

Interessada: AZUL S.A.

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

Diretora-Relatora: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

Relatório

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

I – Dos Fatos

2. Em 24/05/2013, a AZUL protocolou pedido de Registro de Companhia Aberta na Categoria A e de Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Ações Preferenciais de Emissão da Companhia ("Oferta") na CVM – IDE nº 36/2013 (fls. 01-06).
3. Em 24/06/2013, foi enviado o OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 48/2013 (fls. 1.436-1.453), no qual foi apontada uma irregularidade no artigo 5º do estatuto da Companhia:
- "O art. 5º, caput, combinado com o § 3º e § 9º (itens II, III e IV) deverão ser alterados porque não respeitam o art.15, § 2º da lei nº 6.404/1976. Com efeito, em essência, o referido dispositivo não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico. Assim, o poder político deve guardar uma relação com o volume de recursos aplicado no negócio. Essa não é a situação prevista no estatuto da companhia. Em função disso, o mesmo deve ser alterado de modo a atender ao que prescreve o art. 15, § 2º da lei nº 6.404/1976".
4. Em 16/08/2013, a AZUL protocolou resposta ao ofício (fls. 1.504-1.539), pedindo o cancelamento da Oferta e contestando a posição da SEP a respeito do artigo 5º do seu estatuto^[1], alegando basicamente que:
- O limite estabelecido no § 2º do art. 15 da lei nº 6.404/1976 refere-se exclusivamente ao número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas à restrição desse direito em relação ao número total de ações nas quais se divide o capital social da Companhia. Caso o legislador desejasse que essa proporção guardasse relação com o volume de recursos aplicados em uma companhia, assim teria estabelecido na lei, o que não fez;
 - O capital social de uma companhia não é referência para a fixação do percentual máximo de ações preferenciais sem ou com restrições de voto. Lei nº 6.404/1976 permite preços de emissão diferentes entre as ações ordinárias e preferenciais, viabilizando, assim, o aumento substancial de ingressos de capital oriundos das ações preferenciais;
 - Nos termos dos incisos II e III do § 1º do art. 17 da lei nº 6.404/1976 o legislador, ao estabelecer vantagens e preferências mínimas para as ações preferenciais, reconheceu como possível e lícita a disparidade entre os direitos econômicos conferidos aos detentores de ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição a esse direito, bem como não estabeleceu limites máximos para a concessão de vantagens e preferências às ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição a esse direito; e
 - Por fim, a Companhia informou que não procedeu a qualquer alteração no caput do artigo 5º, combinado com os §§ 3º e 9º (itens II, III e IV) de seu estatuto, por entender que os mesmos atendem ao que prescreve o § 2º do art. 15 da lei nº 6.404/1976.
5. Na mesma oportunidade a Companhia anexou ao Processo um Parecer do advogado Nelson Eizirik a respeito do tema, datado de 12/08/2013, (fls. 1.471-1.503), em que, basicamente, sustenta:
- A Lei das S.A., no art. 15, § 2º, instituiu um limite objetivo: o número de ações preferenciais não pode ultrapassar 50% 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 art. 15 ou, principalmente, no art. 17 da lei nº 6.404/1976, fixando, por exemplo, um "teto", e não apenas um "pisso", para as vantagens patrimoniais das ações preferenciais; e
 - O artigo 5º, caput e os §§ 3º e 9º, do estatuto da AZUL não violam o disposto no art. 15 da lei nº 6.404/1976. A decisão de atribuir às ações preferenciais de emissão da AZUL as preferências e vantagens constantes do artigo 5º do estatuto vigente está dentro da margem de discricionariedade dos acionistas, sendo, portanto, este dispositivo absolutamente lícito e legítimo.
6. Em 20/08/2013, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários enviou o OFÍCIO/CVM/SRE/ GER-2-Nº 346/2013 (fl. 2.121), comunicando o deferimento do pedido de cancelamento da Oferta. Assim, o presente Processo trata apenas do Registro Inicial de Companhia Aberta na Categoria A.
7. Em 02/09/2013, a CVM enviou o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 282/2013 (fls. 2.135-2.138), solicitando à Companhia esclarecimentos sobre o artigo 5º, caput, combinado com os §§ 3º e 9º (itens II, III e IV) do seu estatuto, como base no seguinte:
- O parecer do Deputado Emerson Kapaz apresentado à Comissão de Economia, Indústria e Comercio no Projeto de Lei nº 3.519/1997, que deu ensejo à lei nº 10.303/2001, explicitou o entendimento do legislador sobre o assunto ao afirmar que "[...] *depois de análise detida da questão, inclusive em face da experiência internacional, chegamos à conclusão de que há um verdadeiro e injustificável exagero na permissão de emissão de tal classe de ações até 2/3 do capital. **Acreditamos – e o direito comparado assim aponta – que o percentual de 50% seria mais que suficiente para permitir a capitalização da empresa, sem, contudo, manter a distorção atual em que se pode exercer o controle de uma empresa com a propriedade de pouco mais que 15% do capital.***" (Diário da Câmara dos Deputados, 20/04/2000, pág. 717); e
 - 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*

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

- a. O Deputado Emerson Kapaz, em seu Relatório apresentado à Comissão de Economia, Indústria e Comércio referente aos Projetos de Lei nº 3.115/97, nº 3.519/97 e nº 1.000/99, que originaram a lei nº 10.303/2001, "referiu-se à participação proporcional ao número de ações em que se divide o capital social, sem fazer qualquer menção aos direitos econômicos atribuídos aos titulares dessas ações" e sem "evidenciar o entendimento no sentido de que o limite entre ações preferenciais e ordinárias estaria de qualquer forma relacionado à representatividade econômica dessas ações no capital social de uma Companhia"; e
- b. A afirmação de que "o poder político deve guardar uma relação de proporção com o volume de recursos aplicado no negócio", apresentada no artigo de Francisco da Costa e Silva intitulado "As Ações Preferenciais na Lei 10.303, de 31/10/2001: Proporcionalidade com as Ações Ordinárias; Vantagens e Preferências", publicado no livro Reforma da Lei das Sociedades Anônimas, "não pode ser interpretada como um princípio que imponha restrições no que tange à estipulação das preferências econômicas atribuídas aos titulares de ações preferenciais".

II – Do Indeferimento do Pedido de Registro de Companhia Aberta

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

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

III – Do Recurso da Companhia

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

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

- i. O art. 171 da lei nº 6.404/1976 não apresenta nenhuma vedação para a fixação de preços de emissão distintos entre ações ordinárias e ações preferenciais, o que, em conjunto com a possibilidade de estabelecer o direito ao recebimento de dividendos superiores aos titulares das ações preferenciais, tem como corolário a possibilidade de se estabelecer preços de emissão distintos entre ações ordinárias e preferenciais, logo, volumes distintos de recursos aplicados ao negócio;
- j. Quanto ao princípio da razoabilidade, evocado pela SEP, os princípios gerais são fontes secundárias de direito, que devem ser aplicadas na resolução de lacunas da lei, e não se prestam a justificar interpretações que fogem ao princípio da legalidade;
- k. O trecho do artigo de Francisco Costa e Silva citado no OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 317/2013 e no RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 111/2013, não estaria efetivamente sustentando a tese da necessária proporcionalidade entre poder político e volume de recursos aportado no negócio, ou defendendo que o art. 15 impõe regra de proporcionalidade desta natureza. Justificaria apenas a decisão política de promover a referida alteração, assim deve ser verificado se este princípio foi incorporado ao ordenamento jurídico, mediante uma reforma sistemática da lei para estabelecer esta proporção. Na opinião da Companhia, não teria sido o caso; e
- l. Ao buscar uma interpretação histórica da questão, o resultado seria diferente do apontado pela SEP. O texto do Decreto-lei nº 2.627/1940 apresentava a restrição das ações preferenciais em relação ao capital da companhia, enquanto a Lei das Sociedades por Ações passou a utilizar a expressão "ações emitidas". Dessa forma, o critério limitador deixou de ser o valor do capital social, para ser o total numérico de ações emitidas pela companhia.

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

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

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

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

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

- a. Conforme estabelecido no Estatuto Social e no atual Acordo de Acionistas, o Conselho de Administração deverá ser composto por, no mínimo, cinco membros e, no máximo, 10 membros. No mínimo 20% dos conselheiros devem ser independentes. Em relação à eleição dos membros do Conselho de Administração, os acionistas preferencialistas que não sejam a Trip Participações S.A., a Trip Investimentos Ltda. e a Rio Novo Locações Ltda. ("Acionistas Trip") têm o direito de eleger (i) dois membros do Conselho enquanto detiverem participação acionária que lhes assegurem o direito de receber, no mínimo, 40% dos valores decorrentes da liquidação da companhia; e (ii) um membro enquanto detiverem participação acionária que lhes assegurem o direito de receber, no mínimo, 20% dos valores decorrentes da liquidação da Companhia. Os Acionistas Trip têm o direito de eleger (i) três membros do Conselho enquanto detiverem mais de 20% das ações ordinárias da companhia; (ii) dois membros se detiverem entre 10% e 20% das ações ordinárias da

companhia; ou (iii) um membro se detiverem no mínimo 5% e no máximo 10% das ações ordinárias da companhia. O Acionista Controlador tem o direito de eleger os demais membros do Conselho de Administração, sendo que, no mínimo, dois deles serão independentes;

- b. A atual composição do Conselho de Administração possui dois membros eleitos pelos preferencialistas, ambos independentes; três membros eleitos pelos Acionistas Trip, sendo que dois deles são independentes; e cinco membros eleitos pelo Acionista Controlador, sendo que três deles são independentes;
 - c. O Acordo de Acionistas atual da Companhia determina ser obrigatória a aprovação prévia da maioria dos acionistas preferencialistas participantes do Acordo para as seguintes matérias: (a) qualquer alteração nos documentos constitutivos da Companhia ou suas controladas, incluindo mudança no número de membros do Conselho de Administração; (b) declaração ou pagamento de dividendos ou qualquer outra distribuição decorrente da titularidade dos valores mobiliários de emissão da Companhia além do dividendo mínimo obrigatório; (c) qualquer modificação no contrato de trabalho firmado entre David Neeleman e a Companhia;
 - d. Também é previsto no Acordo de Acionista atual da Companhia a necessária aprovação de ao menos um dos conselheiros indicados pelos preferencialistas na seguintes matérias: (a) alteração ou substituição do plano de opções de compra atual da Companhia; (b) remuneração do *chief executive officer* (CEO), diretor presidente ou diretor financeiro que exceda US\$ 500.000,00 por ano; e (c) política de remuneração da administração da Companhia;
 - e. Caso seja concedido o registro de companhia aberta à AZUL S.A., o Acionista Controlador e os Acionistas Trip comprometeram-se a celebrar Novo Acordo de Acionistas após a realização de oferta pública inicial de valores mobiliários de emissão da Companhia. Segundo o Novo Acordo de Acionistas, o Conselho de Administração da Companhia será composto obrigatoriamente por 10 membros, sendo no mínimo dois deles independentes; e
 - f. Quanto às regras de eleição de membros do Conselho de Administração, o Novo Acordo mantém as regras aplicáveis aos Acionistas Trip. Em relação ao Acionista Controlador, este mantém a prerrogativa de indicar os demais membros do Conselho, porém com as seguintes limitações: (a) no mínimo dois conselheiros indicados pelo Controlador deverão ser independentes; (b) no mínimo um membro eleito pelo Controlador deverá ser indicado pelo acionista detentor do maior número de ações preferenciais da Companhia; (c) em caso de adoção de voto múltiplo, o número de conselheiros eleitos por meio deste processo será descontado do número de conselheiros independentes da cota do Acionista Controlador.
14. Assim, a Companhia afirma que, "de acordo com a atual base acionária da Companhia, o Acionista Controlador poderá possuir participação minoritária no Conselho de Administração".
15. A Comissão de Listagem nos Segmentos Especiais da BM&FBOVESPA recomendou a inclusão de algumas medidas de governança corporativa adicionais à Companhia, que se comprometeu a reformar seu Estatuto Social para: (a) que no mínimo 60% dos membros do Conselho de Administração sejam conselheiros independentes; (b) que dois membros do Conselho de Administração sejam eleitos em votação separada, pela maioria dos acionistas preferencialistas presentes à AGO; (c) a existência e funcionamento permanente do Comitê de Remuneração e do Comitê de Governança; (d) que o direito de voto dos preferencialistas seja análogo ao dos ordinaristas na Assembleia Geral que deliberar sobre a fixação da remuneração global dos administradores; entre outras medidas.

IV – Da Análise da SEP

16. A SEP, ao analisar o Recurso da Companhia no RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 131/2013, datado de 12/11/2013 (fls. 2.756-2.778) entendeu que o argumento da Companhia de que é equivocado o entendimento da Área Técnica a respeito do § 2º do art. 15 da lei nº 6.404/1976, não deve prosperar pelos seguintes motivos:
- a. Em essência, o § 2º do art. 15 da Lei nº 6.404/1976, não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico, ou seja, de que o poder político deve guardar uma relação com o volume de recursos aplicado no negócio;
 - b. As ações preferenciais foram criadas pelo Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1932, que caracterizou suas vantagens e preferências, porém não fixou limites para sua emissão[3]. Posteriormente, uma vez que algumas companhias "abusaram" da prerrogativa de emitir ações preferenciais, tendo seu capital formado por até 90% de ações desta espécie, foi promulgado o Decreto-lei nº 2.627/1940, que no § único de seu art. 9º[4], fixou a emissão de ações preferenciais a 50% (cinquenta por cento) do capital social da companhia;
 - c. O legislador, ao limitar a emissão de ações preferenciais a 50% do capital social, procurou limitar também a "capacidade de alavancagem do acionista controlador" (expressão utilizada por Luiz Leonardo Cantidiano), em relação aos preferencialistas, a 200% do capital por si subscrito e integralizado, em oposição à situação que se verifica anteriormente, a qual, em extremo, chegava a ser de 1.800%[5];;
 - d. Em que pese o fato de o legislador ter usado a expressão "2/3 (dois terços) do total de ações emitidas" na redação final do § 2º do art. 15[6]; da lei nº 6.404/1976, em essência, o critério limitador de emissão de ações preferenciais não deixou de ser o valor do capital social, para ser o total numérico de ações emitidas pela Companhia. O legislador se utilizou de uma expressão que guardava (e ainda guarda) relação de equivalência com a de "capital social";
 - e. Em momento nenhum pretendeu revogar a proporcionalidade que havia, e ainda há, entre o número de ações emitidas e o capital financeiro (o aporte econômico) a elas referente. A pretensão do legislador foi simplesmente a de ampliar a capacidade de alavancagem do acionista controlador de 200% para 400%, a fim de "ampliar a liberdade do empresário privado nacional na organização da estrutura de capitalização da sua empresa" (aspecto econômico) e de "facilitar o controle, por empresários brasileiros, de companhias com capital distribuído no mercado" (aspecto político);
 - f. Se o legislador objetivasse a alteração do padrão de mensuração de alavancagem do controlador do capital social para o número de ações teria explicitamente abordado tamanha alteração na Exposição de Motivos;
 - g. Não houve uma opção legislativa pela dissociação entre o aspecto econômico e político das ações. A redação original do § 2º do art. 15 da Lei nº 6.404/1976 manteve, em essência, a proporcionalidade entre o poder político (ou mesmo sua restrição, em troca de outras vantagens e preferências) e o aporte econômico realizado;
 - h. O preço de emissão é a medida da responsabilidade do acionista [7]. Pretender que não haja relação de proporcionalidade entre poder político e aporte econômico significa que o poder político poderia ser exercido por quem tem pouca ou quase nenhuma responsabilidade perante a companhia, o que, em tese, vai de encontro com as proposições do próprio art. 117 da lei nº 6.404/1976;

