

Interessada: Azul S.A.

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

### Declaração de Voto

#### I. O caso.

1. Trata-se de recurso da Azul S.A. ("Azul" ou "Companhia") contra decisão da SEP que indeferiu pedido de registro de emissor de valores mobiliários, categoria A, com base no fato de que o art. 5º, §§3º e 10º do estatuto da Companhia (transcrito na seção II abaixo) infringiria o disposto no art. 15, §2º da Lei nº 6.404, de 1976. Referido comando legal determina que *"o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas."*
2. A SEP argumenta que, embora o estatuto da Companhia pareça respeitar o conteúdo literal desse dispositivo, *" em essência, o art. 15, §2º da Lei nº 6.404, de 1976, não trata somente da proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico, ou seja, de que o poder político deve guardar uma relação com o volume de recursos aplicados no negócio"*.
3. De outro lado, com base numa leitura mais literal do comando contido no art. 15, §2º da Lei nº 6.404, de 1976, a Companhia defende que, embora a lei tenha disciplinado o piso para as vantagens econômicas das preferenciais, não estabeleceu um teto para tais vantagens e, por isso, o conteúdo do art. 5º do estatuto da Companhia estaria dentro da margem de discricionariedade dos acionistas e seria perfeitamente lícito e legítimo.
4. Assim, a primeira e a mais importante questão a ser respondida no presente caso é qual a melhor interpretação do art. 15, §2º da Lei nº 6.404, de 1976: de um lado, aquela que, respeitado o comando literal da lei de manutenção de uma proporção numérica entre ações preferenciais e ordinárias, permite uma grande desproporção econômica entre as diferentes espécies de ações ou, de outro, aquela que tenta preservar alguma relação entre participação política e econômica dentro de uma companhia, com fundamento na finalidade do comando normativo.
5. Adicionalmente, há outras três questões levantadas pela diretora Ana Novaes que merecem ser enfrentadas: a primeira sobre a cláusula do estatuto da Azul que disciplina a destinação dos lucros líquidos; a segunda sobre a eventual oferta pública para cancelamento de registro de companhia aberta ou para a saída do Nível 2 da BM&FBOVESPA; e a terceira com relação à cláusula de atribuição de prioridade no reembolso de capital às preferenciais nas hipóteses em que essas ações não tenham valor nominal. Acredito que, se houvesse no estatuto ilegalidades não apontadas pela SEP, o Colegiado poderia, assim como fez a diretora Ana Novaes, recomendar que a SEP reexaminasse tais questões e eventualmente pedisse para a Companhia corrigi-las. No entanto, como argumentarei no decorrer do voto, discordo que os pontos levantados pela diretora sejam ilegalidades.

