] (grifo nosso)

Embora o modelo proposto pela Azul não tenha sido previsto na Lei nº 6.404/76, é possível extrair de sua interpretação sistemática, inclusive no que tange às regras relacionadas ao preço de emissão no aumento de capital, que a atribuição de valores tão distintos para as ações ordinárias e preferenciais não se coaduna com os fins previstos em lei.

A propósito, o comportamento do mercado bursátil também não parece indicar que existe qualquer justificativa para a fixação de preços tão díspares entre ações ordinárias e preferenciais. Neste aspecto, Richard Saito e Alexandre Di Miceli da Silveira, em trabalho sobre a diferença de preços de mercado entre ações ordinárias e preferenciais - de acordo com o direito de *tag along* e a existência de controle familiar - verificaram que o *spread* médio entre 1995 e 2006 foi de 7,68%.^[32]

No presente caso, o único motivo que justifica diferença tão grande entre os valores atribuídos às ações ordinárias e preferenciais é a manifesta intenção da Companhia em recorrer à poupança pública e, ao mesmo tempo, observar a exigência prevista no Código Brasileiro de Aeronáutica (art. 181 da Lei nº 7.565/86).

Neste particular, conforme bem colocado pela SEP no RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 131/2013, não se pode admitir que "regras específicas de setores da economia brasileira justifiquem a não observância da legislação societária".

Além disso, uma análise mais cuidadosa revela que, em termos práticos e patrimoniais, o Estatuto Social da Azul somente confere alguma vantagem às ações preferenciais em razão da previsão de prioridade no reembolso de capital, muito embora a Recorrente insista que a decisão da SEP restringe indevidamente a liberdade que a sociedade anônima tem para estabelecer vantagens patrimoniais para essas ações.

Com efeito, os demais direitos patrimoniais conferidos apenas compensam a proporção de 75:1 prevista no estatuto, não se podendo falar em efetiva atribuição de vantagens, como bem observado pela SEP no RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 131/2013, em trecho transcrito no início da presente manifestação.

O fato é que a realidade patrimonial das vantagens outorgadas às ações preferenciais revela-se bem distante do mito da "superpreferencial".

Politicamente, o Estatuto Social da Azul revela-se incompatível com o sistema de direitos e obrigações previsto na Lei das S.A., o qual foi estruturado, como visto, de acordo com a premissa de que há relação entre poder político e participação no capital social.^[33]

Neste aspecto, cumpre-nos ressaltar que os diversos direitos políticos previstos na Lei das S.A., sobretudo de acionistas minoritários, são condicionados à observação de *quorum* correspondente ao percentual de participação no capital social.

Os exemplos são fartos, conforme se verifica: instalação de assembleia de constituição (art. 87, *caput*); aprovação do ato de constituição (art. 87, § 3º); propositura de ação de exibição dos livros da companhia (art. 105); competência supletiva para convocação de Assembleia-Geral (Art. 123, § único, "c"); instalação de Assembleia-Geral (art. 125); solicitação de relação de endereço dos acionistas (art. 126, § 3º); requerimento de adoção de voto múltiplo (art. 141, *caput*); direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração (art. 141, § 4º, II); requerimento de informações ao administrador (art. 157, § 1º); propositura de ação de responsabilidade contra o administrador (art. 159, § 4º); requerimento de informações ao conselho fiscal (art. 163, § 6º); e ação de dissolução da companhia (art. 206, II, "b").

Como reflexão, cumpre-nos apontar que o entendimento defendido pela Companhia poderia ser utilizado para a fixação arbitrária de (des)proporções ainda mais acentuadas. O que impediria a fixação da proporção em 100:1, ou 1.000:1? O que impediria que o controle da companhia fosse exercido por acionista que detivesse participação de apenas 0,000001% do capital social? Como seria calculado o percentual do capital social para fins de verificação de *quorum* para o exercício de diversos direitos políticos conferidos legalmente aos acionistas minoritários?