- i. A reforma introduzida pela lei nº 10.303/2001 também não pôs fim à proporcionalidade entre o poder político (ou sua restrição, em troca de outras vantagens e preferências) e o aporte econômico realizado. Pretendeu ampliar as vantagens e preferências das ações preferenciais, a fim de dinamizar o mercado de capitais brasileiro, e, por outro, limitar o poder do acionista controlador, conferindo maior proteção ao acionista minoritário e reduzindo seu potencial de alavancagem, seja em relação ao número total de ações emitidas pela companhia, seja em relação ao aporte econômico realizado;
 - j. O Deputado Emerson Kapaz, em Relatório apresentado em 09/12/1999 [8], referente aos Projetos de Lei nº 3.115/1997, nº 3.519/1997 e nº 1.000/1999, expôs que "o percentual de 50% seria mais do que suficiente para permitir a capitalização da empresa, sem, contudo, manter a distorção atual em que se pode exercer o controle de uma empresa com propriedade de pouco mais de 15% do capital";
 - k. O que a lei nº 10.303/2001 promoveu foi limitar a emissão de ações preferenciais a uma proporção que, por um lado, permitisse a capitalização da empresa e, por outro, a redução do potencial de alavancagem do acionista controlador em relação aos preferencialistas, de 400% (que é o que acontece quando o controlador possui 16,66% das ações ordinárias mais uma e os preferencialistas respondem por 66,66% do capital) para 200% (quando o controlador possui 25% das ações ordinárias mais uma, frente a preferencialistas que possuem 50% do capital da companhia);
 - l. Em nenhum momento as reformas introduzidas na legislação societária promoveram o afastamento da relação de proporcionalidade que há entre o número de ações emitidas, o poder político a elas referente e o aporte econômico realizado.
 - m. O fato de a lei prever que existe relação de proporcionalidade entre as ações emitidas e o aporte econômico (ou seja, que o § 2º do art. 15 da lei nº 6.404/1976, não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico, devendo o poder político guardar relação com o volume de recursos aplicado no negócio) não significa que, ao longo da existência da companhia, os preços de emissão das ações ordinárias e preferenciais não possam ser diferentes;
 - n. Os preços de emissão poderão ser (e em geral são) diferentes, em decorrência dos critérios estabelecidos no § 1º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976 [9]; ;
 - o. Entretanto, no caso da AZUL, as diferenças dos preços de emissão não parecem decorrer de qualquer critério mencionado acima, mas, sim, da proporcionalidade patrimonial estabelecida no Estatuto da Companhia;
 - p. A Área Técnica não pretende limitar o direito da Companhia de conceder vantagens e preferências lícitas aos seus acionistas. A previsão estatutária de direitos econômicos diferenciados para os titulares de ações preferenciais, em relação aos direitos econômicos assegurados aos titulares de ações ordinárias, está previsto na lei nº 6.404/1976, em seu art. 17, sendo, aliás, obrigatório à companhia cujas ações preferenciais forem admitidas à negociação no mercado regulamentado de valores mobiliários atribuir a esta espécie de ação as preferências ou vantagens estabelecidas no § 1º do mesmo artigo;
 - q. Atribuir um dividendo às ações preferenciais 75 vezes maior que o atribuído às ações ordinárias não constitui vantagem econômica em essência, uma vez que ele tão somente reflete a proporcionalidade de 75:1 em termos patrimoniais que foi estabelecida no Estatuto Social da AZUL. A Companhia cumpre o disposto no § 1º do art. 17 da lei nº 6.404/1976 não por conceder a cada ação preferencial um dividendo maior que o atribuído a cada ação ordinária (visto que há uma relação, fixada em Estatuto, de 75:1 entre ações preferenciais e ações ordinárias), mas por incluir as ações preferenciais na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias (considerando-se aí a relação de 75:1 que existe entre ações preferenciais e ações ordinárias);
 - r. O Recurso da Companhia traz à discussão, a limitação imposta pelo Código Brasileiro de Aviação sobre a propriedade do capital votante para empresas concessionárias de serviços regulares de transporte aéreo. Entretanto não se pode admitir que regras específicas de setores da economia brasileira justifiquem a não observância da legislação societária;
 - s. O caso da AZUL parece não se enquadrar nas situações conhecidas como "superpreferenciais", uma vez que as ações não apresentam uma grande vantagem econômica aos preferencialistas, apenas traduzem parte da diferença nos aportes econômicos. Também não pode ser encarada também como uma *poison pill*, já que não estaria dificultando a alienação de controle, apenas transferindo a decisão e o preço de venda de controle para as ações preferenciais. A razão disso é simples: o maior volume de recursos a ser despendido pelo adquirente do controle da companhia será destinado ao pagamento do *tag along* aos preferencialistas; logo, é totalmente plausível, economicamente falando, que seja este o custo determinante para a fixação do preço por ação a ser pago na operação, e não o custo referente à aquisição das ações ordinárias do acionista controlador;
 - t. Causa certa estranheza a configuração administrativa da Companhia na qual o "Controlador poderá possuir participação minoritária no Conselho de Administração". Isto é, o sócio com maior número de ações ordinárias tem seu poder de controle ceifado;
 - u. A relação de 75:1 pode fazer com que, em um cenário em que o número de ações emitidas pela companhia seja de 50% de ações ordinárias e 50% de ações preferenciais, o controle possa ser exercido com menos de 0,7% dos recursos aportados no capital social da companhia [10]; . Assim, o acionista controlador teria pouquíssima responsabilidade subsidiária em relação ao capital da companhia, o qual serve de garantia a credores, com base no princípio da integridade do capital social; e
 - v. O caso em análise acarretar um desalinhamento de interesses entre o acionista controlador e os demais acionistas, decorrente justamente do fato de o controlador possuir ações que receberão dividendos por ação 75 vezes menores que os pagos aos preferencialistas; de receber um valor por ação 75 vezes menor que o pago aos preferencialistas em caso de alienação de controle ou mesmo de liquidação da companhia; e, como mencionado anteriormente, de ter integralizado valores cerca de 75 vezes menores por ação que os preferencialistas, o que minimiza a responsabilidade subsidiária deste acionista controlador perante o capital social da companhia.
17. Por fim a SEP reiterou o entendimento manifestado no OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 317/ 2013 e no RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 111/2013, que concluíram pelo indeferimento do pedido de registro de emissor de valores mobiliários na categoria A de que trata a Instrução CVM nº 480/2009, formulado pela AZUL S.A. Em 05/11/2013, a SEP solicitou manifestação da Procuradoria Federal Especializada da CVM ("PFE"), nos termos do MEMO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 121/2013 (fl. 2.751).
18. O Recurso foi pautado da Reunião de Colegiado realizada em 19/11/2013. Nesta oportunidade pedi vista do processo e solicitei a manifestação da PFE.

V – Da manifestação da PFE

19. A PFE, no PARECER/Nº 009/2013/PFE-CVM/PGF/AGU (fls. 2.785-2.815), em 17/12/2013, manifestou seu entendimento ressaltando que dois

aspectos são essenciais para a compreensão do tema: i) a investigação histórica do art. 15, § 2º da lei nº 6.404/1976; e ii) o caráter cogente desta regra.

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

- a. Antes do advento do Decreto nº 21.536/1932, o ordenamento jurídico brasileiro só reconhecia as ações ordinárias. A partir de então passaram as ações preferenciais a coexistir com as ações ordinárias, previsão que foi posteriormente incorporada ao Decreto-lei nº 2.627/1940. Desde o início o enfoque dado às ações preferenciais foi político-patrimonial, relacionando a recusa ao direito de voto com a correspondente e condicional previsão de direitos e vantagens patrimoniais não conferidos a todos os acionistas.[\[11\]](#); ;
- b. A primeira limitação legal à emissão de ações preferenciais levou em consideração o percentual de 50% do capital social, seguindo o entendimento de que o poder político na sociedade anônima, tanto do acionista controlador como do minoritário, deveria estar relacionado à respectiva participação no capital social;
- c. Entretanto, o regime de fidelidade absoluta do capital social ao valor subscrito foi superado em leis posteriores, que previram a possibilidade de constituição de sociedades anônimas de capital autorizado, bem como a constituição de reservas de capital.[\[12\]](#); . Já no regime da Lei nº 6.404/1976, foi prevista a possibilidade de emissão de ações sem valor nominal. Tais eventos levaram ao fim do rigor aritmético existente entre capital social, número de ações e valor nominal, constatado no regime anterior, do Decreto-lei nº 2.627/1940;
- d. Embora nem todo valor subscrito pelos acionistas seja necessariamente destinado à formação do capital social, e, ainda que seja admitida a emissão de ações sem valor nominal (com preços de emissão diferentes de acordo com o momento vivido pela companhia), continuou o capital social a desempenhar relevantes funções, reconhecidas no direito societário brasileiro: função de garantia dos credores, função de produção e função de organização;
- e. De acordo com os comentários de Lamy Filho e Bulhões Pedreira sobre o capital social e a função de organização dos direitos e obrigações políticos e patrimoniais dos acionistas: "*o capital social é a sede do poder político da sociedade, por isso que nele é que fixam as participações dos sócios, estruturam-se os centros de poder e se estabelecem as vantagens ou restrições que tocam a cada acionista*"[\[13\]](#); ;
- f. É tranquilo na doutrina o reconhecimento e destaque dado à função de organização dos direitos políticos e patrimoniais dos acionistas, inerente ao capital social da sociedade anônima. Como lembra Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, o capital social é uma *medida* com relação à qual se aferem os direitos dos sócios (numa sociedade essencialmente capitalista, como é a sociedade anônima, quem tem mais ações têm mais direitos)[\[14\]](#); ;
- g. A redução do limite de emissão de ações preferenciais continuou a ter como enfoque a relação entre participação no capital social e poder político na companhia, mesmo após ser adotada a expressão "total de ações emitidas", na atual redação do art. 15, § 2º, da Lei nº 6.404/1976;
- h. O limite de emissão de ações preferenciais foi alterado para 2/3 sobre o total de ações emitidas. Contudo, isto não significa que houve ruptura com a noção de que o poder político do acionista está relacionado com a sua participação no capital social. É possível que o legislador, ao abandonar a expressão capital social, tendo adotado em seu lugar o total de ações emitidas, tenha levado em consideração a nova realidade trazida pelo fim do rigor aritmético entre quantidade de ações, valor nominal e capital social;
- i. Em todas as discussões relacionadas às alterações legislativas, desde 1940 até 2001, o critério para a fixação do limite de emissão de ações preferenciais sempre teve como premissa a relação existente entre participação no capital social e poder político do acionista. A evolução histórica da lei societária evidencia, de maneira bastante clara, a finalidade da norma em questão e não deixa margem para questionamentos;
- j. A questão da limitação à emissão de ações preferenciais pode ser compreendida facilmente a partir da metáfora do cabo de guerra: o limite máximo dado ao empresário-empendedor privado para criar ou expandir a companhia, mediante associação com terceiros sem direito a voto, está condicionado à manutenção de uma dada parcela do capital social correspondente às ações ordinárias, que conferem aos seus titulares a plenitude dos direitos de sócios; e
- k. A interpretação literal pretendida pela Companhia, associada a liberdade para arbitrar razão de proporção significativa entre ações ordinárias e preferenciais, faria do art. 15, § 2º, da Lei das S.A. "letra morta", subtraindo, por completo, a sua função no ordenamento jurídico.

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

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

22. Ademais a PFE considera que:

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

- c. Em termos práticos e patrimoniais, o Estatuto Social da AZUL somente confere alguma vantagem às ações preferenciais em razão da previsão de prioridade no reembolso de capital. Os demais direitos patrimoniais conferidos apenas compensam a proporção de 75:1 prevista no estatuto, não se podendo falar em efetiva atribuição de vantagens. A realidade patrimonial das vantagens outorgadas às ações preferenciais revela-se bem distante do mito da "superpreferencial";
- d. Os diversos direitos políticos previstos na lei nº 6.404/1976, sobretudo de acionistas minoritários, são condicionados à observação de *quorum* correspondente ao percentual de participação no capital social. Questiona-se como seria calculado o percentual do capital social para fins de verificação do *quorum* para o exercício de diversos direitos políticos conferidos legalmente aos acionistas minoritários;
- e. Existem vários exemplos desses casos: instalação de assembleia de constituição (art. 87, *caput*); aprovação do ato de constituição (art. 87, § 3º); propositura de ação de exibição dos livros da companhia (art. 105); competência supletiva para convocação de Assembleia-Geral (Art. 123, § único, "c"); instalação de Assembleia-Geral (art. 125); solicitação de relação de endereço dos acionistas (art. 126, § 3º); requerimento de adoção de voto múltiplo (art. 141, *caput*); direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração (art. 141, § 4º, II); requerimento de informações ao administrador (art. 157, § 1º); propositura de ação de responsabilidade contra o administrador (art. 159, § 4º); requerimento de informações ao conselho fiscal (art. 163, § 6º); e ação de dissolução da companhia (art. 206, II, "b");
- f. O Pedido de Registro de Companhia Aberta é destinado a viabilizar a captação de recursos da poupança pública, obrigatoriamente submetida ao Poder Regulatório da CVM, que levará em conta as finalidades que norteiam sua atuação, previstas no art. 4º da Lei nº 6.385/1976. As bases de regulação do mercado de valores mobiliários, divulgadas pela Autarquia em 1979[18]; dispõe que: "A CVM, obedecendo os postulados da economia de mercado, persegue um mercado de valores mobiliários eficiente, que, para tanto, precisa ser livre, competitivo e informado, e deseja também um mercado confiável como resultado de uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam";
- g. A CVM pode identificar potenciais riscos ao regular funcionamento do mercado e adotar as medidas preventivas necessárias. A análise de um Pedido de Registro de Companhia Aberta segue necessariamente essa lógica; e
- h. O modelo apresentado pela AZUL possui potencial considerável de multiplicação. Uma vez deferido o pedido de registro em análise, haveria um precedente que poderia ser legitimamente suscitado por diversas empresas interessadas em abrir o capital, concedendo pouco ou nenhum direito político aos investidores;
23. Por fim, a PFE conclui que o art. 15, § 2º, da Lei nº 6.404/1976 não cuida de limite meramente quantitativo, incidente sobre o total de ações emitidas. Assim, opina impossibilidade jurídica do modelo proposto pela AZUL e pela manutenção da decisão de indeferimento do Pedido de Registro Inicial de Companhia Aberta.

É o Relatório

Voto

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

I – Os Argumentos da SEP

- No Ofício em que apontou irregularidade no estatuto da Companhia e na Análise do Recurso por esta apresentado (fls. 1.436-1.453; 2.568-2.582; e 2.756-2.778), a SEP elencou várias justificativas para indeferir o registro da AZUL como companhia aberta. Começarei este Voto listando as considerações da SEP e, em seguida, analisarei cada uma delas:
 - "em essência, o § 2º do art. 15 da lei nº 6.404/1976, não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico, ou seja, de que o poder político deve guardar uma relação com o volume de recursos aplicado no negócio."** (ênfase no original). A Exposição de Motivos do Projeto de Lei que resultou na lei nº 6.404/1976 adotou posição intermediária entre o Decreto nº 21.526 de 15/06/1932 que não limitava a emissão de ações preferenciais sem direito a voto e o Decreto-lei nº 2.627 de 26/09/1940, o qual, por sua vez, limitou a 50% do capital social a emissão de ações sem direito a voto. Assim, nos termos da Exposição de Motivos, o Projeto adotou "posição intermediária, aumentando para 2/3 do capital o limite de emissão de ações preferenciais". Para a Área Técnica, apesar de o legislador ter usado a expressão "2/3 (dois terços) do total de ações emitidas" na redação final do § 2º do art. 15[19]; da lei nº 6.404/1976, "o legislador em momento nenhum pretendeu revogar a proporcionalidade que havia, e ainda há, entre o número de ações emitidas e o capital financeiro (o aporte econômico) a elas referente".
 - O Relatório do Deputado Emerson Kapaz referente aos projetos de lei que resultaram na lei nº 10.303/2001 a qual alterou a lei nº 6.404/1976 explica "que o percentual de 50% [de ações preferenciais sem direito a voto] seria mais do que suficiente para permitir a capitalização da empresa, sem, contudo, manter a distorção atual em que se pode exercer o controle de uma empresa com propriedade de pouco mais de 15% do capital". Conclui a Área Técnica que "em nenhum momento, as reformas introduzidas na legislação societária promoveram o afastamento da relação de proporcionalidade que há entre o número de ações emitidas, o poder político a elas referente e o aporte econômico realizado".
 - Depois de tecer comentários sobre a razão entre o preço médio de emissão das ações preferenciais classe B e o preço médio das ordinárias da Companhia, a SEP conclui que no caso em tela,

"parece-nos que atribuir um dividendo às ações preferenciais 75 vezes maior que o atribuído às ações ordinárias não constitui vantagem econômica em essência, uma vez que ele tão somente reflete a proporcionalidade de 75:1 em termos patrimoniais que foi estabelecida no estatuto Social da Companhia. Neste sentido, parece-nos que a Companhia cumpre o disposto no § 1º do art. 17 da lei nº 6.404/1976 não por conceder a cada ação preferencial um dividendo maior que o atribuído a cada ação ordinária (visto que há uma relação, fixada em estatuto, de 75:1 entre ações preferenciais e ações ordinárias), mas por incluir

as ações preferenciais na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias (considerando-se aí a relação de 75:1 que existe entre ações preferenciais e ações ordinárias)".