#### II. A superpreferencial.

6. De acordo com a minuta de estatuto acostada aos autos, o capital social da Companhia é dividido em 464.482.529 ações ordinárias e 83.395.080 ações preferenciais, todas nominativas e sem valor nominal. Mais de 50% das ações da Azul, portanto, são ordinárias e não sofrem qualquer restrição ao direito de voto.
7. No entanto, o art. 5º, §10º do estatuto da Companhia estabelece que as ações preferenciais, embora em número inferior às ações ordinárias, terão: *"(...) (ii) direito de serem incluídas em oferta pública de aquisição de ações em decorrência de Alienação de Controle da Companhia nas mesmas condições e ao preço por ação equivalente a 75 (setenta e cinco) vezes o preço por ação pago ao Acionista Controlador Alienante; (iii) direito ao recebimento de valores equivalentes a 75 (setenta e cinco) vezes o valor atribuído às ações ordinárias, em caso de liquidação da Companhia, quando da divisão dos ativos remanescentes entre os acionistas; e (iv) direito ao recebimento de dividendos iguais a 75 (setenta e cinco) vezes o valor pago a cada ação ordinária"*. O art. 5º, §3º, por sua vez, estabelece que *" as ações ordinárias são conversíveis em ações preferenciais, a critério dos respectivos titulares dessas ações, na proporção de 75 (setenta e cinco) ações ordinárias para cada ação preferencial, desde que estejam inteiramente integralizadas e não haja violação à proporção legal de ações ordinárias e preferenciais"*.
8. Por conta dessas cláusulas estatutárias, economicamente, uma ação preferencial da Azul equivale a 75 ações ordinárias. Em função disso, a SEP entende que *"em essência"* a estrutura de capital da Companhia infringiria a Lei nº 6.404, de 1976.
9. Para corroborar sua posição, a SEP traz citações do Relatório do Deputado Emerson Kapaz, relator do projeto de lei substitutivo que veio a se transformar na Lei nº 10.303, de 2001. A SEP menciona ainda diversos comentaristas que confirmam a tese de que, ao menos à época da reforma que introduziu o atual texto do art. 15, §2º da Lei nº 6.404, de 1976, o entendimento majoritário da doutrina era de que a alteração desse dispositivo visava aumentar a porcentagem do capital necessária para que um acionista garantisse o poder de controle, na tentativa de alinhar os interesses políticos e econômicos dentro de uma companhia (ver relatório RA/CVM/GEA-2/Nº 131/2013).
10. Em outras palavras, para fundamentar o seu posicionamento, a SEP se vale, sobretudo, do entendimento em vigor na época da alteração normativa, o qual, a meu ver, não pode ser analisado de forma dissociada do contexto jurídico e econômico no qual foi construído. As reformas da Lei nº 6.404, de 1976 foram debatidas diante de um contexto interno e externo muito particular. De um lado, no cenário interno, o mercado no final da década de 90 estava bastante deteriorado<sup>[1]</sup>, em muito pela percepção de que o regime legal não oferecia aos investidores as proteções e garantias adequadas. Essa percepção de expropriação permanente dos acionistas minoritários foi reforçada pela reforma de 1997, introduzida pela Lei nº 9.457, que retirou dos acionistas minoritários diversos direitos com o objetivo de facilitar o processo de privatização. Nesse contexto, era preciso um movimento forte de reafirmação de boas práticas de governança corporativa e proteção aos minoritários para que o mercado de valores mobiliários brasileiro tivesse alguma chance de recuperação.
11. A edição da Lei nº 10.303, de 2001, foi parte desses esforços. No entanto, como toda lei, ela é resultado de um grande debate não só técnico, mas também político e, diante da impossibilidade de atender às posições contraditórias defendidas pelos diversos interessados, muitas vezes, a Lei nº 10.303, de 2001, acabou por adotar soluções de compromisso. As citações da SEP demonstram que o art. 15, §2º da Lei nº 6.404, de 1976, foi assumidamente uma solução de compromisso entre o projeto original, apresentado pelo Deputado Luiz Hauly propondo a extinção das ações preferenciais, e o regime vigente à época, que admitia até 2/3 das ações com restrições ao direito de voto.
12. De outro lado, no cenário externo, as discussões mais acaloradas giravam em torno de temas como democracia societária, ativismo e a agenda permanente de acionistas institucionais em relação ao tema de "uma ação, um voto". A diretora Ana Novaes descreve a tentativa da *Securities and Exchange Commission* - SEC de instituir regra para assegurar que companhias listadas não restringissem o direito de voto de seus acionistas, no final dos anos 80, por meio da *regulation 19c-4*. Referida regra foi considerada inválida pela *United States Court of Appeals for the District of Columbia* em junho de 1990, porque a SEC teria entrado na competência regulatória dos Estados Americanos, usurpando, portanto, os

limites de sua competência<sup>[2]</sup>.