Evidentemente, tais hipóteses não podem ser admitidas pelo direito brasileiro. "*Deve o Direito ser interpretado inteligentemente*: não de modo que a ordem legal envolva um absurdo, prescreva inconveniências, vá ter a conclusões inconsistentes ou impossíveis".^[34]

Por outro lado, conforme bem colocado pela SEP, o modelo ora analisado também pode caracterizar "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".

A Recorrente argumenta que a interpretação dada pela SEP ao art. 15, § 2º, da Lei das S.A. acaba por restringir indevidamente a autonomia da vontade, mas não se pode perder de vista que o Pedido de Registro de Companhia Aberta é destinado a viabilizar a captação de recursos da poupança pública, obrigatoriamente submetida ao Poder Regulatório da CVM.

Importante destacar que a CVM, nesse mister, levará em conta as finalidades que norteiam sua atuação, previstas no art. 4º da Lei nº 6.385/76 e sintetizadas nas bases de regulação do mercado de valores mobiliários, ainda atuais, divulgadas pela Autarquia em 1979^[35]:

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

Assim, a CVM pode identificar potenciais riscos ao regular funcionamento do mercado e adotar as medidas preventivas necessárias. A análise de um Pedido de Registro de Companhia Aberta segue necessariamente essa lógica.

É inegável que o modelo ora analisado possui potencial considerável de multiplicação. Uma vez deferido o pedido de registro em análise, haveria um precedente que poderia ser legitimamente suscitado por diversas empresas interessadas em abrir o capital, concedendo pouco ou nenhum direito político aos investidores.

Deve ser levado em consideração, também, o potencial de multiplicação de litígios que o modelo proposto pela Companhia apresenta. Basta imaginar que, em eventual conflito entre acionista controlador e minoritários, o estatuto social poderia ser questionado judicialmente por diversos investidores, trazendo grande insegurança jurídica para o mercado de valores mobiliários.

Por fim, deve ser considerado que, da mesma forma que o estatuto social proposto não é harmônico com o sistema de direitos e obrigações da Lei das S.A., pode haver, por via reflexa, incompatibilidade com diversos regulamentos editados pela CVM, evidentemente concebidos para companhias adequadas ao tipo societário previsto em lei.

Aqui, cabe a mesma consideração feita anteriormente: "os legisladores não têm em vista aquilo que só acontece raramente".

Constata-se, ao contrário do que sustenta a Recorrente, que a insegurança jurídica reside no modelo por ela proposto, e não na decisão proferida pela SEP, orientada, em nosso entender, pelo interesse público de proteger os investidores, o mercado de valores mobiliários e todos os seus participantes.

Esta é, rigorosamente, hipótese que justifica a intervenção do Estado na economia, conforme escólio de Eros Grau:

O mercado (...) é uma ordem, no sentido de **regularidade e previsibilidade de comportamentos**, cujo funcionamento pressupõe a obediência, pelos agentes que nele atuam, de determinadas condutas. Essa uniformidade de condutas permite a cada um desses agentes desenvolver cálculos que irão informar as decisões a serem assumidas, de parte deles, no dinamismo do mercado. Ora, como o mercado é movido por interesses egoísticos - a busca do maior lucro possível - e a sua relação típica é a relação de intercâmbio, a expectativa

daquela regularidade, que se pode assegurar somente na medida em que critérios subjetivos sejam substituídos por padrões objetivos de conduta, implica sempre a superação do individualismo próprio ao atuar dos agentes do mercado.

(...)

Como o mercado é instituição jurídica, constituída pelo Direito posto pelo Estado, deste se reclama, a um só tempo, que garanta a liberdade econômica e, concomitantemente, opere a sua regulamentação (= regulação). (...) Sua consistência é função da segurança e certeza jurídicas que essa institucionalização instala, permitindo a previsibilidade de comportamentos e cálculo econômico.[\[36\]](#)(grifos nossos)

Por fim, cumpre-nos salientar que o Poder Regulatório exercido pela CVM tem em vista apenas as companhias abertas, pelo fato de haver apelo à poupança pública, circunstância que atrai a intervenção estatal, com os princípios, regras e instrumentos regulatórios a ela atinentes.