E adiciona que "o caso da AZUL parece não se enquadrar nas situações conhecidas como "superpreferenciais", uma vez que as ações não apresentam uma grande vantagem econômica aos preferencialistas, apenas traduzem parte da diferença nos aportes econômicos".

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

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

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

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

(...)

~~§ 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto ou sujeitas a restrições no exercício desse direito, não pode ultrapassar 2/3 (dois terços) do total das ações emitidas.~~

§ 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas. [\(Redação dada pela lei nº 10.303, de 2001\)](#)

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

"Discutiu-se, e muito, em face do art. 111, se a sociedade, no caso de aumento de capital por subscrição em dinheiro, pode emitir as ações correspondentes com ágio ou prêmio. Segundo a opinião comum, o ágio ou prêmio tem por objetivo estabelecer a igualdade entre as antigas e as novas ações, quando aquelas, dada a prosperidade da sociedade, obtêm cotação acima do valor nominal.

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

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

11. Luiz Alberto C. Rosman[\[23\]](#); relata a polêmica sobre o assunto à época da vigência do Decreto-lei nº 2.627/1940. Cunha Peixoto acompanhava o entendimento de Trajano de Miranda Valverde, entendendo que o ágio pertencia aos acionistas e não à companhia, pois se pertencesse à companhia, os novos acionistas se beneficiariam em prejuízo dos antigos que correram o risco do empreendimento. Em sentido contrário, Francisco Campos argumentava que os novos acionistas, ao pagarem o ágio, não estariam se beneficiando gratuitamente das "*vantagens ou benefícios representados pelas reservas acumuladas*". Tullio Ascarelli entendia que o "*ágio conserva, por isso, sempre a sua razão de ser, e falta qualquer justificativa para a proibição da emissão de ações com ágio no aumento de capital*".
12. A polêmica foi encerrada pela lei nº 6.404/1976 que determinou que as ações devem ser emitidas sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, tendo em vista, conjunta ou alternativamente, seu valor econômico com base na perspectiva de rentabilidade da companhia, o valor do patrimônio líquido da ação, e a cotação das ações em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado (art. 170, § 1º, da lei nº 6.404/1976). Na lógica da lei, conforme discutido no Parecer de Orientação CVM nº 1, de 27/09/1978, ainda que os critérios acima mencionados sejam adotados cumulativamente, é admitida a prevalência de um deles sobre os demais.
13. A lei nº 6.404/1976 passou a admitir a emissão tanto de ações com valor nominal quanto de ações sem valor nominal (arts. 11, 13 e 14) [\[24\]](#); . O § 2º do art. 13 deixou clara a possibilidade de emissão de ação com preço de subscrição acima do valor nominal quando o valor econômico da ação for maior do que o nominal.
14. Observe-se ainda que o art. 171, § 1º da mesma lei permite que o aumento de capital seja feito só em ações ordinárias ou só em ações preferenciais, ou em ambas as espécies, mesmo que seja desproporcional às relações existentes. Ademais, é possível que o aumento de capital ocorra em momentos distintos da vida de uma companhia, quando o valor econômico de uma ação ordinária possa ser diferente do de uma ação preferencial, seja, por exemplo, devido a diferentes vantagens econômicas que uma goze em relação à outra, seja devido à diferente liquidez que possuam no mercado. Todos estes fatos podem levar a preços de emissão distintos para diferentes espécies de ações.
15. Como consequência dos fatores mencionados nos parágrafos 12 a 14 acima, admite-se a possibilidade de fixação de preços de emissão distintos para diferentes espécies de ações. Aliás, a própria CVM reconhece esta possibilidade. O Parecer de Orientação CVM nº 5 de 03/12/79 dispõe justamente sobre o aumento de capital na hipótese de diversidade de preços de emissão em função da diversidade de espécies e classes. Este parecer reconhece que uma emissão de capital com espécies distintas pode levar à captação de recursos por preços diferentes em função das características da ação. Uma espécie de ação pode gozar de mais liquidez ou vantagem econômica e, portanto, comandar um preço maior. Ora, se uma companhia tem seu capital igualmente dividido em ações preferenciais e ordinárias e uma emissão proporcional ao número de ações existentes é feita com preços distintos, então, por definição, haverá uma divergência entre o poder político e a contribuição para a cifra do capital social.
16. Por todo o exposto, concluo que a alteração da redação do art. 15, § 2º era necessária, deixando, assim, o limite percentual de ações preferenciais de se referir ao capital para se referir ao total de ações da companhia.
17. Tal interpretação é corroborada também pela mudança da redação do art. 1º da lei nº 6.404/1976 [\[25\]](#); . Conforme comenta Modesto Carvalhosa[\[26\]](#); :

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

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

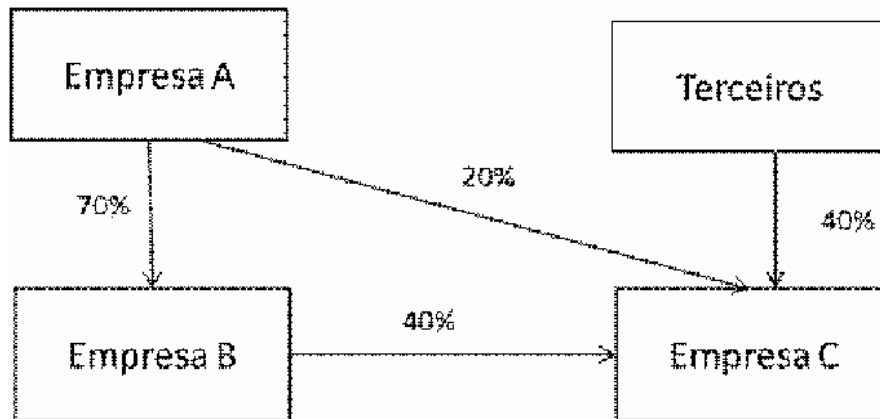
A segunda refere-se à melhor explicitação da responsabilidade dos subscritores e dos acionistas. Na lei de 1940 atribuía-se a limitação dessa responsabilidade ao *valor* das ações subscritas ou adquiridas, ao passo que, na lei de 1976, em face da possibilidade de emissão de ações sem valor nominal, define-se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

(...)

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

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

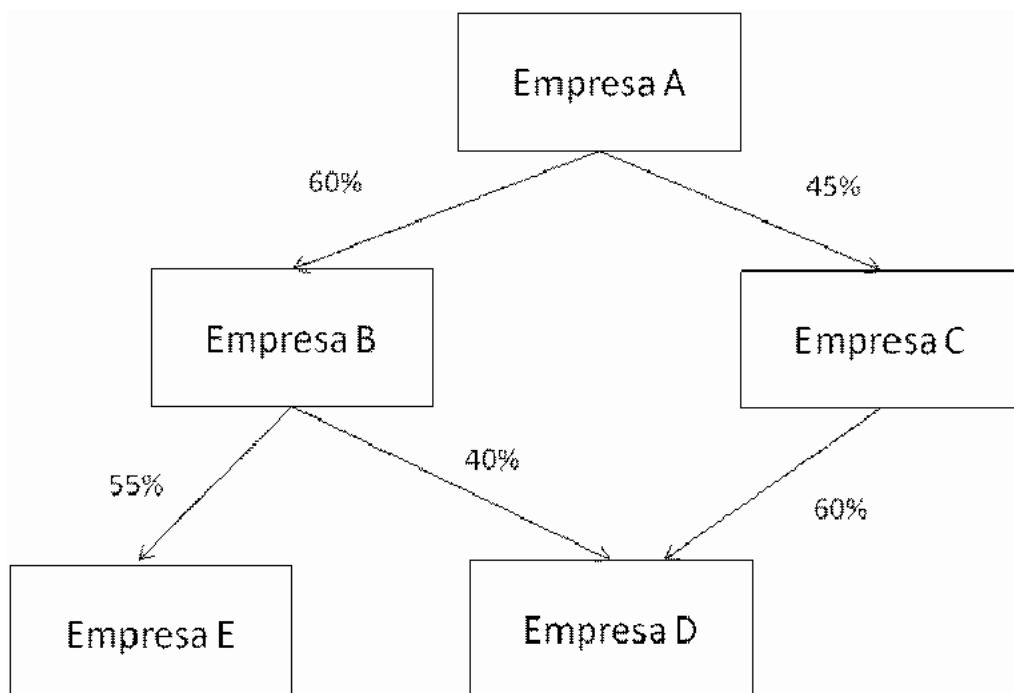
Exemplo 1 – Poder Político Maior do que o Econômico



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

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

Exemplo 2 – Poder Econômico Maior do que o Político



27. Imagine-se o que aconteceria, nos exemplos acima, se as diversas companhias abertas tivessem também ações sem direito a voto que não estivessem nas mãos dos controladores e que essas ações oferecessem como vantagem nos termos do art. 17, § 1º da lei nº 6.404/1976 um

dividendo duas vezes superior ao da ação ordinária? O divórcio entre o fluxo de caixa (poder econômico) e o poder político seria ainda maior! Nada disso é vedado pela legislação vigente.

28. Portanto, não resta dúvida nos exemplos acima, que o fator determinante para se definir o controle, e, conseqüentemente, o poder de voto nas assembleias, é o percentual de ações ordinárias detido por cada empresa nas suas controladas e coligadas e não o direito que a mesma entidade tem a receber do fluxo de caixa de uma determinada empresa.
29. Em suma, mesmo considerando que as companhias detenham apenas ações com direito a voto, o divórcio entre o poder econômico e o político é uma realidade que pode ocorrer frequentemente em função das estruturas societárias.

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

30. Acredito que agora estou pronta para analisar o argumento da SEP a respeito do parecer do Deputado Emerson Kapaz sobre o Projeto de Lei que resultou na lei nº 10.303/2001 que alterou a lei nº 6.404/1976. Antes, contudo, é importante entender o contexto do mercado de capitais que levou às propostas de alteração da Lei Societária e que culminou com a reforma de 2001.
31. Conforme o próprio relatório do Deputado Emerson Kapaz, o Projeto de Lei buscava principalmente a "defesa dos minoritários" e buscava a "inserção de novos instrumentos adaptáveis à realidade imposta pelo Programa Nacional de Desestatização". É importante lembrar que a alteração anterior, feita pela lei 9.457/1997, havia eliminado o art. 254 que previa o direito dos minoritários ordinaristas de venderem suas ações, em caso da alienação do controle da companhia, pelo controlador (*tag along*) nas mesmas condições asseguradas ao controlador. Por outro lado, a mudança da lei em 1997 também alterou o art. 17, buscando dar uma vantagem econômica efetiva às ações preferenciais. Após a mudança, estas ações, salvo no caso de ações preferenciais com direito a dividendos fixos ou mínimos, cumulativos ou não, passaram a ter direito a dividendos, no mínimo, 10% maiores do que os atribuídos às ações ordinárias. Esta vantagem valia tanto para as companhias abertas quanto para as fechadas.
32. Claramente, um dos objetivos da reforma de 1997 foi eliminar o *tag along* para os minoritários ordinaristas previsto no art. 254, permitindo, assim, que o Estado capturasse todo o prêmio de controle na alienação do controle das companhias inseridas no programa de privatização. A partir daí, a União e o Estado de São Paulo aceleraram seus programas de desestatização, culminando com a venda da Telebrás e da Embratel em agosto de 1998 e da Eletropaulo em 1999. Os editais de privatização previam que as companhias deveriam continuar sendo companhias abertas, negociadas nas bolsas de valores. A privatização da Light, da Companhia Vale do Rio de Doce, de várias companhias de eletricidade estaduais, e do Sistema Telebrás abriu novas perspectivas para milhares de investidores que imaginavam que a chegada de novos controladores com melhores práticas de governança corporativa fosse impulsionar o nosso mercado de capitais.
33. Mas não foi isso que se passou. O que ocorreu foi o chamado fechamento de capital branco através do qual os novos controladores, após pagarem ágios significativos ao Estado, buscavam baixar o custo de aquisição dos ativos, adquirindo ações preferenciais a preços e condições percebidos como vis pelos minoritários. Diante do abuso, a CVM alterou as suas instruções referentes às ofertas públicas e a grita do mercado arregimentou massa crítica para uma nova alteração da lei nº 6.404/1976, a qual ocorreu apenas quatro anos depois da mudança anterior.
34. Em relação às ações preferenciais, é diagnóstico comum aos autores citados pela SEP, Francisco Costa e Silva [\[29\]](#); e Maurício da Cunha Peixoto [\[30\]](#); que, na aplicação da lei nº 6.404/1976, a compensação por menores direitos políticos dos acionistas preferencialistas deixou de existir em função de determinadas práticas na definição estatutária dos direitos econômicos atribuídos às ações preferenciais. Difundiu-se, assim, a criação de ações preferenciais sem direito a voto e sem vantagem econômica palpável, gozando apenas de prioridade no reembolso em caso de liquidação. Para ações negociadas no mercado, evidentemente esta prioridade não tem vantagem prática, pois o investidor de mercado não compra ações de uma companhia pensando na liquidação desta e na raríssima possibilidade de receber prioritariamente seu capital, após o pagamento de credores [\[31\]](#).
35. Em outras palavras, o mercado acionário brasileiro estava combalido com operações societárias que mostravam o pouco valor das ações preferenciais e com ações cujas preferências eram altamente questionáveis. Dyck e Zingales estimaram o valor do benefício privado do controle de companhias em 39 países e concluíram que o Brasil era, no período analisado, o campeão da amostra com 65% [\[32\]](#). Este percentual é a diferença entre o preço da ação ordinária com direito a voto e a preferencial sem direito a voto após anúncio de operação em que há mudança de controle.
36. Diante deste cenário, os pontos principais abordados pela reforma de 2001 foram: (i) restaurar o direito de *tag along* para os acionistas minoritários ordinaristas; (ii) reforçar a vantagem patrimonial que pode ser concedida às ações preferenciais (sem direito a voto) admitidas à negociação no mercado de capitais, ao estabelecer como uma de suas vantagens o recebimento de dividendo pelo menos 10% maior do que o atribuído a cada ação ordinária (art. 17, § 1º, I, b, II [\[33\]](#)); e (iii) aumentar a participação dos acionistas minoritários na administração da companhia como exemplificado pelas alterações dos arts. 140, 141, 163 e 164 da lei nº 6.404/1976.
37. Conforme pontuado pela SEP, um parágrafo do parecer do Deputado Emerson Kapaz comenta a proposta do Deputado Luiz Carlos Hauly que propunha a extinção desta espécie de ação. O Deputado Emerson Kapaz argumenta que não se deveria ir tão longe, mas que havia um exagero "na permissão de emissão de tal classe de ações até 2/3 do capital". E acrescentou "(...) o direito comparado assim aponta – que o percentual de 50% seria mais do que suficiente para permitir a capitalização da empresa, sem, contudo, manter a distorção atual em que se pode exercer o controle de uma empresa com a propriedade de pouco mais de 15% do capital".
38. Em outras palavras, as ações preferenciais eram tão mal vistas que se chegou a propor a sua eliminação de nosso mercado de capitais. O que me parece é que o percentual de 50% foi mais o resultado de uma negociação política do que uma preocupação exclusiva com a proporcionalidade entre o poder político e poder econômico, tal como arguido pela SEP. Afinal, conforme visto acima, a separação entre o interesse político e o econômico pode se dar inclusive quando há apenas ações ordinárias. Ademais, no momento em que a lei permite que a ação preferencial tenha uma vantagem econômica efetiva, como dividendos, no mínimo, 10% superiores àqueles recebidos pelas ações ordinárias, a lei claramente está admitindo a possibilidade de uma divergência no preço de emissão das ações e, portanto, a quebra da proporcionalidade entre o poder político e o econômico.
39. Este ponto também foi reforçado pela própria reação do mercado ao debate então travado. Na mesma época, em 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo lançou os níveis de governança diferenciados para as companhias listadas no mercado. Em particular, destaco a criação do Novo Mercado – no qual só são admitidas à listagem as companhias que emitam exclusivamente ações ordinárias e que prevejam em seus estatutos a concessão de *tag along* de 100% em caso de alienação de controle – e o Nível 2 de Governança Corporativa, ao qual pretende aderir a AZUL, no qual as ações preferenciais gozam do *tag along* e do direito de voto (não previstos em lei) em momentos críticos da vida de uma companhia (p. ex. em casos de transformação, incorporação, fusão, cisão, na aprovação de contratos entre a companhia e o controlador, escolha de instituição financeira para determinação do valor econômico da companhia em caso de cancelamento de registro etc.).