13. Esse debate também era relevante e acalorado na Comunidade Europeia. Por pelo menos duas vezes, no passado recente, a proposta de que todas as ações de companhias listadas na Europa conferissem direitos políticos iguais foi oficialmente debatida. Primeiro, em 2003, quando, aproveitando o momento político mais aberto a reformas por conta da crise de governança de empresas americanas e dos movimentos regulatórios que resultaram no *Sarbanes-Oxley Act*, de 2002, a Comissão Europeia tentou incluir a adoção do princípio "uma ação, um voto" na agenda de reformas de direito societário e governança corporativa. A tentativa falhou, em especial, por oposição dos países escandinavos<sup>[3]</sup>. Depois, em 2005, o assunto foi novamente discutido por Charlie McCreevy, Comissário Europeu, que assumiu o cargo disposto a retomar projeto de implementar em todos os Estados Membros o princípio de "uma ação, um voto". Novamente a proposta foi deixada de lado. A diretora Ana Novaes também descreveu em detalhes o estudo encomendado pelo Comissário que, por fim, acabou sendo usado para justificar o abandono da proposta de impor aos Estados Membros da União Europeia a proibição de restrição ao direito de voto.
14. As reformas de 2001 ocorridas no Brasil, ao menos em relação aos direitos políticos dos acionistas minoritários, foram influenciadas por esse movimento global de "uma ação, um voto" e os comentários que a doutrina fez à época refletem isso. Por essa razão, a SEP entendeu que as ações preferenciais de emissão da Azul, ao conferirem direitos econômicos 75 vezes superiores aos das ações ordinárias e, portanto, permitirem que o controlador comande a Companhia com uma parcela muito pequena do capital social (nas contas da SEP, esse número poderia ser tão baixo quanto 0,7% do capital social) infringiriam a essência da lei, a qual pretendia estabelecer um equilíbrio entre direitos econômicos e políticos.
15. Embora exista uma pluralidade de métodos interpretativos legítimos<sup>[4]</sup> que podem chegar a conclusões bastante distintas sobre o conteúdo de um mesmo comando, a interpretação mais histórica apresentada pela SEP não me parece ser a mais adequada. A leitura proposta pela Companhia parece uma solução melhor para alcançar os objetivos do legislador de 2001 no contexto do mercado brasileiro atual. Há, ao menos, três motivos para isso.
16. O primeiro é o fato de que a existência somente de ações ordinárias não garante o alinhamento de interesses. Embora uma estrutura de capital na qual todos os acionistas tenham os mesmos direitos políticos e econômicos possa, na maioria dos casos, contribuir para um maior alinhamento, há inúmeros mecanismos possíveis para alavancar os poderes políticos de certos grupos dentro da companhia. As estruturas piramidais talvez sejam a forma mais comum de alavancar direitos políticos em companhias brasileiras e já foram exploradas no voto da diretora Ana Novaes.
17. É possível alavancar direitos políticos de inúmeras outras formas. Uma forma bastante comum em outros países e que já começamos a perceber no mercado brasileiro é a utilização de contratos que alocam a exposição econômica para um sujeito e os direitos políticos para outro, tais como derivativos ou contratos de empréstimos de ações — embora estas técnicas possam ser custosas por um período prolongado, elas são muito comuns em contexto de disputas pelo controle ou para assegurar a aprovação de operações societárias específicas.
18. Acordos de acionistas e outros arranjos privados também podem assegurar o controle para certos agentes que detenham porcentagem expressiva do capital, mas não a maioria. Em troca de certas proteções, acionistas minoritários expressivos comprometem-se a votar em conjunto com um acionista líder, assegurando-lhe um número de votos tal que lhe garanta o controle. A CVM já teve que enfrentar algumas vezes as diferenças entre acordos de acionistas para o exercício do controle e acordos para proteção de minoria. O acordo em que um acionista líder compromete-se com certas condutas para contar com o apoio político de outros acionistas é um meio de alavancar poderes políticos e permite, desse modo, que se aumente os direitos políticos de forma dissociada de incremento do comprometimento econômico.
19. Há também a possibilidade de se estabelecer cláusulas estatutárias que limitem o voto de todos os acionistas a uma porcentagem pequena do capital, de modo que mesmo quem detenha uma quantidade expressiva das ações somente vote com o teto pré-estabelecido. Assim, um acionista importante ou mesmo majoritário não consegue impor suas vontades aos minoritários. Se, de um lado, esse mecanismo limita os poderes de todos os acionistas, de outro, fortalece imensamente a administração e desincentiva uma tomada hostil de controle, mecanismo frequentemente apontado como um incentivador da boa gestão. Em outras palavras, limites ao poder de voto também geram a dissociação entre a contribuição econômica e o poder político de determinadas ações e, portanto, desalinhamento de interesses.
20. Todos esses mecanismos (estruturas piramidais, derivativos, aluguel de ações, acordos de acionistas, limite estatutário para exercício do direito de voto) são perfeitamente lícitos e utilizados, em maior ou menor grau, por companhias brasileiras. Em que pese serem institutos distintos, regulados e limitados de diferentes maneiras, todos viabilizam ou têm como consequência a dissociação entre contribuição econômica e poder político.
21. Sendo as maneiras de dissociar direitos políticos e contribuição econômica tão diversas, é muito difícil para o regulador impedir ou coibir todas as formas que a dissociação entre direitos políticos e econômicos pode tomar porque há inúmeros mecanismos para implementá-la e muitos deles têm múltiplas funções, sendo o desalinhamento apenas uma de suas externalidades, não necessariamente desejada pelas partes.
22. Acredito que a interpretação da SEP na tentativa de coibir o desalinhamento causado pela superpreferencial proposta pela Azul somente se justificaria se não fosse possível ou razoável ler a lei como quer a Companhia ou se a estrutura proposta fosse, de algum modo, mais perniciosa que os demais mecanismos que permitem o desalinhamento de interesses.
23. E me parece que o caso da superpreferencial proposta pela Azul é justamente o oposto. Uma leitura literal da lei permite a estrutura de capital adotada pela Companhia. Seria preciso usar métodos de interpretação muito menos diretos para ler a lei como quer a SEP, criando um limite para a vantagem econômica que lá não existe e, sobretudo, gerando a discussão inglória sobre qual vantagem econômica conferida às preferenciais é legítima e quando essa vantagem deixa de ser legítima e passa a ser uma usurpação da finalidade da lei.
24. Tão importante quanto a técnica interpretativa nos autorizar a ler a lei como quer a Companhia é o fato de que a estrutura da superpreferencial me parece mais transparente e mais direta que a maioria dos outros mecanismos de alavancagem de direitos políticos — e este fato pode representar verdadeira vantagem para os acionistas preferencialistas se comparado a outras formas de alavancagem.
25. Os acionistas estão todos reunidos e vinculados por um mesmo contrato, que é o estatuto da Companhia e, portanto, têm, nas condições estabelecidas por lei, o direito de exercer as prerrogativas asseguradas pela condição de acionista, além de inquestionável legitimidade em juízo. As decisões sobre os rumos da Companhia serão feitas no âmbito de uma assembleia geral da qual todos os acionistas podem participar — em outras palavras, os assuntos não são decididos na assembleia de uma holding sem que acionistas da companhia aberta possam sequer assistir. Nem, como em outros casos, a companhia da qual os minoritários têm ações é uma mera casca entre outras cujas decisões estratégicas se dão no âmbito de assembleias de companhias das quais os minoritários sequer podem participar.
26. Ao contrário do que acontece com estruturas piramidais, a superpreferencial não cria situações de conflito de interesses entre companhias do mesmo grupo. A doutrina societária argumenta e a história do mercado brasileiro demonstra que a sobreposição de companhias pode gerar inúmeras situações de conflitos e oportunidades de expropriação. É óbvio que podem existir situações de conflito em companhias com