As companhias fechadas, embora tratadas na mesma lei, possuem características substancialmente diferentes das companhias abertas, fato que, no entender de Jorge Lobo, impõe o reconhecimento de um conjunto de princípios e regras que levem em conta as diferenças entre companhias fechadas e abertas, conforme se observa, *in verbis*:

Na companhia fechada, prevalecem os princípios da autonomia da vontade e do consensualismo na constituição da sociedade e na elaboração e alteração do estatuto social; na companhia aberta, é mister observar o princípio do rigor formal na criação da sociedade e na redação e modificação do estatuto social proposto pelos fundadores, quando do lançamento público de ações, ou em vigor, se as ações forem adquiridas em bolsa.

(...)

Na companhia fechada, a pessoa, que quiser fazer parte da sociedade, poderá discutir, com assistência de seus advogados, as cláusulas do estatuto social; na companhia aberta, a pessoa "adere" ao estatuto social proposto pelos fundadores, quando do lançamento público de ações, ou em vigor, se as ações forem adquiridas em bolsa.

Na companhia fechada, os conflitos são dirimidos segundo os princípios da justiça comutativa; na companhia aberta, da justiça distributiva.

Na companhia fechada, o acionista exerce o seu direito de propriedade em toda sua plenitude, votando como melhor lhe aprouver; na companhia aberta, o acionista, ao votar, deve fazê-lo no interesse social, ainda que contrário às suas ideias e pretensões.

(...)

Por fim, na companhia fechada, o acionista age na defesa de seu interesse privado, pessoal, particular, individual; na companhia aberta, o acionista age, ainda que contrariado, consoante o interesse público, coletivo, comum, geral.[\[37\]](#)

Assim, não subsiste a preocupação manifestada por parte da imprensa especializada[\[38\]](#), no sentido de que a decisão que vier a ser proferida pela CVM, no presente caso, afetará também as companhias fechadas.

IV. Conclusão

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

A evolução histórica do tratamento legal sobre o tema, a importância do capital social na organização dos direitos políticos e patrimoniais dos acionistas, a força cogente da regra de limitação, o rigor do tipo societário da sociedade anônima, bem como a insegurança jurídica que cerca o estabelecimento de proporção econômica e patrimonial tão significativa entre ações ordinárias e preferenciais, tudo aponta para a impossibilidade jurídica do modelo proposto pela Azul.

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

Rio de Janeiro, 17 de dezembro de 2013.

CELSO LUIZ ROCHA SERRA FILHO

Subprocurador-Chefe GJU-2

Mat. SIAPE nº 1357431

De acordo.

À DAN.

JULYA SOTTO MAYOR WELLISCH

Procuradora-Chefe da CVM - Em Exercício

Mat. SIAPE nº 1358591

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

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

III - direção confiada exclusivamente a brasileiros.

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

[3] Conforme notícia José Waldecy Lucena, "bem verdade é que as companhias brasileiras passaram a criar ações preferenciais, desde fins do século dezenove, mormente após pareceres emitidos pelo Visconde de Ouro Preto e por Ruy Barbosa, em 15 de dezembro de 1898 e em 7 de janeiro de 1899, respectivamente, a respeito de consulta assim formulada: "Repugna à legislação pátria estipularem os estatutos, ad instar da prática corrente, em França e na Inglaterra (cuja legislação, também, não é expressa), que o capital será formado: a) por ações preferenciais, com dividendo fixo..., e b) por ações ordinárias, com dividendo aleatório...?". Professorou conclusivamente o Visconde: "Não repugna à legislação brasileira a existência de ações constitutivas do capital de uma sociedade anônima, nos termos deste quesito da consulta, desde que o dividendo que nela se denomina fixo, seja deduzido, assim como o aleatório, dos lucros líquidos de operações efetivamente concluídas no semestre (dec. n. 434, de 1891, art. 116)". E Ruy Barbosa predicara: "Não se opõe a legislação brasileira à coexistência, numa sociedade anônima, de ações diversamente aquinhoadas, em relação aos benefícios sociais. Se em regra prevalece no uso o princípio da igualdade entre todos os acionistas, nada obsta à adoção de prática diversa, se convier à associação, nos seus estatutos, dividir as suas ações em categorias diferentes em direitos, sobre a repartição dos dividendos. O silêncio da lei, a perfeita racionalidade e honestidade do alvitre, o exemplo das nações de mais cultura e autoridade nas instituições comerciais autorizam, com os melhores fundamentos, o expediente das ações de prioridade, privilegiadas ou preferenciais" (LUCENA, José Waldecy. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, Vol. 1; Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 272-273).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

[13] NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e. *Capital Social e Negociação com as Próprias Ações In* Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 796.