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

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

41. Aqui me volto para o terceiro ponto da SEP, segundo o qual, a verdadeira vantagem concedida às preferenciais seria o *tag along* já que a vantagem ao dividendo 75 vezes maior por ação do que o concedido à ação ordinária só refletiria o aporte econômico diferenciado.
42. Acredito que há razão para questionar se a vantagem da ação preferencial proposta pela AZUL é realmente palpável à luz do art. 35, § 1º de seu estatuto social que define a destinação do lucro do período. No entanto, a meu ver o argumento da SEP é equivocado.
43. A lei já admite – como vantagem da ação preferencial – que o dividendo da ação preferencial seja **no mínimo** 10% superior ao dividendo da ação ordinária. E, por essa e outras razões, conforme já mencionado, a lei já traz implicitamente a possibilidade do preço de emissão da ação preferencial ser diferente daquele da ordinária. Num mundo de previsão perfeita, o preço de emissão de uma ação seria igual ao fluxo de caixa descontado dos dividendos futuros. Logo, se uma determinada ação preferencial tem expectativa de receber um dividendo superior, é razoável assumir que o mercado irá lhe atribuir um preço diferenciado, maior do que o de uma ação ordinária. É claro que, na prática, o preço da ação preferencial no mercado não seria exatamente 10% maior, pois o direito de voto também tem valor e há que se considerar a liquidez das ações, bem como a qualidade da governança corporativa da companhia. Contudo, como ponto de partida, prever estatutariamente (art. 5º, parágrafo 10º^[34]) um dividendo por ação 75 vezes maior do que aquele da ação ordinária é, sem dúvida, uma vantagem econômica válida à luz da Lei Societária.
44. Como a Companhia pretende aderir ao Nível 2 de Governança Corporativa, segmento diferenciado de listagem da BM&FBOVESPA, a ação preferencial também terá direito ao *tag along* em caso de alienação de controle, sendo-lhe assegurado o recebimento do mesmo preço por ação pago ao acionista controlador. No entanto, conforme regras estatutárias, esse direito foi ampliado de forma que o preço por ação preferencial seja equivalente a 75 vezes o preço por ação pago ao acionista controlador alienante. Portanto, formalmente, a ação preferencial da AZUL seria uma superpreferencial.
45. A minha ressalva neste ponto diz respeito ao fato de que a minuta do estatuto da Companhia, apresentado em anexo ao Recurso (fls. 2.712-2.743), estabelece um baixo valor para o dividendo mínimo obrigatório, o que permite, na prática, que a Companhia retenha praticamente todo o lucro líquido distribuível (99,9%) através de um orçamento de capital (vide art. 196 da lei nº 6.404/1976^[35]). Conforme discutirei ao longo dos próximos parágrafos, esse fato *per si* não é ilegal, mas deve estar adequadamente descrito no estatuto social e no Formulário de Referência da Companhia. Começo essa análise pela redação dos arts. 35 e 37 da minuta do estatuto, que assim dispõem:

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

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

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

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

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

IV – o saldo remanescente será distribuído como dividendo.

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

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

Artigo 37 – A Diretoria da Companhia deverá preparar anualmente, antes do início de cada exercício social, um plano de negócios por escrito para a Companhia, que incluirá como anexos orçamentos operacionais por rubrica (line item operating) e orçamentos de dispêndio de capital (capex) para o exercício social a seguir, bem como margens para a remuneração da Diretoria. O plano de negócios será submetido ao Conselho de Administração para aprovação, com antecedência de pelo menos 30 (trinta) dias do início do exercício social".

46. Observe-se que o dividendo mínimo obrigatório foi estabelecido em 0,1% do lucro líquido remanescente após as deduções para a reserva legal e de eventual reserva de contingência. A vantagem econômica da ação preferencial da Companhia não está no pagamento de dividendo prioritário fixo ou mínimo. A vantagem, determinada por lei, foi conferida pelo art. 5º, parágrafo 10 do estatuto, em linha com o disposto no art. 17, § 1º, I, b, II, da lei nº 6.404/1976 no estabelecimento de um dividendo por ação 75 vezes superior ao da ação ordinária.
47. O dividendo por ação preferencial 75 vezes superior ao da ação ordinária pode, contudo, não se traduzir em uma vantagem econômica para os acionistas, pois a minuta do estatuto, em seu art. 35, parágrafo 1º, III, estabelece que a Companhia só tem a obrigação de distribuir como dividendo mínimo obrigatório 0,1% dos lucros. Conforme transcrito acima, o inciso seguinte dispõe que o saldo remanescente será distribuído como dividendo. A questão então que se coloca é o que separa o inciso III do inciso IV do parágrafo 1º do art. 35 da minuta do estatuto da AZUL?
48. Uma leitura inicial poderia levar a entender que todo o lucro seria distribuído como dividendo após o pagamento do dividendo obrigatório. Afinal, quando o inciso IV menciona o saldo remanescente, de que saldo se está falando? Se do inciso III, teríamos como consequência lógica a distribuição de todo o lucro, mas então por que teríamos dois incisos e não um apenas? Também não é razoável presumir que uma empresa criada recentemente, com elevada necessidade de capital fixo, e que cresce rapidamente distribua todo o seu lucro ajustado. Fica assim a dúvida de como serão determinados os dividendos da Companhia.
49. A correta distinção entre os incisos III e IV do § 1º do art. 35 da minuta do estatuto pode ficar mais clara quando esse dispositivo é analisado em conjunto com o art. 37 da mesma minuta que prevê a aprovação anual de plano de negócios contemplando orçamentos operacionais e de dispêndio de capital. Uma leitura sistemática desses dois dispositivos demonstra que o lucro a ser distribuído aos acionistas, em adição ao

mínimo obrigatório (de apenas 0,1%), será aquele que remanescer após a retenção de lucros nos termos do art. 196 da Lei Societária. Observo que na ausência desta interpretação sistemática, o dispositivo deste estatuto seria ainda mais obscuro, ficando a decisão final sob o arbítrio puro dos administradores ou da maioria. Depois de pagar 0,1% como dividendo obrigatório, poder-se-ia distribuir todo o saldo do lucro remanescente como dividendo, conforme escrito no próprio estatuto, ou retê-lo com base em orçamento de capital.

50. Em geral, os investidores de *private equity* investem nas fases iniciais da vida de uma companhia quando a prioridade é crescer e o reinvestimento de todo o lucro pode fazer sentido para os seus acionistas, frequentemente em pequeno número e qualificados. Contudo, no momento em que a Companhia pretende captar poupança pública, e sendo o dividendo um atrativo para o investidor de varejo, no meu sentir, a cláusula de dividendos deve ser regulada com maior clareza.
51. Diante do caso concreto e numa interpretação sistemática da Lei, acredito que o montante de dividendos a ser distribuído não está definido com a clareza, precisão e minúcia que a Lei exige. É a própria minuta do estatuto que estabelece que "o saldo remanescente será distribuído como dividendo" logo em seguida ao inciso que estabelece a distribuição de 0,1% do saldo do lucro líquido como dividendo obrigatório mínimo.
52. As normas estatutárias devem ser claras e não induzir a erro, especialmente quando tratam de direitos essenciais do acionista tais como participar do lucro (art. 109, I)[36].
53. A meu ver, a atual redação do art. 35 da minuta do estatuto pode levar, por sua falta de clareza, a desentendimentos entre o acionista controlador e os minoritários sobre a sua aplicação. Ressalto não estar questionando a legalidade do dividendo previsto, mas a forma com que esse foi redigido na minuta do estatuto. A Companhia pode reter, com base em orçamento de capital, a parcela do lucro líquido que remanescer após o pagamento do dividendo mínimo obrigatório, mas deve deixar isso claramente disposto no estatuto, para não induzir os minoritários e o mercado a erro.
54. De acordo ainda com o art. 37 da minuta do estatuto, anualmente a Diretoria preparará o orçamento do ano e o orçamento de capital da Companhia e os apresentará ao Conselho de Administração. Nada é dito no estatuto sobre a constituição de uma reserva estatutária nos termos do art. 194 da lei nº 6.404/1976[37]. Observo que outras companhias com elevadas necessidades de capital fixo, como no setor de óleo e gás, das quais são exemplo a H RTP e a OGX (atual OGP), contêm em seus estatutos cláusula prevendo o pagamento de dividendo obrigatório de 0,001% do lucro do período. Ambos os estatutos preveem a criação de reservas estatutárias para expansão. A diferença entre a reserva estatutária e a retenção de lucros a partir da proposta da administração de orçamento de capital é que aquela autoriza previamente a sua constituição, ao passo que a retenção de lucros depende de autorização da assembleia a partir de um orçamento de capital. Se a Companhia identifica a necessidade de retenções contínuas ou frequentes do lucro, não seria o caso de estabelecer com clareza a uma reserva estatutária?
55. O art. 198[38] da lei nº 6.404/1976 dispõe que a constituição das reservas de que trata o art. 194 e a retenção nos termos do art. 196 não poderão ser realizadas em prejuízo do dividendo obrigatório. Mas quando o próprio dividendo obrigatório é irrisório, a administração da companhia ganha bastante poder discricionário. Noto também que, na sistemática da lei, "*os administradores somente farão jus à participação nos lucros do exercício social em relação ao qual for atribuído aos acionistas o dividendo obrigatório de que trata o art. 202*" (§ 2º do art. 152). Mas, como o dividendo obrigatório previsto no estatuto Social da Companhia é inferior a 25% do lucro líquido, os administradores não tem direito a participação no lucro (art. 152, § 1º[39]). Ou seja, no caso da AZUL, os administradores não fazem jus à participação no lucro e resultado (PLR). Por outro lado, é importante ressaltar que mesmo o pagamento de um dividendo obrigatório manifestamente reduzido já permite que os administradores recebam remuneração com base em opções. Finalmente o art. 199 da lei dispõe que o saldo das reservas de lucro, exceto as para contingências, e de incentivos fiscais e de lucros a realizar, não poderá ultrapassar o capital social. Atingido este limite, a assembleia determinará a destinação do excesso para aumentar o capital social ou distribuir dividendos[40]. Note-se que o art. 199 não prevê limites para a retenção de lucros com base em orçamento de capital realizada com base no art. 196.
56. É importante ressaltar que certas disposições estatutárias sobre dividendos já foram alvo de análise por esta CVM. Destaco o Processo CVM nº RJ2001/3270, julgado em 09/07/2002, referente à cláusula estatutária da Companhia Belgo Mineira que dava latitude à administração para propor anualmente destinação de 5% a 75% do lucro do exercício para a constituição de reserva estatutária para expansão, cessando a destinação quando esta reserva atingisse 80% do capital social[41]. O Colegiado entendeu, por maioria, que esta cláusula era legal. Mais recentemente, no Processo CVM nº RJ2005/2611, julgado em 04/10/2005 foi discutida cláusula estatutária da Companhia de Transmissão Paulista (CTEEP) segundo a qual após o pagamento de dividendo equivalente a 10% do capital social integralizado pelos preferencialistas aos acionistas desta espécie, seguido do pagamento de até 10% do capital social integralizado pelos acionistas ordinários a esta espécie, e da destinação de 20% do saldo para a constituição de reserva de expansão no limite de 10% do capital social, o saldo remanescente seria distribuído igualmente entre as ações ordinárias e preferenciais.
57. Os reclamantes entendiam que a parte final do dispositivo estabelecia o dividendo obrigatório. Assim, quando a companhia propôs a retenção do saldo remanescente com base em orçamento de capital, os reclamantes entenderam que a CTEEP teria violado o seu estatuto, pois não haveria outro destino para o saldo que não a sua distribuição. O Colegiado por unanimidade entendeu que o dividendo de 10% do capital social preferencial para as ações preferenciais e o dividendo de até 10% para as ações ordinárias constituíam o dividendo obrigatório da companhia e que esta poderia reter lucros com a apresentação de orçamento de capital.
58. Relato estes casos para ilustrar que cláusulas estatutárias tais como as da AZUL podem levar a controvérsias. Lembro que o estatuto da Companhia propõe pagar 75 vezes mais dividendo por ação às ações preferenciais em relação às ordinárias. Contudo, esta vantagem pode ser esvaziada pelo art. 35 da minuta do estatuto.
59. O mais provável é que, com base na regra do art. 196 da lei, a partir de orçamentos de capital apresentados pela administração, todo lucro remanescente (ou parte substancial dele) seja retido para financiar o desenvolvimento das atividades da Companhia. Conforme mencionado no item 55 acima, os lucros retidos com base em orçamento de capital, por terem a natureza de lucro acumulado (e não de reserva de lucro), não têm limite para seu saldo, não sendo a eles aplicados a norma do art. 199 da lei.
60. Assim, há a possibilidade concreta de a ação preferencial não ser uma super preferencial, mas não pelas razões levantadas pela SEP, e sim pelo disposto no estatuto da Companhia.
61. Por esses motivos, entendo que, ao menos em tese, a redação do inciso IV do § 1º do art. 35 da minuta de estatuto social da AZUL não está em conformidade com o disposto no § 1º do art. 202, combinado com o art. 19, da lei nº 6.404/1976[42], segundo o qual o estatuto deve fixar o dividendo com precisão e minúcia, sem sujeitar os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria.
62. Diante disso, acredito que a Companhia deve deixar claro no seu Formulário de Referência o risco para o investidor que busca dividendos diferenciados. A administração da Companhia pode anualmente propor que parcelas expressivas de seu lucro sejam retidas, com base em orçamento de capital, esvaziando assim a atratividade do que poderia ser entendido pelo investidor como um super dividendo. Acredito que o Formulário de Referência da AZUL deve mencionar que a necessidade de investimentos da Companhia pode levar a administração a propor à assembleia a retenção de lucros, com base em orçamento de capital, diminuindo assim o lucro disponível para o pagamento de dividendos.

63. É importante também salientar no Formulário de Referência que o acionista controlador, embora detentor da maioria dos votos em assembleia, tem interesse econômico reduzido na distribuição de dividendos já que as suas ações são predominantemente as ordinárias cujo dividendo por ação é de apenas 1/75 avos daquele eventualmente pago à ação preferencial. Como, o acionista controlador tem a maioria de votos na assembleia, o art. 35 tal como disposto na minuta do estatuto pode, a meu ver, ser visto como uma potencial fonte de abuso de poder de controle que, caso ocorra, deve ser devidamente punido por esta Autarquia.
64. Complementando o disposto acima, entendo que, como o acionista controlador detém a maioria dos votos na assembleia geral e detém participação econômica reduzida no fluxo de caixa a ser gerado pela Companhia, a SEP muito corretamente exigiu que a AZUL incluísse discussão na seção de risco do Formulário de Referência sobre o potencial conflito entre o acionista controlador e os minoritários (fl. 1.373, seção 4.1.b do Formulário de Referência).
65. Caso minha percepção seja também compartilhada pela SEP em sua análise no âmbito do pedido de registro da AZUL como companhia aberta, o inciso IV do § 1º do art. 35 da minuta de estatuto poderia, por exemplo, deixar claro, se o lucro a ser distribuído aos acionistas, em adição ao mínimo obrigatório (de apenas 0,1%), será aquele que remanescer após a eventual retenção de lucros, com base em orçamento de capital aprovado em assembleia, nos termos do art. 196 da Lei Societária e do art. 37 daquele estatuto.