superpreferenciais, mas elas não são geradas por conta da própria estrutura de alavancagem de direitos políticos, enquanto, por outro lado, muitos dos conflitos em operações societárias de companhias que pertencem a grupos são geradas pela própria estrutura piramidal.

27. Além disso, as superpreferenciais, tal como propostas pela Azul, asseguram aos seus detentores certos direitos e prerrogativas que ajudam a alinhar os interesses entre preferencialistas e ordinaristas. As superpreferenciais da Azul garantem as vantagens patrimoniais dos preferencialistas em situação de alienação de controle ao lhes conferir o direito de vender suas ações por preço equivalente a 75 vezes o pago às ações do controlador em oferta pública por alienação de controle, impedindo assim que o controlador se aproprie individualmente do prêmio de controle. Em outras palavras, as vantagens patrimoniais das superpreferenciais propostas não se limitam ao fluxo de caixa da Companhia, mas elas também repartem o eventual prêmio de controle.
28. A estrutura de governança da Azul assegura uma representação significativa dos superpreferencialistas no conselho de administração, além de contar com conselheiros independentes. As superpreferenciais também conferem aos seus titulares o direito de votar nas decisões mais relevantes para a Companhia, inclusive sobre a remuneração dos administradores, caso tal remuneração ultrapasse um determinado patamar.
29. Assim, a meu ver, a Azul tem mecanismos de governança e de alinhamento de interesses que mitigam o potencial desalinhamento causado pela desproporção entre poderes políticos e contribuição econômica.
30. Desta forma, não só a leitura da lei autoriza conferir vantagens patrimoniais às ações preferenciais múltiplas vezes maiores que as vantagens econômicas das ações ordinárias, como este regime — tal como estruturado pela Azul, com as proteções e direitos especiais conferidos aos preferencialistas — me parece potencialmente menos danoso e mais transparente que outras maneiras de promover licitamente a alavancagem de poderes políticos.
31. A segunda razão que considero relevante para a presente decisão diz respeito ao atual estágio de desenvolvimento e maturidade do mercado de valores mobiliários brasileiro e, em especial, ao atual estado de desenvolvimento dos padrões de governança corporativa no Brasil.
32. Conforme discutido acima, a SEP adota uma leitura mais histórica da Lei nº 6.404, de 1976. No entanto, entendo que as circunstâncias específicas de constante expropriação dos minoritários, degradação do mercado e inexistência de mecanismos de seleção de boa governança que deram origem a esse entendimento não existem mais, não ao menos com a intensidade em que existiam.
33. O mercado de valores mobiliários brasileiro, em especial, com relação à governança de nossas companhias, é muito diferente daquele no qual ocorreram os debates relativos à reforma de 2001. Os problemas hoje existentes são muito diferentes daqueles que se queria, naquela época, enfrentar. Muitas dessas diferenças se devem à criação dos segmentos de listagem na bolsa de valores brasileira.
34. Os segmentos de listagem funcionam como mecanismos de seleção, que auxiliam os investidores a identificar aquelas companhias que se propõem a respeitar certas regras que visam a trazer qualidade para a sua administração e a assegurar aos acionistas minoritários um tratamento mais equilibrado. O Novo Mercado e o Bovespa MAIS, segmentos que exigem que todas as ações tenham direito de voto, ajudam os investidores a selecionar companhias que atribuem a cada ação, um voto.
35. Os investidores efetivamente exigem esses padrões de governança. Nos últimos 10 anos, cerca de 80% das aberturas de capital ocorreram no Novo Mercado ou no Bovespa MAIS, 14,5% ocorreram no Nível 2 de Governança Corporativa, pouco menos de 5% ocorreram no Nível 1 e somente 0,7% (uma companhia) ocorreu no segmento tradicional. Em outras palavras, na vasta maioria dos casos, os investidores parecem não admitir estruturas de capital com ações preferenciais.
36. Somente uma parcela pequena das companhias que foram ao mercado pela primeira vez nos últimos 10 anos optou pela emissão de ações sem direito a voto. Esses casos, em geral, são circunstanciados e justificados pelo setor de atuação da companhia ou por alguma característica que lhe é peculiar.
37. Mesmo as poucas companhias que conseguiram ir a mercado com ações preferenciais tiveram que se comprometer com uma série de mecanismos de governança. Parte desses mecanismos vem das regras do Nível 2, que atribuem às ações preferenciais direito de voto em certas deliberações e direito de participar da oferta pública por alienação de controle. Mas, uma parte importante dessas proteções nasceu da necessidade dessas empresas provarem ter boa governança, apesar de terem ações preferenciais.
38. Um estudo da KPMG sobre governança corporativa no mercado brasileiro para 2013/2014 [\[5\]](#) demonstra que comitês de auditoria, comitês de remuneração, áreas de gestão de risco e auditorias internas são mais frequentes entre as companhias listadas no Nível 2 que entre as companhias do Novo Mercado. Obviamente, a mera existência de comitês não significa uma melhor governança, mas é um bom indício de que a companhia está disposta e comprometida com boas práticas de administração.
39. Esse parece ser exatamente o caso da Azul. A estrutura de capital da Companhia se deve a dois fatores importantes: à exigência do Código Brasileiro de Aviação e à presença de grandes fundos de *private equity* como financiadores do empreendimento. A combinação desses dois fatores gerou uma estrutura peculiar de capital. Para assegurar que essa estrutura não comprometa a governança da Companhia, além das proteções exigidas pelo Nível 2, a Azul apresentou uma série de arranjos estatutários que visam a contribuir para uma boa administração e garantir os direitos dos preferencialistas.
40. Tudo isso é importante porque evidencia que o mercado brasileiro já tem um bom mecanismo de seleção e identificação das companhias que, ao menos em tese, se comprometem com boas práticas de governança. Os segmentos de listagem também selecionam e identificam aquelas companhias com características especiais que justificam uma estrutura de capital diferenciada e os investidores parecem exigir dessas companhias um número ainda maior de compromissos.
41. Esses mecanismos têm funcionado bem e não há motivo para que a CVM empreenda esforços interpretativos para se substituir ao mercado e selecionar as estruturas que promoveriam maior alinhamento de interesses. Talvez isso fizesse algum sentido em 2001, mas, diante da bem sucedida experiência dos segmentos de listagem em auxiliar os investidores a fazer esta seleção, acredito que não faça qualquer sentido agora.
42. Assim, resumindo minhas conclusões até aqui, não concordo com a interpretação feita pela SEP do art. 15, §2º da Lei nº 6.404, de 1976 e, ademais, considero que referida interpretação, possivelmente com a preocupação de selecionar estruturas de capital que alinhem melhor os interesses dentro de companhias, é desnecessária porque o mercado brasileiro já desenvolveu mecanismos próprios de fazer essa seleção — e aquele padrão distorcido anteriormente existente não mais prospera.
43. Finalmente, a terceira razão pela qual a interpretação da SEP me parece inadequada é o fato de que ela impede uma estrutura que tipicamente visa a alinhar interesses e, dessa maneira, tal interpretação acaba, ainda que de forma indireta, por frustrar o objetivo maior da reforma de 2001 que era promover o alinhamento de interesses entre os acionistas das companhias.
44. A literatura internacional é farta na análise das estruturas contratuais de *private equity* [\[6\]](#) Por meio deste tipo de estratégia, em geral,