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

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

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

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

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

I - imediatamente às companhias novas;

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

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

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

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

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

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

[21] SZTAJN, Rachel. Contrato de Sociedade e Formas Societárias. São Paulo : Saraiva, 1989, p. 146. Interessante anotar que a Autora critica veementemente o art. 983 do Código Civil de 2002: "o artigo representa uma das mais extraordinárias intromissões do legislador e injustificada restrição ao exercício da autonomia privada encontradas neste Código Civil (...) limitar o âmbito de exercício da autonomia privada quando as pessoas celebram contrato de sociedade, negócio fundado na cooperação, no mínimo contradiz a principiologia do Código no que concerne à solidariedade, cooperação."

[22] Art. 983. A sociedade empresária deve constituir-se segundo um dos tipos regulados nos arts. 1.039 a 1.092; a sociedade simples pode constituir-se de conformidade com um desses tipos, e, não o fazendo, subordina-se às normas que lhe são próprias.

[23] Art. 1.089. A sociedade anônima rege-se por lei especial, aplicando-se-lhe, nos casos omissos, as disposições deste Código.

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

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

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

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

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

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

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

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

[32] SAITO, Richard. SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da Silveira. The Importance of Tag Along Rights and Identity of Controlling Shareholders for the Price Spreads Between Dual-Class Shares: The Brazilian Case. Cópia eletrônica disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1033478>, acessado em 11.12.2013.

[33] Ainda no tocante ao exercício de direitos políticos, consideramos necessário tecer breves comentários sobre o poder de controle que pode resultar do modelo proposto pela Azul. Como se sabe, o poder de controle é caracterizado pela conjugação de dois requisitos: (i) titularidade de direitos de sócio que correspondam à maioria dos votos nas deliberações sociais e que assegurem a eleição da maioria dos administradores da companhia, de forma permanente; e (ii) efetiva utilização do poder de comandar as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia (Bocater, Maria Isabel do Prado. In Poder de Controle e Influência Significativa. Temas essenciais de direito empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. Kuyven, Luiz Fernando Martins (Coordenador). São Paulo : Saraiva, 2012, p. 834). Conforme aponta a doutrina, o controle minoritário é admitido implicitamente na Lei das S.A., conforme os acionistas minoritários alcancem ou não o quorum previsto em lei para o exercício de determinados direitos políticos. Já o controle gerencial, fundado nas prerrogativas diretoriais e não na participação acionária, ocorre em situações de extrema dispersão acionária e elevado absentismo social. Tais hipóteses não se confundem com o caso ora analisado, em que o poder de controle pode ser exercido por meio de participação correspondente a 0,7% do capital social, por força exclusivamente de previsão estatutária (COMPARATO, Fábio Konder. FILHO, Calixto Salomão. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. 5ª edição. Rio de Janeiro : Forense, 2008, p. 64-75).

[34] Maximiliano, Carlos. Op. Cit. p. 136.

[35] Comissão de Valores Mobiliários. Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios, 1979, p. 3.

[36] GRAU, Eros Roberto. A Ordem Econômica na Constituição de 1988, 15ª ed, São Paulo: Malheiros Editores, 2012, p. 30-35.

[37] LOBO, Jorge. Teoria do Direito Societário. In: Temas essenciais de direito empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). São Paulo : Saraiva, 2012. p. 668-680.

[38] <http://www.valor.com.br/empresas/3342690/mercado-de-capitais-aguarda-sinal-da-azul#ixzz2INumD6U0>