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

66. A Companhia explicou em seu Recurso as limitações impostas pelo Código Brasileiro de Aviação ("CBA") sobre a propriedade do capital votante^[43]. Para a SEP não se pode admitir que regra específica de certos setores justifique a não observância da lei nº 6.404/1976. Embora a SEP tenha razão neste ponto, o que se coloca aqui é se a Lei Societária brasileira é flexível para admitir a capitalização de uma companhia de aviação no mercado de capitais no formato tal como pretendido pela AZUL. Para responder a esta questão, é preciso lembrar o propósito maior da lei e quais dispositivos de um estatuto são de norma cogente ou podem ser livremente contratados pelos acionistas. Em outras palavras, o dividendo por ações preferenciais pode ser 75 vezes maior do que o dividendo por ação ordinária?
67. Inicialmente, é preciso lembrar a lição dos autores da lei nº 6.404/1976 segundo a qual ela é um sistema de normas que visa a proteger os mais diferentes interesses^[44]. A interpretação do sistema exige a identificação dos interesses protegidos em cada norma e a hierarquização desses interesses, dentre os quais destacam-se:
- o interesse geral na eficiência e expansão da empresa – instituição econômica fundamental da sociedade moderna, de que depende o desenvolvimento econômico do País e o bem estar econômico e social da comunidade em que está situada;
 - o interesse dos acionistas de participarem no lucro e na valorização de suas ações e contra o abuso de administradores e de acionistas controladores;
 - o interesse dos credores e dos que negociam com a companhia;
 - o interesse de investidores e intermediários dos mercados de valores mobiliários na higidez e na integridade do mercado de capitais; e
 - o interesse dos administradores em exercer suas atribuições sem correrem o risco da responsabilidade pessoal que iniba suas decisões.
68. Por outro lado, outras normas aplicam-se às companhias. O Código Civil traz disposições sobre, por exemplo, as pessoas jurídicas de direito privado, negócios jurídicos, obrigações, contratos em geral, responsabilidade civil, direitos reais de garantia dentre outros. O Código Penal tipifica crimes de fundadores, administradores e acionistas de companhias. As leis que disciplinam as atividades reservadas ao Estado e exercidas em nome deste por concessionárias podem integrar o sistema jurídico da companhia. Pode ocorrer mesmo que a norma exija a constituição de uma companhia, como é o caso da lei que regula as instituições financeiras. Assim, várias normas podem fazer parte do sistema jurídico de uma companhia.
69. Podemos afirmar que é do interesse público que as companhias tenham acesso ao mercado de capitais, viabilizando a criação de empregos e o aumento da riqueza nacional. E aqui a questão que se coloca é se o art. 5º, parágrafos 3º e 9º do estatuto da AZUL infringe o disposto no § 2º do art. 15 da lei nº 6.404/1976.
70. Já abordei acima que, no meu entendimento, não é necessário que haja uma correspondência entre o aporte econômico trazido pelo acionista e o poder político que ele exerce na companhia. Nesta altura discuto a natureza dos dispositivos estatutários de uma companhia sobre dividendos. A questão que se coloca é se estes dispositivos se subordinam a normas cogentes da lei ou podem ser livremente ajustados entre os acionistas.
71. Cabe ao intérprete precisar a natureza de cada norma tendo em conta o seu fim e o interesse que protege. Assim, a lei nº 6.404/1976 contém normas que limitam a liberdade de contratar dos acionistas, pois:
- os direitos dos acionistas são incorporados em valores mobiliários sujeitos a regime próprio para a proteção dos titulares e para o regular funcionamento do mercado de capitais;
 - a formação do capital social está sujeita a regime especial, pois é fundamental para a proteção dos credores e para o próprio acesso da companhia ao crédito; e
 - o direito de retirada é protegido por norma cogente que não pode ser afastada, pois implica em redução do capital social da companhia.
72. Neste contexto, seria a norma que regula a repartição do lucro entre os acionistas norma cogente ou está no campo da liberdade de contratar? Para Lamy Filho e Bulhões Pedreira prevalece a liberdade de contratar nas companhias no que se refere "*ao objeto social, às contribuições para o patrimônio social a que se obrigam os acionistas, à repartição entre estes do resultado da atividade social, à modificação do estatuto social e aos negócios de incorporação, fusão e cisão*" (ênfase adicionada)^[45].
73. Sendo um direito patrimonial, não haveria mesmo razão pela qual os acionistas não pudessem dispor a respeito dentro dos limites dados pela lei. Assim, o art. 17, § 1º, b, II, prevê como um dos direitos possíveis a ser outorgado pelo estatuto às ações preferenciais nas companhias com ações admitidas à negociação no mercado, em troca da retirada do direito de voto dessas últimas, o recebimento de dividendo **pelo menos 10% maior** do que o atribuído às ações ordinárias. Foi criado um piso e não um teto! Este último ponto está em linha com as reclamações anteriores à mudança da lei em 2001, quando se entendia que as ações preferenciais não traziam nenhuma vantagem econômica efetiva. A lei passou a exigir a concessão ao preferencialista de um dividendo efetivamente diferenciado. Se esta vantagem for adotada pelo estatuto, a ação preferencial de companhia aberta (com ações admitidas à negociação) não mais poderia ter apenas prioridade no recebimento do dividendo, mas sim o direito de receber um dividendo superior ao da ação ordinária.

74. Para além da liberdade de contratar, do ponto de vista econômico, esta flexibilidade estatutária faz todo o sentido para as companhias nas quais a figura do fundador é fundamental para o seu sucesso, especialmente nos primeiros anos após a criação da sociedade. O fundador, sendo um administrador ou inovador diferenciado, mas sem o capital necessário, pode desejar abrir mão dos dividendos em favor dos sócios que aportem capital à sociedade. Estes, por outro lado, estão satisfeitos de entregar a administração do negócio a este administrador diferenciado. Assim, tendo os sócios minoritários contribuído 24 vezes mais capital[46] do que o acionista controlador da Companhia, e depois de concluído o desdobramento das ações ordinárias, o dividendo por ação preferencial foi estabelecido estatutariamente em 75 vezes o dividendo por ação ordinária (fls. 1.712-1.715).
75. Não vejo como este ajuste contratual por si só fira o interesse público e deva ser proibido por esta Autarquia. Pelo contrário, entendo que a eventual vedação pela CVM desta estrutura poderia dificultar acessos legítimos de companhias ao mercado de capitais, sem ganhos visíveis para a sociedade e para o próprio mercado de capitais que possam decorrer desta vedação. Em regra, o fundamental é que, numa eventual distribuição pública, os potenciais acionistas tenham sido claramente informados das disposições estatutárias sobre os seus direitos econômicos e políticos.
76. No meu entender, a lei nº 6.404/1976 é suficientemente flexível para permitir tal estrutura e possibilitar que uma companhia de aviação acesse o mercado de capitais nos moldes propostos pela AZUL, respeitando as regras do CBA.
77. Aliás, sobre as regras do CBA e todas as demais aplicáveis à AZUL, vale lembrar, adicionalmente, o notório dever de todo intérprete (o que inclui, em especial, entidades integrantes do Estado como a CVM) de presumir legítimas e harmônicas todas as partes da legislação em vigor no país e não o contrário. Neste sentido, entendo que a posição aqui sustentada prestigia e harmoniza adequadamente todo o ordenamento jurídico incidente na espécie.
78. É claro que não estou sustentando que, em qualquer hipótese, estruturas como a aqui analisada serão juridicamente híidas. Contudo, após analisar os fatos específicos e a legitimidade das razões apresentadas pela Companhia no caso concreto, à luz dos indispensáveis sopesamento e harmonização do conjunto de normas e regras a ela aplicáveis, estou convencida de que não existe o vício de legalidade apontado pela SEP.

1.5 – Responsabilidade Subsidiária e Participação Minoritária do Controlador no Conselho

79. O quinto argumento da SEP para indeferir o pedido da Companhia refere-se à possibilidade de o controlador não eleger a maioria dos membros do conselho de administração e de haver um acionista controlador com "pouquíssima responsabilidade subsidiária *em relação ao capital da companhia, o qual possui qualidade de servir de garantia a credores, com base no princípio da integridade do capital social*".
80. Em relação à "pouquíssima responsabilidade subsidiária em relação ao capital da companhia", com a máxima *data vênia*, entendo que o uso do termo é equivocado. Como bem é sabido por todos e, em especial, pela Área Técnica, o art. 1º da lei nº 6.404/1976 é bastante claro a esse respeito ao dispor:
- Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.
81. Portanto, o primeiro artigo da lei limita a responsabilidade dos acionistas ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas. O acionista não responde pelas obrigações da companhia nem como devedor solidário nem como garantidor subsidiário. A sua responsabilidade é integralizar o preço de emissão da ação. Observe-se que o credor desta obrigação é a companhia.
82. Como se sabe, a introdução do conceito da personificação das sociedades empresariais foi fundamental para o desenvolvimento econômico, pois viabilizou a formação de sociedades com grande número de sócios e facilitou a transferência de participações acionárias. Assim, conforme disposto no art. 1º da lei, na participação do acionista na companhia, o que é limitado é o seu risco financeiro. Tudo que ele pode perder é o preço de emissão de suas ações, sem qualquer outra obrigação para com os demais acionistas ou credores. Se não fosse assim, o mercado acionário restaria inviabilizado.
83. Conforme mencionado acima, o instituto do capital social é cuidadosamente regulado na lei nº 6.404/1976, que assegura a sua intangibilidade e, portanto, a proteção dos credores[47]. Em primeiro lugar, a lei assegura que, uma vez subscrito o capital pelos acionistas, ele deverá ser realizado (integralizado). O art. 106 dispõe que "[o] acionista é obrigado a realizar, nas condições previstas no estatuto ou no boletim de subscrição, a prestação correspondente às ações subscritas ou adquiridas". Neste sentido, se a sociedade entra em liquidação, o liquidante deve "exigir dos acionistas, quando o ativo não bastar para a solução do passivo, a integralização de suas ações " (art. 210, V).
84. Em segundo lugar, o credor tem assegurado que a integralização realmente corresponde à cifra nominal em dinheiro declarada como capital nos estatutos sociais, pois o art. 8º, § 6º da Lei Societária estipula que os bens devem ser avaliados, prevendo a responsabilidade dos avaliadores e do subscritor que realizou o capital com bens.
85. Em terceiro lugar, o capital social será intangível. Uma vez subscrito, o capital passa a integrar o patrimônio da companhia, devendo ser utilizado na atividade social, só podendo ser devolvido aos sócios nas hipóteses previstas em lei, como no caso do recesso. A redução do capital social com a consequente devolução do capital para os acionistas quando excessivo é hipótese regulada na lei, com ampla garantia dos credores.
86. Os dispositivos que regulam o capital social são de ordem pública e não podem ser alterados pelos acionistas. Uma vez subscrito e integralizado o capital, não há que se falar de responsabilidade subsidiária dos sócios, sejam controladores ou não. Os credores estão garantidos pelo patrimônio social, do qual o capital social é parte importante.
87. A SEP recebeu com estranheza o fato de que o acionista controlador poderá possuir participação minoritária no Conselho de Administração, indicando que "o sócio com maior número de ações ordinárias tem seu poder de controle ceifado " e que este fato seria "incongruente".
88. Esta observação da SEP chama atenção. O mercado tem discutido nos últimos anos a ampliação do poder de representação dos acionistas minoritários nos conselhos de administração, seja elegendo conselheiros diretamente, seja por meio de um maior número de conselheiros independentes. Lembro que a proposta da BM&FBOVESPA em 2010 para a ampliação do número de conselheiros independentes para as companhias listadas do Novo Mercado e do Nível 2 de Governança Corporativa foi reprovada pelas companhias então listadas nestes segmentos, para desgosto daqueles que militam pela boa governança corporativa[48]. Na estrutura proposta pela AZUL, considero salutar que o acionista controlador esteja dando mais poderes para os acionistas preferencialistas e minoritários para elegerem membros para o conselho.
89. Dito isso, não vejo como a responsabilidade do acionista controlador da AZUL seja menor do que a de qualquer outro acionista controlador. O fato de o estatuto permitir que a maioria dos conselheiros seja eleito pelos acionistas minoritários, celebrantes do acordo de acionistas, e por acionistas preferencialistas, não diminui a responsabilidade do acionista controlador no caso em tela.
90. O acionista controlador, Sr. David Neeleman, com 67% das ações ordinárias detém a maioria dos direitos de sócios nas assembleias e usa

efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, inclusive quando toma decisão consciente, informada, e refletida de abrir mão de nomear a maioria dos componentes do conselho de administração. Ele é o CEO da companhia^[49] e acumula a presidência do conselho de administração. Apresenta-se como controlador perante as autoridades de aviação e perante a CVM.

91. O fato do Sr. Neeleman abrir mão de eleger a maioria dos conselheiros, para fazê-lo, em conjunto, com seus sócios minoritários, celebrantes de acordo de acionistas, em nada altera o fato de que ele é o acionista controlador respondendo – no caso, pessoal e ilimitadamente – por eventual dano causado por atos praticados com abuso de poder conforme o disposto no art. 117 da lei nº 6.404/1976. Como administrador, ele ainda responde – pessoal e ilimitadamente – pelo descumprimento dos deveres de diligência, de lealdade e de informar (arts. 153, 155 e 157), por desvio de poder (art. 154), e por infração ao disposto no art. 156 sobre conflito de interesses.
92. A Lei Societária brasileira é, pelo meu conhecimento, a única que dispõe sobre as responsabilidades do acionista controlador. A estrutura societária da AZUL em nada interfere com esta responsabilidade ou a dos administradores. O Sr. Neeleman tem deveres fiduciários para com a companhia e seus acionistas e eventuais desvios de conduta estarão sujeitos aos rigores da lei e desta CVM – respondendo o Sr. Neeleman pessoal e ilimitadamente pelos prejuízos que eventualmente vier a dar causa.