investidores fazem contribuições financeiras e não financeiras para as companhias em que investem e ajudam a criar valor com o uso de técnicas sofisticadas de administração.

45. Como esses investidores, muitas vezes, estão financiando projetos, eles entram com boa parte ou quase a totalidade dos recursos e o empreendedor contribui com seu projeto. Para manter esse empreendedor interessado e comprometido, em geral, esses contratos garantem ao empreendedor certa autonomia operacional e criativa, mas reservam aos fundos de *private equity* maior controle sobre os aspectos comerciais e financeiros do empreendimento.
46. Para estruturar esses arranjos nos quais a contribuição de cada sócio não se resume aos recursos aportados, os contratos entre as firmas de *private equity*, as companhias investidas e os sócios fundadores utilizam diversos mecanismos. Um dos maiores objetos de preocupação e desafios desses contratos é justamente o alinhamento de interesses entre o empreendedor e o investidor, contudo, esse alinhamento não se dá de modo trivial e certamente não pode ser representado de modo proporcional ao capital investido. Em seus arranjos contratuais, esses investidores e empresários utilizam uma variedade de instrumentos de capital e dívida, sendo notadamente comuns os valores mobiliários conversíveis, as ações preferenciais, os direitos de veto e, em especial, a desproporção entre o capital investido e os poderes políticos.
47. As ações preferenciais, ou melhor, as ações com restrição ao direito de voto, são importantes justamente para assegurar ao empreendedor o controle operacional da companhia. Elas também permitem que quando a matéria a ser decidida esteja relacionada a assuntos financeiros ou comerciais ou seja, de alguma outra forma, relevante para a estrutura do empreendimento, os preferencialistas votem.
48. Há dois motivos pelos quais o mercado de valores mobiliários brasileiro deveria estar aberto a essas estruturas de alinhamento de interesses desenhadas pela indústria de *private equity*.
49. Primeiro, os investimentos de *private equity* e *venture capital* tiveram um papel muito importante para a economia de alguns países e, em especial, foram os principais responsáveis por financiar avanços tecnológicos em diversas áreas nas últimas quatro décadas<sup>[7]</sup>. No Brasil, em particular, 38% dos IPOs dos últimos 10 anos foram de companhias investidas por essas firmas. E a importância desses investidores vem crescendo: o mesmo número para os últimos 5 anos é de 56% - ou seja, mais da metade das companhias que chegam hoje ao mercado são trazidas por empresas de *private equity*. Vale notar, porém, que, apesar de importantes, as contribuições para a economia que essas estruturas podem trazer não seriam razão suficiente para autorizar a CVM a permiti-las se elas, de algum modo, fossem incompatíveis com a lei, mas, como demonstrei acima, nesse caso específico, a superpreferencial nos termos propostos pela Azul, não o é.
50. O segundo motivo é que há vários estudos empíricos que demonstram que empresas investidas por firmas de *private equity* têm melhor governança corporativa e melhores resultados quando levadas a mercado. Pelo menos dois desses estudos focam no mercado brasileiro da última década e confirmam que, conforme ocorre em outras jurisdições, as empresas que vieram a mercado depois de terem sido investidas por uma firma de *private equity* têm melhor desempenho de longo prazo <sup>[8]</sup>.
51. Em outras palavras, há evidências teóricas e empíricas de que as estruturas de capital resultantes dos arranjos contratuais típicos de *private equity* alinham interesses e melhoram o desempenho da companhia. Se o objetivo da reforma de 2001 era promover um maior alinhamento de interesses, permitir que essas estruturas possam existir cumpre com os fins almejados pelo legislador.
52. Dessa forma, não somente uma interpretação literal do art. 15, §2º da Lei nº 6.404, de 1976, nos autorizaria a entender que a superpreferencial, conforme proposta pela Azul, é possível sob o ponto de vista legal, mas tal entendimento também estaria autorizado por uma interpretação teleológica desse dispositivo, que atente para a finalidade do legislador quando o criou.
53. É óbvio que, quando se autoriza a superpreferencial, não é possível limitar o seu uso somente àquelas companhias que foram investidas por empresas de *private equity* e *venture capital* ou por outros investidores sofisticados. Mas, acredito que estando presentes os demais mitigadores de desalinhamento entre a contribuição econômica e direitos políticos, como o direito de participar das ofertas públicas por alienação de controle, impedindo que o controlador se aproprie isoladamente do prêmio de controle, assim como o direito de votar em transações estratégicas para companhia com maior potencial de expropriação dos não controladores, o desalinhamento entre direitos políticos e contribuição econômica estará devidamente contrabalanceado.
54. Soma-se a isso, conforme discorri anteriormente, o fato de que o mercado brasileiro tem mecanismos testados e relativamente eficientes para ajudar o investidor a selecionar as empresas que se comprometem com boas práticas em termos de governança corporativa, de forma que, portanto, a possibilidade de mau uso de superpreferenciais, embora não seja inexistente, é bastante reduzida.
55. Tendo em vista o exposto acima, entendo que o art. 5º, §§3º e 10º do estatuto da Companhia atende ao disposto no art. 15, §2º da Lei nº 6.404, de 1976.

### III. Destinação de resultados e dividendos.

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

que o estatuto afronte a lei e, por isso, não vejo necessidade de ele ser alterado.

61. Primeiro, não vejo como o art. 35 do estatuto possa ferir o art. 19 da Lei nº 6.404, de 1976. Referido comando legal diz que "[ o] estatuto da companhia com ações preferenciais declarará as vantagens ou preferências atribuídas a cada classe dessas ações e as restrições a que ficarão sujeitas, e poderá prever o resgate ou a amortização, a conversão de ações de uma classe em ações de outra e em ações ordinárias, e destas em preferenciais, fixando as respectivas condições".
62. O art. 35 do estatuto da Companhia não trata de vantagens, preferências ou restrições das ações preferenciais. Como já vimos, essas são matérias tratadas no art. 5º do estatuto. O art. 35 trata da destinação de resultados da Companhia. Obviamente, a destinação dos resultados da Companhia afeta todas as ações e, por conta da estrutura de capital proposta pela Azul, afeta mais as ações preferenciais. Ainda assim, não é o art. 35 do estatuto da Azul que confere às ações preferenciais as suas preferências, ele simplesmente diz como o lucro será destinado.
63. Em relação ao art. 202, §1º da Lei nº 6.404, de 1976, o primeiro ponto a esclarecer é que ele trata de dividendo obrigatório — e há um motivo para ele se referir especificamente ao dividendo obrigatório. É somente ele que depende de alguma definição estatutária. Isto porque toda a Seção II do Capítulo XVI dessa lei, em que esse comando se encaixa, é cogente — ou seja, os resultados da companhia devem ser destinados conforme determina a lei. Há muito pouco que um estatuto possa fazer para mudar o regime de destinação de resultados estabelecido em lei.
64. O atual regime de destinação de resultados das companhias abertas também foi reformulado em 2001, com o objetivo de garantir um dividendo mínimo obrigatório para os acionistas. Até 2001, na falta deste mecanismo, muitas companhias retinham reiteradamente os seus lucros, impedindo que os acionistas participassem efetivamente dos resultados da companhia. De maneira resumida, após 2001, auferido lucro em um exercício, a lei determina que ele seja destinado em uma certa ordem: (i) primeiro as reservas legais (art. 193, art. 195, art. 195-A); (ii) depois o dividendo obrigatório (art. 202); (iii) em seguida, as reservas estatutárias (art. 194); (iv) o passo seguinte é verificar se a assembleia deseja deliberar reter o saldo de lucros, desde que a administração tenha proposto tal retenção, de acordo com orçamento de capital (art. 196); e, finalmente, (v) o restante dos lucros líquidos, se existir, deve ser distribuído (art. 202 §6º).
65. Como já dito, não há muito que o estatuto possa prever para mudar esse regime. A discricionariedade dos sócios estará limitada à criação de reservas estatutárias e à determinação de qual percentual desses lucros ou do capital será distribuído como dividendo obrigatório. Assim, são as reservas estatutárias e o dividendo obrigatório que precisam estar previstos em estatuto com clareza e, por isso, a lei especificamente determina que estas previsões estatutárias sejam feitas com "*precisão e minúcia*", no caso do dividendo obrigatório (art. 202, §1º), e de "*modo preciso e completo*", com indicação de "*critério para determinar a parcela anual dos lucros líquidos*" a serem retidos e com "*limite máximo*", no caso das reservas estatutárias (art. 194).
66. O dividendo obrigatório foi estabelecido em lei para dar concretude ao direito essencial dos acionistas de participarem dos lucros da companhia. Ele é um arranjo contratual que obriga as companhias a distribuírem uma parcela de seus lucros ao final de cada exercício, desde que existam lucros<sup>[10]</sup> - nem mesmo a assembleia geral, salvo casos muito excepcionais, pode deliberar reter lucros que comprometam o pagamento de dividendo obrigatório. Por outro lado, a lei permite que esse dividendo obrigatório seja fixado livremente pelo estatuto. Seja qual for esse arranjo, ele deve estar estabelecido com "*precisão e minúcia*" para que os investidores tenham condições de avaliar o quanto dos lucros deverá ser obrigatoriamente distribuído<sup>[11]</sup>.