1.6 – O Potencial Desalinhamento de Interesses entre o Acionista Controlador e o Acionista Minoritário

93. Em seu sexto argumento, a SEP conclui que a situação em análise " *pode acarretar um possível desalinhamento de interesses entre o acionista controlador e os demais acionistas*", o qual seria decorrente de " *uma sociedade de capitais controlada por um acionista (ou grupo de acionistas) que dela participa com pouquíssimo capital*". Concordo com a SEP quanto ao possível desalinhamento de interesses, mas não quanto ao não deferimento do registro de companhia aberta com base neste argumento.
94. No meu entender, não cabe a esta CVM indeferir pedido de registro de companhia aberta sob o argumento de que a estrutura societária de uma companhia apresenta, em termos permitidos pela lei, um potencial desalinhamento de interesses entre o acionista controlador e o minoritário. A chamada boa governança corporativa não é algo decorrente apenas da lei ou da autorregulação, mas da prática do dia a dia das companhias. Basta lembrar que as companhias listadas no segmento do Novo Mercado sinalizam para o público investidor que têm **potencialmente** uma governança superior. Contudo, estar no Novo Mercado não é condição necessária nem suficiente para a concretude deste propósito, como bem mostra a prática do mercado. Por outro lado, há companhias com estruturas que fogem ao lema "uma ação, um voto" e que são percebidas pelo mercado como companhias detentoras de boa governança.
95. A CVM, no meu sentir, não dever almejar ser capaz de proteger a tudo e a todos, tentando antever o que pode acontecer no futuro. Esta atitude acarretaria o risco de o ente regulador impedir uma companhia de vir ao mercado captar recursos, um dos principais propósitos da própria lei e a razão de ser do mercado de capitais. O descumprimento dos deveres do acionista controlador e dos administradores deve ser prontamente apurado e julgado no devido processo sancionador conduzido por esta Autarquia. Desvios do que é percebido potencialmente pelo mercado como pobre governança devem ser devidamente precificados pelo mercado.
96. Assim, se uma companhia tem um potencial desalinhamento que já é identificado por esta Autarquia, o papel desta é exigir que eventuais conflitos sejam devidamente explicitados na seção 4 do Formulário de Referência (fatores de risco), tal como bem sinalizado no presente caso pela SEP (fl. 1.373). No caso concreto, uma vez explicitada para o mercado a estrutura de capital e o propósito dela, cabe ao mercado – no regime da informação ampla e completa (*full disclosure*) – decidir se acredita nos propósitos do acionista controlador, se dá um desconto para o potencial desalinhamento, ou não. Assim, a precificação de potenciais desalinhamentos cabe ao mercado e não à CVM. Pode-se mesmo imaginar uma situação em que o mercado inicialmente desconfie do comportamento potencial do acionista controlador, mas com o passar do tempo, perceba que este risco é desprezível ou inexistente e, a partir daí, a companhia passe a comandar um múltiplo maior no mercado.
97. Note-se, no caso em tela, que o acionista controlador é considerado um especialista do setor. O mercado pode muito bem ver isto como um trunfo e dar um voto de confiança à administração de que a Companhia terá uma governança irrepreensível. Nestas circunstâncias, o IPO comandará um bom múltiplo. Certamente, esta Autarquia não deve impedir tal possibilidade sob o argumento de que há um potencial desalinhamento de interesses. Caso o controlador e a administração da Companhia não se comportem à altura das expectativas do mercado, o múltiplo da Companhia cairá. O risco deste potencial é dos investidores e do mercado que estão melhor habilitados a colocar um preço neste risco.
98. Observo que a discussão sobre desalinhamento de interesse no mercado de capitais não é peculiar ao Brasil. E não foi só aqui no Brasil que se considerou eliminar as ações preferenciais, estabelecendo-se a regra "uma ação, um voto" tal como proposto pelo Deputado Luiz Carlos Hauly no Projeto de lei nº 3.521/1997, proposta que acabou sendo rejeitada pelo Relator Deputado Emerson Kapaz. A ideia é que o princípio "uma ação, um voto" alinha os interesses dos diferentes tipos de acionistas e mantém a proporcionalidade entre o poder político e o econômico.
99. Em 2006, o irlandês Charlie McCreivy, Comissário Europeu para o Mercado Interno, lançou uma consulta pública na Comunidade Europeia propondo uma discussão sobre os prós e contras da adoção do princípio "uma ação, um voto". Após dois anos de debates, decidiu-se que a Comunidade não deveria implementar novos regulamentos neste sentido^[50].
100. Como parte do material de suporte para a discussão, a Comunidade Europeia encomendou um estudo sobre a "Proporcionalidade entre Propriedade e Controle nas Companhias Listadas na Europa"^[51].
101. Neste estudo, preparado pelo escritório de advocacia internacional Shearman & Sterling, foram apresentadas diferentes estruturas que levam ao desvio do princípio da proporcionalidade entre controle e propriedade. As estruturas existentes em 16 países da Comunidade foram comparadas com as jurisdições dos EUA, Japão, e Austrália. Os diferentes mecanismos avaliados para amplificar o controle incluem estruturas piramidais, acordos de acionistas, participações cruzadas, dispositivos que exigem voto qualificado, ações preferenciais sem direito a voto, voto plural, teto para o direito de voto, e limites para a propriedade.
102. Dentre estes mecanismos, as estruturas piramidais, os acordos de acionistas, e as participações cruzadas estão presentes em todas as jurisdições europeias, nos EUA, no Japão e na Austrália. As ações preferenciais e o voto plural estão presentes em 81% e em 50% das jurisdições europeias, respectivamente. Estes dois últimos mecanismos estão presentes nos EUA e no Japão. Na Austrália não é permitido o voto plural. Contudo, não é porque um mecanismo está presente numa determinada jurisdição que ele é adotado.
103. O estudo do escritório Shearman & Sterling conclui que ^[52]:
 - a. Nenhum dos países adotou uma estratégia na qual havia apenas a possibilidade do princípio "uma ação, um voto" ou permitiu que todos os mecanismos fossem adotados. Todos os países adotaram entre cinco e 11 dos 13 possíveis mecanismos avaliados pelo estudo. Isto indica que sujeito a algumas restrições, as companhias podem se organizar da melhor forma que lhes seja adequada.
 - b. A discrepância entre a existência de um determinado mecanismo e a sua efetiva adoção pelas companhias indica que as práticas e

expectativas de mercado têm um papel importante na seleção pelas companhias listadas dos mecanismos disponíveis[53]. Assim, por exemplo, embora o voto plural seja permitido no Reino Unido, das 20 maiores companhias listadas naquele país, apenas uma adotava-o.

- c. O uso dos mecanismos para amplificar o controle pode ser desafiado quando o seu uso na prática leva a uma quebra dos princípios básicos da Lei Societária que protegem as minorias. São exemplos, decisões tomadas no interesse exclusivo dos administradores ou dos acionistas controladores, contra o interesse da companhia, ou quando conferem vantagens para um determinado grupo de acionistas em detrimento de outros, ou, ainda, quando há quebra dos deveres fiduciários.
 - d. A divulgação pela companhia de que adota algum destes mecanismos incluem o arquivamento do estatuto junto às autoridades (registro público de pessoas jurídicas e regulador) e sua descrição nos prospectos de admissão ao mercado, e nos relatórios periódicos.
104. Mais recentemente, em 2013, o sucessor do Sr. McCreevy, o francês Michel Barnier, informou que estava considerando a ideia de dar mais poder de voto ou uma parcela maior dos dividendos para acionistas considerados de longo prazo. A ideia é incentivar o investimento de longo prazo. Certamente, o Comissário foi influenciado pela legislação de seu país natal, na qual as ações mantidas pelo acionista por mais de dois anos adquirem o direito do voto duplo (isto é, uma ação mantida por mais de dois anos, dois votos). As ideias do Sr. Barnier encontraram oposição em Londres, a respeito da dificuldade burocrática para votar com voto duplo ou como as companhias calculariam o valor dos dividendos[54], mas mostram o quanto o debate sobre o assunto está presente.
 105. Nos Estados Unidos, durante os anos 80, várias companhias se distanciaram do princípio "uma ação, um voto" amplamente difundido naquele país até então[55]. Esta mudança decorreu do mercado para a tomada de controle das companhias que estava bastante ativo nos anos 80. Muitas companhias adotaram mecanismos que se distanciaram do princípio "uma ação, um voto" como uma forma de defesa contra tomadas de controle hostis.
 106. Em resposta a este ambiente, em 1988, a SEC, pela primeira vez tentou regular o direito de voto dos acionistas adotando a regra 19c-4, a qual proíbia as bolsas de listarem companhias abertas que emitissem ações ou tomassem decisões que restringissem o direito de voto dos acionistas. Embora não adotasse o princípio "uma ação, um voto", a nova regra limitava substancialmente a possibilidade das companhias americanas de adotarem ações com direito de voto diferenciados[56].
 107. Uma associação de CEOs de companhias abertas americanas, o *Business Roundtable*, desafiou nas cortes a nova regra da SEC. O tribunal de Washington, DC, concordou com a associação e decidiu que a regra estava além do poder regulatório da SEC e esclareceu que o papel primordial da SEC era regular as informações públicas às quais as companhias estão sujeitas, e não o direito material.
 108. Evidentemente que a ação da CVM a respeito do assunto não é pautada pela experiência internacional, mas por nossa lei. Contudo a discussão internacional pode ajudar na decisão do presente caso na medida em que mostra que discussões semelhantes ocorreram em outros países e explica qual a racionalidade na decisão final destas jurisdições. Afinal, há um conjunto comum de valores pelo qual todas as jurisdições se pautam, como por exemplo, as regras de proteção dos acionistas minoritários e as normas sobre abuso do poder de controle.
 109. Embora os participantes de mercado, e eu aqui me inclua entre eles, possam perceber como salutares o princípio "uma ação, um voto" e da proporcionalidade entre o poder político e o poder econômico, entendo que não há uma fórmula única que deva ser seguida por todos. No Brasil e no exterior há exemplos de companhias de sucesso em suas operações e no mercado de capitais nos quais há desvios destes princípios. As circunstâncias particulares delas permitem-nas desviarem destes princípios e mesmo assim serem negociadas com múltiplos elevados. São exemplos claros as ações das companhias de tecnologia norte-americanas tais como a Google, Facebook e Groupon que adotam o voto plural, tornando difícil a perda do controle por parte dos acionistas fundadores. Aparentemente, o mercado não penaliza estas companhias, entendendo que a dificuldade para desalojar os acionistas fundadores é um ativo da companhia e não necessariamente algo pernicioso para a sua governança. Na mesma linha, na Europa, são exemplos de companhias de sucesso a Volkswagen, Louis Vuitton Môtet Hennessy, e L'Oreal.
 110. Como já discutido amplamente neste voto, a legislação brasileira admite a adoção de mecanismos como as ações sem valor nominal, ações preferenciais sem direito de voto e estruturas piramidais que permitem a flexibilização desse princípio. Por meio desses, repito, a própria legislação autoriza a concentração do poder político nas mãos de acionistas que não necessariamente terão contribuído proporcionalmente para a formação do capital social. E o caso da AZUL é claramente um exemplo dessa situação.
 111. Inclusive, noto que a identificação dessa concentração de poder político poderia ensejar eventual discussão sobre a atribuição de voto plural às ações atualmente detidas pelo acionista controlador da Companhia. No entanto, afasto desde já a aplicação dessa tese, uma vez que, no caso ora analisado, não nos deparamos com a atribuição de qualquer privilégio em termos de número de votos a uma classe específica de ações[57], tal como preconizado pelo art. 110 da lei nº 6.404/1976[58].
 112. Tal qual em qualquer outra companhia, atribui-se apenas um voto a cada ação ordinária e, tal qual em qualquer outra companhia cujo capital social é dividido em ações ordinárias e ações preferenciais sem direito de voto, pactuou-se a distribuição do capital social em respeito ao limite legal para a emissão de ações preferenciais. Fixou-se ainda o critério de conversão das ações ordinárias em ações preferenciais (tomando-se legitimamente como base a relação com o capital aportado na companhia) e, sem deixar de lado as ressalvas apresentadas neste voto, fixaram-se as vantagens atribuídas às preferenciais.
 113. Finalmente, ainda quanto à flexibilização do princípio "uma ação, um voto" com base em mecanismos admitidos pela legislação brasileira, não se pode esquecer as inovações financeiras e o uso crescente de instrumentos derivativos. Mesmo que houvesse uma regra mandatória no Brasil estabelecendo uma proporcionalidade estrita entre o fluxo de caixa econômico e o poder político, isto não impediria que diferentes estratégias envolvendo derivativos decomposessem e de fato separassem o fluxo de caixa e o direito de voto das ações. São exemplos os empréstimos de ações e os *swaps* de ações (*total return swap*). No caso dos empréstimos de ações, o tomador, em princípio, tem o direito de voto, podendo influenciar o resultado de uma assembleia, enquanto quem empresta retém o direito econômico daquele ativo.
 114. Observe-se que o uso de derivativos pode levar a situações nas quais o poder político é maior do que o interesse econômico (o chamado *empty voting*) ou, ao contrário, o interesse econômico medido pelo fluxo de caixa é maior do que o poder político (propriedade escondida ou *hidden ownership*).
 115. Dou estes exemplos porque me parece que a CVM deve refletir bem sobre as consequências de negar o registro de uma companhia sob o argumento de que há desproporção entre o poder político e o econômico. Será que esta decisão é razoável e proporcional? Esse é o nosso próximo tópico.

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

116. Finalmente, a SEP argumenta que o dividendo 75 vezes maior por ação preferencial em relação ao dividendo da ação ordinária não atende aos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade.

117. Para a SEP, "uma diferença de 7.400% no dividendo a ser pago a cada uma das espécies de ações (preferenciais e ordinárias) ofende os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, basilares em nosso ordenamento jurídico" (fl. 2.762).
118. Por outro lado, a lei nº 6.404/1976 dispõe - como uma das vantagens possíveis para que a ação preferencial possa ser admitida à negociação no mercado -, que o dividendo por ação das ações preferenciais seja pelo menos 10% superior aquele das ações ordinárias.
119. Entendo assim que a SEP está impondo limites não previstos no dispositivo a uma norma posta na lei ao afirmar que, no entendimento daquela Superintendência, a aplicação da regra feriria os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade.
120. Está muito além deste Voto uma discussão profunda sobre a diferença entre regra e princípio no direito. As observações desta seção baseiam-se na obra de Humberto ÁVILA para quem:
- "As regras são normas imediatamente descritivas, primariamente retrospectivas e com pretensão de decisibilidade e abrangência, sempre centrada na finalidade que lhe dá suporte ou nos princípios que lhe são axiologicamente sobrejacentes, para cuja aplicação se exige a avaliação da correspondência entre a construção conceitual da descrição normativa e a construção conceitual dos fatos"[\[59\]](#).
121. Já os princípios,
- "são normas imediatamente finalísticas, primariamente prospectivas e com pretensão de complementaridade e de parcialidade, para cuja aplicação se demanda uma avaliação da correlação entre o estado de coisas a ser promovido e os efeitos decorrentes da conduta havida como necessária à sua promoção"[\[60\]](#).
122. Conforme Humberto Ávila explica [\[61\]](#), não há necessariamente uma hierarquia na qual os princípios estão acima das regras. Não são apenas os princípios que carregam uma dimensão de peso. A dimensão valorativa e axiológica não é privativa dos princípios e está presente na aplicação das normas, tal como comprovam as interpretações extensiva e restritiva. O autor conclui que "a dimensão de peso não é um atributo empírico dos princípios, justificador de uma diferença lógica relativamente às regras, mas resultado de juízo valorativo do aplicador". E aqui, no caso concreto da AZUL, temos que analisar as consequências valorativas de se recorrer aos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade.
123. Dois exemplos de decisões do Supremo Tribunal Federal ("STF") mostram que nem sempre os princípios prevalecem e são hierarquicamente superiores às regras[\[62\]](#). No primeiro caso, depois do Poder Executivo prometer baixar a alíquota do imposto de importação, decidi, por decreto, simplesmente majorá-la. Os contribuintes que haviam importado com base na promessa de redução da alíquota se insurgiram contra a aplicação da alíquota mais alta quando do desembaraço das mercadorias. A questão poderia ter sido resolvida com base no princípio da segurança jurídica para garantir a confiança do cidadão nos atos do Poder Público ou dar importância ao fato gerador do imposto e aplicar a norma vigente no momento do desembaraço. O STF adotou a tese do fato gerador[\[63\]](#).
124. O segundo caso dizia respeito à nova lei tributária publicada em edição do Diário Oficial ("DOU") posta à disposição do público no dia 31/12, mas cuja remessa para os contribuintes ocorreu apenas no dia 02/01. Os contribuintes alegaram que o princípio da anterioridade havia sido ferido. O STF, em vez de focar neste princípio, entendeu que havia uma diferença entre "publicação" e "distribuição". Entendeu o STF que o fato de o DOU não ter circulado, não impedia o conhecimento da lei pelo contribuinte, pois o conteúdo da lei já estava à disposição do contribuinte antes do final do ano[\[64\]](#).
125. Em suma, não é a simples existência de um princípio ou de uma regra que determina quais os elementos que devem ser privilegiados em uma determinada decisão. O determinante é a visão do aplicador diante do caso concreto.
126. O princípio da razoabilidade e o princípio da proporcionalidade, embora frequentemente mencionados conjuntamente, têm aplicações diferentes. O princípio da razoabilidade é utilizado na aplicação da igualdade para exigir uma relação de congruência. O exame da decisão deve verificar o critério e a medida. A razoabilidade é aplicável quando há um conflito entre o individual e o geral, entre a norma e a realidade por ela regulada.
127. Por exemplo, o STF deixou de dar seguimento à ação penal por ato de improbidade administrativa contra uma prefeita que foi denunciada por contratar um gari por nove meses sem realizar concurso público. No julgamento entendeu-se que exigir a realização de concurso público para contratar um gari feria o princípio da razoabilidade. No caso concreto, a regra para contratação de servidor público incidiu, mas a consequência de seu descumprimento não foi aplicada (a contratação não foi considerada nula) porque o procedimento adotado não comprometia a promoção do fim a que se destina a norma, a proteção do patrimônio público. Este não deixou de ser protegido pela contratação de um gari por tempo determinado[\[65\]](#).
128. Já o princípio da proporcionalidade é aplicável nos casos em que exista uma relação de causalidade entre um meio e um fim. O princípio da proporcionalidade exige que o Poder Legislativo e Poder Executivo escolham, para a realização de seus fins, meios adequados necessários e proporcionais. Conforme Ávila:
- "Um meio é adequado se promove o fim. Um meio é necessário se, dentre todos aqueles meios igualmente adequados para promover o fim, for o menos restritivo relativamente aos direitos fundamentais. E um meio é proporcional se as vantagens que promove superam as desvantagens que provoca"[\[66\]](#).
129. O exame da proporcionalidade pode ser sempre aplicado quando uma medida concreta destina-se a uma finalidade, devendo ser realizado o exame da adequação, necessidade, e proporcionalidade. O "fim" significa um estado desejado de coisas. Os princípios estabelecem justamente o dever de promover os fins. Um fim vago e indeterminado pouco permite avaliar se ele é promovido pela adoção de um meio.
130. Um exemplo ilustra a aplicação da proporcionalidade. O STF declarou inconstitucional lei que previa a obrigatoriedade de pesagem de botijão de gás a vista do consumidor, não só porque tal medida imporia um ônus excessivo às companhias, mas também porque a proteção aos consumidores poderia ser alcançada de forma menos restritiva, como, por exemplo, através da fiscalização por amostragem[\[67\]](#).
131. Neste tipo de ponderação, não há dúvidas de que o julgamento sobre o que será considerado vantagem e o que será considerado desvantagem é carregado de subjetividade. Passo a este julgamento no caso concreto da AZUL.
132. Para ponderar as vantagens e desvantagens de uma determinada medida, é importante entender qual o bem jurídico que está sendo protegido. O princípio da livre iniciativa, por exemplo, tão caro ao mercado de capitais, pressupõe para sua realização a liberdade de escolha e a autonomia das pessoas. Neste exemplo, a liberdade dos cidadãos - tanto àquela do empresário de se organizar da melhor forma que lhe aprouver dentro da lei, quanto a do investidor de aplicar seus recursos em ativos de sua escolha quando devidamente informado - é um valor a ser protegido.
133. Deve-se perguntar: qual o bem tutelado pela decisão da Área Técnica? Qual é o valor (do ponto de vista axiológico) que está sendo protegido? E que estado de coisas deve ser promovido? Não restou claro, a meu ver, qual o bem jurídico que a SEP busca proteger com o indeferimento ou qual valor deve ser promovido à luz do indeferimento do pedido. Pressuponho que seja o interesse dos minoritários já que a SEP menciona o

"desalinhamento de interesses" entre os acionistas, decorrente da falta de proporcionalidade entre o poder econômico e o político na Companhia.

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

II – Governança, Estatuto da Companhia e Formulário de Referência

139. As companhias constroem as suas reputações ao longo do tempo. Apenas a prática dirá se uma determinada companhia tem ou não boa governança. A AZUL pretende se listar no Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, sinalizando para o público que terá governança diferenciada. São instrumentos que auxiliam a construção desta reputação tanto a ampliação dos direitos dos acionistas minoritários para além daqueles exigidos por lei como também através da introdução de estruturas de governança corporativa.
140. A Companhia anexou em seu Recurso as regras de governança corporativa que prevalecerão após eventual oferta pública de ações (IPO) (fls. 2.706-2.711). Entre as propostas da Companhia estão (i) a eleição de conselheiros em sua maioria independentes ou nomeados pelos minoritários; e (ii) a criação, no estatuto, dos comitês de auditoria, remuneração e governança corporativa, coordenados por conselheiros independentes e também compostos por maioria de conselheiros independentes. Além, disso, ao aderir ao Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, as ações preferenciais terão o direito de voto para determinadas matérias elencadas no parágrafo 9º do art. 5º da minuta do estatuto, em linha com o disposto no art. 4.1, ("vi"), do Regulamento de Listagem do Nível 2^[69].
141. As ações preferenciais - além do direito de receber dividendo equivalente a 75 vezes o valor pago a cada ação ordinária e do direito de serem incluídas na oferta pública, em caso de alienação do controle da Companhia, recebendo 75 vezes o valor pago à ação ordinária -, gozam ainda das seguintes vantagens: (i) prioridade no reembolso do capital [art. 5º, parágrafo 10º, (i) da minuta de estatuto da AZUL]; e (ii) direito ao recebimento de valor equivalente a 75 vezes o valor atribuído às ações ordinárias em caso de liquidação da Companhia [art. 5º, § 10º, (iii) da minuta de estatuto da AZUL].
142. Um dos direitos essenciais de todo acionista é participar do acervo líquido da companhia em caso de liquidação consoante o art. 109, II da lei nº 6.404/1976^[70]. Se todas as ações são ordinárias ou se não há preferenciais com prioridade no reembolso, o acervo líquido da companhia será rateado igualmente entre todos os acionistas.
143. Se há ações preferenciais com prioridade no reembolso do capital, o acervo líquido é rateado em primeiro lugar para esta espécie de ação, e somente o saldo remanescente (qual seja, aquele que exceda o valor atribuído prioritariamente àquelas ações preferenciais) poderá ser atribuído às demais ações. No caso concreto, caso haja saldo a ser rateado, este seria distribuído conforme o disposto no estatuto (no caso, na proporção de 75:1 entre preferencialistas e ordinaristas).
144. É importante notar, contudo, que quando as ações não tem valor nominal, é necessário, para que se dê efetividade à prioridade, que o estatuto defina o valor do reembolso prioritário. Bulhões Pedreira e Lamy Filho ensinam^[71]: *"Se o estatuto confere à preferencial prioridade no reembolso de ação sem valor nominal, mas não determina a importância a reembolsar, não satisfaz ao requisito legal sobre estipulação das vantagens ou preferências da ação preferencial"*. Assim, o estatuto deve estipular com clareza a quantia que será prioritariamente distribuída às ações preferenciais em caso de reembolso.
145. O art. 5º, parágrafo 10º (i) da minuta de estatuto da AZUL prevê que as ações preferenciais da Companhia terão *"prioridade no reembolso de capital"*, mas não determina o valor da importância a ser prioritariamente reembolsada a essas ações. Dado que as ações da AZUL não possuem valor nominal, entendo que, em tese, a vantagem prevista na referida minuta, na forma com que o referido comando encontra-se redigido, parece não atender ao art. 17, II, da lei nº 6.404/1976, devendo a Companhia e a Área Técnica verificarem esse ponto.
146. A despeito de todos os benefícios acima, observo que, no caso de oferta pública de aquisição de ações (OPA) a ser efetivada pelo Acionista Controlador ou pela Companhia, para o cancelamento de registro de companhia aberta, ou, ainda, para saída do segmento de listagem Nível 2 de governança corporativa, *"o preço mínimo a ser ofertado deverá corresponder ao Valor Econômico apurado em laudo de avaliação nos termos da sistemática adotada pelo Segmento Nível 2"*. Nestes casos (arts. 41 e 42), a minuta do estatuto não diferencia entre o valor a ser pago às ações preferenciais e às ações ordinárias, de forma que não está claro se a proporção de 75:1 se aplicaria nestes casos - embora não faça muito sentido lógico ou sistemático que na avaliação do valor das ações, o avaliador não leve em consideração as vantagens econômicas da ação preferencial no caso concreto.
147. O atual Acordo de Acionistas da companhia prevê que a maioria dos acionistas preferencialistas celebrantes do acordo deve aprovar: (i) qualquer alteração no contrato de trabalho do CEO e também acionista controlador David Neeleman; (ii) futuros planos de opção; (iii) qualquer

remuneração acima de USD 500.000,00 por ano para o CEO e o CFO da Companhia. Observo que a competência do recém-criado Comitê de Remuneração (CR) do Conselho de Administração é limitada a acompanhar, organizar, administrar e interpretar o Plano de Outorga de Opções, não opinando ou participando da estratégia de remuneração ou sobre eventuais bônus a serem pagos aos principais executivos. O art. 5º, parágrafo 9º da minuta de estatuto dispõe que os acionistas preferencialistas decidem, em conjunto com os acionistas ordinários, a remuneração global dos administradores da Companhia.

148. Por outro lado, o Comitê de Auditoria tem amplas competências em linha com as melhores práticas de governança corporativa. O também recém-criado Comitê de Governança (CG) tem competências elásticas e incluem (i) analisar e se manifestar sobre situações de potencial conflito de interesse entre conselheiros e a Companhia; (ii) opinar sobre a realização de qualquer negócio entre, de um lado, os acionistas ou diretores da Companhia ou partes relacionadas, e de outro, a Companhia ou suas controladas, quando essas operações estiverem fora do curso ordinário de negócios de uma companhia atuante no setor da AZUL; e (iii) opinar sobre a contratação de obrigações financeiras não contempladas no plano anual ou no orçamento da Companhia ou de suas controladas e cujo valor seja superior a US\$ 200.000.000,00 (art. 30, "d", da minuta do estatuto).
149. Em suma, a AZUL está adotando práticas de governança corporativa que almejam mitigar o "potencial conflito entre o acionista controlador e os minoritários". No meu sentir, os conflitos nas estruturas societárias em que o controlador tem um interesse político maior do que econômico, ou nas quais a administração busca benefícios particulares em prejuízo dos acionistas são bem conhecidas e permeiam a vida societária no Brasil e no exterior. Cabe ao mercado precificar esta estrutura. Os eventuais abusos estarão sujeitos à revisão tanto por esta Autarquia quanto pelo judiciário.

III – Os Argumentos da PFE

150. Nesta seção, discuto os argumentos apresentados no Parecer da PFE (fls. 2.785-2.815) que ainda não foram abordados acima.
151. Concordo com o ilustre procurador, quando afirma que o capital social é uma cifra e também uma *medida* com relação à qual se aferem os direitos dos sócios (numa sociedade essencialmente capitalista, como é a sociedade anônima, quem tem mais ações tem mais direitos). Contudo, discordo da interpretação segundo a qual "*a redução do limite de emissão de ações preferenciais continuou a ter como enfoque a relação entre participação no capital social e poder político na companhia*".
152. Não há dúvida de que uma das dimensões do capital social é ser uma cifra em moeda nominal que representa a contribuição econômica dos sócios. Já o poder político depende do número de ações a que o acionista terá direito, o qual variará em função do preço de emissão de cada uma das espécies de ações nos termos do art. 1º da lei nº 6.404/1976 e conforme discutido acima. Frequentemente, há uma proporcionalidade entre o poder econômico e o político, mas não necessariamente, mesmo nas companhias que emitem apenas ações ordinárias, tal como visto na seção I.1.
153. No meu entendimento, a principal luta e conquista dos acionistas preferencialistas na reforma de 2001 não está ligada ao poder político, porque as ações preferenciais, regra geral, não têm o poder de votar. Estes acionistas não estão interessados em participar da gestão da companhia. Seu interesse primário é a valorização de suas ações e o recebimento do dividendo a que tem direito. O foco da reforma era outorgar de fato uma vantagem econômica palpável para compensar o não exercício do poder político e também diminuir os abusos que ocorreram após a privatização através do chamado fechamento de capital branco e práticas de governança duvidosas. Chegou-se mesmo, durante as discussões no Congresso, a se propor o fim das ações preferenciais.
154. A PFE também tem razão quando afirma que "*a regra de limitação de emissão de ações preferenciais é de natureza cogente*". De fato, o número de ações preferenciais sem direito a voto ou sujeitas a restrição no exercício deste direito que podem ser emitidas por uma companhia não pode ultrapassar 50% do total (art. 15, § 2º da Lei Societária). O que não é cogente é a regra de distribuição de lucro entre os acionistas. A partir deste tratamento divergente, em que se admite o dividendo por ação superior para a ação preferencial, é possível imaginar diferentes preços de emissão, daí resultando a quebra da proporcionalidade entre o poder político e o econômico, que, diga-se de passagem, pode resultar de outros mecanismos.
155. Quanto ao argumento de que os direitos patrimoniais oferecidos pela AZUL aos acionistas minoritários apenas "*compensam a proporção de 75:1 prevista no estatuto, não se podendo falar em efetiva atribuição de vantagem*", entendo, data máxima vênia, é equivocada. Esta proporção apenas reflete a contribuição dos acionistas minoritários para a formação do capital social até a aquisição da TRIP conforme proporção explicada na nota de rodapé 45 na seção I.4 deste Voto.
156. E não poderia ser diferente! Nenhum investidor abre mão do retorno sobre o capital aplicado. Assim, se os acionistas preferencialistas contribuíram econômica e patrimonialmente por ação na proporção de 75:1 em relação às ações ordinárias, é natural que o retorno econômico esperado deste investimento, na forma de dividendos ou participação no acervo líquido (em caso de liquidação), respeite esta proporção. Se esta última não fosse respeitada, os preferencialistas estariam transferindo riqueza para os ordinários. Observe-se que tal discrepância pode ocorrer com qualquer ação preferencial que tem dividendo diferenciado e cujo preço de emissão reflita este direito ao fluxo de caixa.
157. Quanto ao cálculo a ser utilizado por ocasião das assembleias, se com base no número de ações ou no aporte econômico, não há dúvidas de que é com base no primeiro. Não é de hoje que há divergências entre o poder político e o poder econômico no Brasil. Nas assembleias, o voto é da ação e não da proporção do dividendo a que aquela ação tem direito.