67. É desse arranjo contratual da parcela do lucro líquido ou capital a ser distribuído obrigatoriamente que trata o art. 202, §1º da Lei nº 6.404, de 1976. Assim, em relação a este tipo específico de dividendo o artigo prevê que "*o estatuto poderá estabelecer o dividendo [obrigatório] como porcentagem do lucro ou do capital social, ou fixar outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria*".
68. Esse regime mandatório do dividendo obrigatório fica claro na letra do art. 198 da mesma lei, que determina que a destinação dos lucros para constituição das reservas de que trata o art. 194 (reservas estatutárias) e a retenção nos termos do art. 196 (proposta da administração com base em orçamento de capital) não poderão ser aprovadas em prejuízo da distribuição do dividendo obrigatório.
69. O art. 198 e o art. 202, §1º da Lei nº 6.404, de 1976, têm como objetivo proteger o acionista minoritário contra o arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria dos acionistas sobre a totalidade dos lucros, por isso, determina que o estatuto estabeleça com clareza essa parcela mandatória do dividendo que independe de deliberação e, por isso, é um direito certo do minoritário.
70. A lei estabeleceu, inclusive, uma regra subsidiária para preencher a eventual lacuna contratual/estatutária caso o estatuto não estipule qual o dividendo obrigatório a ser distribuído em cada exercício (art. 202, inciso I). Metade dos lucros líquidos deve ser distribuída como dividendo obrigatório caso o estatuto não estabeleça "*com precisão e minúcia*" outro percentual dos lucros ou do capital da companhia.
71. Em outras palavras, se um estatuto for totalmente silente sobre dividendos e destinação dos lucros, mesmo os obrigatórios, ele será absolutamente legal e a regra subsidiária do art. 202, inciso I o complementar.
72. O estatuto da Azul prevê com razoável precisão e minúcia o dividendo obrigatório nos termos da lei quando estabelece que "*0,1% (zero vírgula um por cento) do saldo do lucro líquido, após as deduções referidas nas previsões anteriores e o ajuste previsto no art. 202 da Lei nº 6.404, de 1976, deverá ser distribuído aos acionistas como dividendo mínimo obrigatório,*" e não é incompatível com a lei em nenhum aspecto. Ao contrário, o comando ao qual se refere a diretora Ana Novaes parece uma paráfrase do art. 202, §6º, da Lei nº 6.404, de 1976, que determina que: "[o]s lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos".
73. O estatuto é, primordialmente, um contrato associativo e não um documento de transparência. E isso tem duas consequências. Primeiro, ele é resultado do acordo e dos consensos possíveis entre os acionistas fundadores da companhia e, por isso, a CVM deve intervir com cautela nesses documentos e sempre na medida em que eles não cumprirem com a lei ou com regulamentação emitida pela própria CVM — o que, como já demonstrado acima, não é o que se verifica no presente caso. Conquanto seja sempre possível pedir esclarecimentos e maiores detalhes em documentos originados de regras de transparência, a CVM deve ser muito mais cuidadosa quando intervém em contratos associativos, como os estatutos.
74. Por isso, recomendo que, se a SEP entender que algo no estatuto da Azul possa levar o investidor a ter a percepção de que o art. 196 não será utilizado pela Companhia, peça à Companhia que referido esclarecimento seja feito no Formulário de Referência e na política de distribuição de dividendos, se existir.
75. A segunda consequência de o estatuto ser, primordialmente, um contrato é que ele é, por natureza, incompleto. Haverá sempre algo não previsto, lacunas. As lacunas contratuais podem ser preenchidas por provisões legais, e neste caso, pelo regime estabelecido na Lei nº 6.404, de 1976, ou pela decisão das partes, quando a lei permite que estas decidam sobre a matéria objeto da omissão.
76. No caso concreto, por não se tratar nem de dividendo obrigatório, nem de reservas estatutárias, a lei sequer permitiria que o estatuto dispusesse algo diferente do que o que ali está. O estatuto da Companhia poderia ter copiado mais comandos legais do que copiou, mas isso não o tornaria