158. Concordo plenamente com a citação da PFE, segundo a qual

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

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

IV – Conclusão

161. Devido à extensão deste Voto, resumo-o aqui.

162. A estrutura proposta pela Companhia é inovadora e atende as suas necessidades particulares tendo em vista as qualificações de seus administradores e o aporte de capital dos atuais acionistas minoritários que permitiram o crescimento da Companhia até aqui. Para continuar esse crescimento, a Companhia pediu o registro de companhia aberta.
163. A Área Técnica entendeu que o art. 5º, em conjunto com parágrafos 3º e 9º do estatuto da Companhia, não atendia ao disposto no art. 15, § 2º da lei nº 6.404/1976 e indeferiu o pedido de registro. No início deste Voto reporto os argumentos da SEP.
164. Ao longo deste Voto, procurei destacar aspectos legais e de governança corporativa que permearam o posicionamento da SEP e, posteriormente, da PFE. O meu entendimento, em apertada síntese, foi o seguinte:
- A partir do momento em que a lei admite ações sem valor nominal, não mais se pode assegurar uma proporcionalidade entre o capital aportado e o número de ações, isto é, entre o interesse econômico e o político. Em consequência, a alteração da redação do art. 15, § 2º da lei nº 6.404/1976 era necessária para deixar claro que o limite percentual de ações preferenciais não mais se referia ao capital social, mas sim ao total de ações da companhia.
 - A principal conquista dos acionistas preferencialistas na reforma da Lei Societária de 2001 não está ligada ao poder político, porque as ações preferenciais, em regra geral, não têm o poder de votar. Estes acionistas não estão interessados em participar da gestão da companhia. Seu interesse primário é a valorização de suas ações e o recebimento do dividendo a que tem direito. E foi isto que a reforma de 2001 da lei proporcionou ao estabelecer como uma das vantagens das ações preferenciais admitidas à negociação no mercado, o dividendo por ação pelo menos 10% maior do que aquele da ação ordinária. A lei criou um piso, não um teto. Não caberia a CVM estabelecer limites quando a lei não o estabeleceu.
 - Entendo que, ao menos em tese, o art. 35 da minuta do estatuto social da AZUL, anexado ao Recurso da Companhia está em desconformidade com o art. 202, § 1º da lei 6404/1976 em combinação com o art. 19, ao, aparentemente, não estabelecer de forma clara e precisa o critério para determinação do dividendo a ser distribuído aos acionistas.
 - Como o acionista controlador detém a maioria dos votos na assembleia geral e detém reduzida participação econômica no fluxo de caixa a ser gerado pela Companhia, a SEP muito corretamente exigiu que a Companhia incluísse discussão na seção de risco do Formulário de Referência sobre o potencial conflito entre o acionista controlador e os minoritários (fl. 1.373, seção 4.1.b do Formulário de Referência).
 - Embora a maioria dos dispositivos da lei nº 6.404/1976 contenha normas cogentes, prevalece a liberdade de contratar no que diz respeito à repartição do resultado da atividade social entre os acionistas.
 - O fato do Sr. Neeleman abrir mão de eleger a maioria dos conselheiros, para fazê-lo, em conjunto, com seus sócios minoritários, celebrantes de acordo de acionistas, em nada altera o fato de que ele é o acionista controlador respondendo por eventual dano causado por atos praticados com abuso de poder conforme o disposto no art. 117 da lei nº 6.404/1976. Como administrador, ele ainda responde pelo descumprimento dos deveres de diligência, de lealdade e de informar (arts. 153, 155 e 157), por desvio de poder (art. 154), e por infração ao disposto no art. 156 sobre conflito de interesses.
 - Não cabe a esta CVM indeferir pedido de registro de companhia aberta sob o argumento de que a estrutura societária de uma companhia apresenta um potencial desalinhamento de interesses entre o acionista controlador e os minoritários. Desvios do que é percebido potencialmente pelo mercado como pobre governança devem ser devidamente precificados pelo mercado. Já o descumprimento dos deveres do acionista controlador e dos administradores deve ser prontamente apurado e julgado no devido processo sancionador conduzido por esta Autarquia.
 - Para ponderar as vantagens e desvantagens de uma determinada medida, é importante entender qual o bem jurídico que está sendo protegido. O princípio da livre iniciativa, por exemplo, tão caro ao mercado de capitais, pressupõe para sua realização a liberdade de escolha e a autonomia das pessoas. Neste exemplo, a liberdade dos cidadãos é um valor a ser protegido.
 - Não é certo que os acionistas minoritários se beneficiarão do indeferimento do pedido de registro da Companhia. Do ponto de vista da Companhia, a decisão é extremamente gravosa porque a impede de acessar o mercado de capitais. Assim sendo, concluo que as desvantagens do indeferimento são maiores do que as vantagens e que neste sentido, a decisão da Área Técnica não me parece ser a mais razoável e proporcional entre as possibilidades a seu alcance.
165. Pelo acima exposto, voto pela legalidade do art. 5º do estatuto da AZUL. Não obstante, conforme discutido acima, recomendo que a SEP, ao dar prosseguimento em sua análise do pedido de registro de companhia aberta à AZUL avalie, com a devida concessão à Companhia do direito de se manifestar:
- se o art. 35 da minuta do estatuto da Companhia atende o art. 202, § 1º, combinado com o art. 19, ambos da lei nº 6.404/1976, descrevendo com precisão e minúcia a forma do pagamento do dividendo; e
 - se o art. 5º, parágrafo 10º da minuta de estatuto confere a prioridade prevista nos termos do art. 17, II, da lei nº 6.404/1976.

É o meu Voto.

Rio de Janeiro, 28 de janeiro de 2014

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

Diretora

[1] A Companhia usa como fundamento a seguinte doutrina: CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei das sociedades anônimas: 1º Volume – arts. 1º a 74*. 6ª Ed. Rev. e Atual. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 278; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e demonstrações financeiras da companhia*. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 403; e [1] LAMY FILHO, Alfredo & PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A. (pressupostos, elaboração e aplicação)*. 1º Vol. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 184.

[2] 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; 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; e 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

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

[4] "Art. 9º As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confiram 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."

[5] 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%.

[6] 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".

[7] 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.

[8] KAPAZ, Emerson. "Relatório sobre os projetos de lei nº 3.115/97, 3.519/97 e 1.000/99 à Comissão de Economia, Indústria e Comércio da Câmara dos Deputados". In: REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. *Diário da Câmara dos Deputados*. Brasília (DF), ano LV, nº 72, 20/04/2000, pp. 716-727. Disponível em: <http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD20ABR2000.pdf#page%3D1>. Acesso em 11/10/2013.

[9] "§ 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."

[10] 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.

[11] 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.

[12] Conforme 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.

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

[14] 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.

[15] 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."

[16] 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.

[17] Neste sentido 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'."

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

[19] A redação original do § 2º do art. 15 da lei nº 6.404/1976 era: "[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".

[20] "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".

[21] LAMY FILHO, Alfredo; e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.*, vol. 1. 3ª edição. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 1997, p. 223.

[22] VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações - Comentários ao Decreto-lei nº 2.627 de 26 de setembro de 1940*, 3º volume. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959, pp. 249-250.

[23] ROSMAN, Luiz Alberto Colonna in LAMY FILHO, Alfredo; e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Orgs.). *Direito das Companhias*, 2º volume. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2009, pp. 1410-1411.

[24] Art. 11. O Estatuto fixará o número das ações em que se divide o capital social e estabelecerá se as ações terão, ou não, valor nominal.

§ 1º Na companhia com ações sem valor nominal, o Estatuto poderá criar uma ou mais classes de ações preferenciais com valor nominal.

§ 2º O valor nominal será o mesmo para todas as ações da companhia.

§ 3º O valor nominal das ações de companhia aberta não poderá ser inferior ao mínimo fixado pela Comissão de Valores Mobiliários.

Art. 13. É vedada a emissão de ações por preço inferior ao seu valor nominal.

§ 1º A infração do disposto neste artigo importará nulidade do ato ou operação e responsabilidade dos infratores, sem prejuízo da ação penal que no caso couber.

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

Art. 14. 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).

Parágrafo Único – O preço de emissão poderá ser fixado com parte destinada à formação de reserva de capital; na emissão de ações preferenciais com prioridade no reembolso do capital, somente a parcela que ultrapassar o valor de reembolso poderá ter essa destinação .

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

[26] CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei das Sociedades Anônimas*, vol. 1 – Artigos 1 a 74. 6ª Edição São Paulo: Editora Saraiva, 2011, pp. 93-94.

[27] “Cf. Trajano de Miranda Valverde, *Sociedade por Ações*, 2, ed. Forense, 1953, v.1, pp.71-2”.

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

[29] COSTA e SILVA, Francisco. “As Ações Preferenciais na lei Nº 10.303 de 31.10.2001: Proporcionalidade com as Ações Ordinárias; Vantagens e Preferências” in LOBO, Jorge (coordenador). *Reforma da lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2002, pp. 127-133.

[30] CUNHA PEIXOTO, Maurício da. *Sociedades Anônimas – Algumas Considerações sobre as Ações Preferenciais, o Conselho de Administração e o Acordo de Acionistas após a Reforma Implementada pela lei 10.303/2001 in FREITAS*, Bernardo Vianna e CARVALHO, Mário Tavernard Martins de (orgs.). “Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais – Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa Lima”. Editora Quartier Latin do Brasil: São Paulo, primavera de 2011, pp.514-518.

[31] Conforme ensinam José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy, este tipo de prioridade só faz sentido para credores quando existe a possibilidade de falência da companhia no curto prazo (LAMY FILHO, Alfredo; e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. A lei das S.A., vol. 1, p. 245, 3ª edição, Editora Renovar: Rio de Janeiro, 1997).

[32] DYCK, Alexander & ZYNGALES, Luigi, 2004. “Private Benefits of Control: an International Comparison” in *The Journal of Finance*, Vol. LIX, No. 2, April, pp. 537-600.

[33] 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:

I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:

a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e

b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou

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.

(...)

[34] Artigo 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 (quatrocentos 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 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.

[35] Art. 196. A assembleia geral poderá, por proposta dos órgãos da administração, deliberar reter parcela do lucro líquido do exercício prevista em orçamento de capital por ela previamente aprovado.

§ 1º O orçamento, submetido pelos órgãos da administração com a justificação da retenção de lucros proposta, deverá compreender todas as fontes de recursos e aplicações de capital, fixo ou circulante, e poderá ter a duração de até 5 (cinco) exercícios, salvo no caso de execução, por prazo maior, de projeto de investimento.

§ 2º O orçamento poderá ser aprovado na assembleia geral ordinária que deliberar sobre o balanço do exercício.

§ 2o O orçamento poderá ser aprovado pela assembleia geral ordinária que deliberar sobre o balanço do exercício e revisado anualmente, quando tiver duração superior a um exercício social.

[36] Art. 109. Nem o estatuto nem a assembleia geral poderão privar o acionista dos direitos de:

I – participar dos lucros sociais;

(...)

[37] Art. 194. O estatuto poderá criar reservas desde que, para cada uma:

I - indique, de modo preciso e completo, a sua finalidade;

II - fixe os critérios para determinar a parcela anual dos lucros líquidos que serão destinados à sua constituição; e

III - estabeleça o limite máximo da reserva.

[38] Art. 198. A destinação dos lucros para constituição das reservas de que trata o artigo 194 e a retenção nos termos do artigo 196 não poderão ser aprovadas, em cada exercício, em prejuízo da distribuição do dividendo obrigatório (artigo 202).

[39] Art. 152, § 1º O estatuto da companhia que fixar o dividendo obrigatório em 25% (vinte e cinco por cento) ou mais do lucro líquido, pode atribuir aos administradores participação no lucro da companhia, desde que o seu total não ultrapasse a remuneração anual dos administradores nem 0,1 (um décimo) dos lucros (artigo 190), prevalecendo o limite que for menor.

[40] Art. 199. O saldo das reservas de lucros, exceto as para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar, não poderá ultrapassar o capital social. Atingindo esse limite, a assembleia deliberará sobre aplicação do excesso na integralização ou no aumento do capital social ou na distribuição de dividendos.

[41] Cláusula semelhante consta do estatuto da HRTF.

[42] Art. 202 § 1º O estatuto poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro ou do capital social, ou fixar outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria.

Art. 19. . O estatuto da companhia com ações preferenciais declarará as vantagens ou preferências atribuídas a cada classe dessas ações e as restrições a que ficarão sujeitas, e poderá prever o resgate ou a amortização, a conversão de ações de uma classe em ações de outra e em ações ordinárias, e

destas em preferenciais, fixando as respectivas condições.

[43] O art. 181 do CBA dispõe que a concessão para operar serviço de transporte aéreo regular “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”.

[44] LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, “Direito das Companhias”, vol. I, Editora Forense: Rio de Janeiro, 2009, pp.163-173.

[45] *Op cit.* 2009, p. 170.

[46] Do histórico dos aumentos de capital da Companhia (fl. 2.641), é preciso considerar que, do aumento de capital **ordinário** ocorrido em 10/03/2008, no valor de R\$ 163.994.068,68, David Neeleman subscreveu R\$ 1.084.759,57 e o restante foi subscrito “por investidores estrangeiros que, atualmente, detêm participação exclusivamente por meio de ações preferenciais da Companhia”. Considerando-se este último aporte como sendo para o capital preferencialista, somando-se todos os aumentos de capitais da AZUL até a entrada da TRIP, percebe-se que a contribuição dos preferencialistas foi cerca de 24 vezes maior do que a dos acionistas ordinários. Em março de 2011, houve o desdobramento das ações ordinárias na proporção de 1:3,112 (fl. 1.712-1.715), o que resulta numa relação patrimonial de 1:75.

[47] Para detalhes ver FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. “Credores e Acionistas nos Aumentos de Capital Social” in *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Editora Malheiros, 2009, pp. 235-240.

[48] De acordo com informe divulgado pela BM&FBOVESPA, a proposta de ampliação do percentual de membros independentes do conselho de administração de 20% para 30% foi reprovada em audiência restrita realizada nos termos dos regulamentos de cada um dos segmentos de listagem pelas companhias listadas no Novo Mercado e no Nível 2 de Governança Corporativa. O resultado das deliberações encontra-se disponível em:

<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/100909Nota.asp>. Último acesso em 12/01/2014.

[49] No dia 24 de janeiro de 2013 foi anunciado na Imprensa que David Neeleman não mais seria o CEO da AZUL, mas que continuaria como presidente do conselho de administração.

[50] Ver “*Speech by Commissioner McCreevy at the European Parliament’s Legal Affairs Committee*”, Speech/07/592, Brussels, 03/out/2007. Disponível em 29/12/2013 em: http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-07-592_en.htm.

[51] “*Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies – Comparative Legal Study*”, by Shearman & Sterling LLP, May, 18, 2007. Disponível em 29/12/2013 em: http://www.ecgi.org/osov/documents/study_report_en.pdf

[52] *Idem*, pp. 7-10.

[53] Shearman & Sterling LLP, *op cit.*, p. 8, May, 18, 2007,

[54] ARNOLD, Martin. “*One share, one vote must be left alone*”, Financial Times, 25/01/2013. Disponível em 30/12/2013 em:

<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/5024fd38-66ec-11e2-a83f-00144feab49a.html#axzz2ouGDWvTF>

[55] Após fortes críticas contra a listagem em 1925 de ações sem direito a voto da Dodge INc, a bolsa de Nova York tornou mais difícil esta possibilidade, até que em 1940 decidiu não mais listar ações sem direito a voto, com raras exceções como a listagem da Ford em 1956. Esta política da NYSE manteve-se até meados de 1980. A Ford possui duas classes de ações, uma com voto plural (atualmente a família Ford detém apenas 2% do capital (fluxo de caixa), mas detém 40% dos votos).

[56] BAINBRIDGE, Stephen M. *The Scope of the SEC’s Authority over Shareholder Voting Rights*, May 2007, UCLA School of Law, pp.8-9. Disponível em 2/1/2014: <http://www.sec.gov/comments/4-537/4537-17.pdf>. O artigo também traz uma discussão histórica sobre o assunto no Congresso Americano que optou por deixar a questão material do direito societário para os Estados.

[57] Para Modesto Carvalhosa, “[v]oto plural é o privilégio atribuído a determinadas ações, representado por um maior número de votos em relação às demais ações emitidas pela companhia”. In: CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, vol. 2 – Artigos 75 a 137. 5ª Edição São Paulo: Editora Saraiva, 2011, pp. 446-447.

[58] Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia-geral.

§ 1º O estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista.

§ 2º É vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações.

[59] ÁVILA, Humberto. *Teoria dos Princípios – da Definição à Aplicação dos Princípios Jurídicos*. São Paulo: Editora Malheiros, 2004, 3ª edição, p. 70.

[60] *Idem*, p. 70.

[61] *Idem*, pp. 50-55.

[62] *Idem*, pp. 51-54.

[63] 1ª Turma, RE 216.541-7. Rel. Ministro Sepúlveda Pertence, DJU 15/05/19978.

[64] 1ª Turma, AgRg no AgPet 282.522, Rel. Ministro Moreira Alves, DJU 31/08/2001.

[65] 2ª Turma, HC 77.003-4, rel. Ministro Marco Aurélio, DJU 11/09/1998. Sobre o caso, ver: ÁVILA, Humberto. *Teoria dos Princípios – da Definição à Aplicação dos Princípios Jurídicos*, pp. 37-38.

[66] *Idem*, p. 110.

[67] ADIn 855-2, rel. Min. Octávio Gallotti, DJU 01/10/1993.

[68] RECASENS SICHES, Luis, *Nueva Filosofía de la Interpretación del Derecho*. 2 ed. México: Editorial Porrúa. 1973, apud PISKE, Oriana.

“Proporcionalidade e razoabilidade: critérios de inteligência e aplicação do Direito”. Disponível em 7/01/14:

http://www.tjdft.jus.br/institucional/imprensa/artigos/2011/proporcionalidade_e_razoabilidade_criterios_de_intelegcao_e_aplicacao_do_direito_juiza-orianna-piske

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

[70] Art. 109. Nem o Estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:

II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;

(....)

[71] *Op cit.*, 2009, vol. I, p. 258.