mais lícito do que ele já é, talvez mais completo ou mais claro.

77. Por esses motivos, entendo que o art. 35, §1º do estatuto da Companhia atende ao disposto no art. 202, §1º combinado com o art. 19, ambos da Lei nº 6.404, de 1976.

#### **IV. O reembolso de capital.**

78. A diretora Ana Novaes recomenda que a SEP, ao dar prosseguimento na análise do pedido de registro da Companhia, verifique se o art. 5º, §10º de seu estatuto confere a prioridade prevista no art. 17, inciso II da Lei nº 6.404, de 1976, segundo o qual "[a]s preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: (...) II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele".
79. O estatuto da Companhia, por sua vez, diz: "[a]s seguintes preferências e vantagens são garantidas às ações preferenciais de emissão da Companhia: (i) prioridade no reembolso de capital".
80. Com base na interpretação de Bulhões Pedreira e Lamy Filho, a diretora Ana Novaes defende que quando a companhia optar por ações sem valor nominal e, simultaneamente estabelecer em seu estatuto, como uma das vantagens da preferencial, a prioridade no reembolso de capital, esse estatuto não satisfaria ao requisito legal ao não estabelecer a importância a ser prioritariamente reembolsada. Assim, a diretora conclui que "[o] art. 5º, parágrafo 10º (i) da minuta de estatuto da AZUL prevê que as ações preferenciais da Companhia terão prioridade no reembolso de capital, mas não determina o valor da importância a ser prioritariamente reembolsada a essas ações. Dado que as ações da AZUL não possuem valor nominal, entendo que, em tese, a vantagem prevista na referida minuta, na forma com que o referido comando encontra-se redigido, parece não atender ao art. 17, II, da lei nº 6.404/1976, devendo a Companhia e a Área Técnica verificarem esse ponto".
81. Eu tenho dois problemas com essa interpretação, o primeiro de ordem principiológica e o segundo de ordem prática.
82. Em princípio, se um comando legal confere ao seu destinatário certas opções, como faz o art. 17 da Lei nº 6.404, de 1976, por meio de seus três incisos, não me parece razoável a interpretação de que esse destinatário descumpra a norma ao transcrever literalmente uma dessas opções, quando não for óbvio que essa opção depende de complementação. Ainda que se considere a disposição estatutária incompleta, porque carece do critério de cálculo do valor reembolsado prioritariamente, ela não seria ilícita. Como já mencionei nesse voto, a própria natureza contratual dos estatutos sociais pressupõe a existência de lacunas, sejam elas intencionais ou não, a serem preenchidas de acordo com a vontade das partes e a interpretação da lei.
83. Por outro lado, não obstante o entendimento de Bulhões Pedreira e Lamy Filho ser dos mais respeitáveis, não me parece que a interpretação por eles adotada seja unânime ou a única possível com relação ao art. 17, inciso II da Lei nº 6.404, de 1976. Nesse sentido, procurei verificar se, ao contrário de outras matérias que devem ser especificadas no estatuto social, por força de lei (como é o caso do dividendo obrigatório já discutido) ou porque, para a sua aplicação, dependem de um acordo prévio entre os acionistas (como é o caso da determinação do dividendo fixo ou mínimo a que podem ter direito as ações preferenciais[12]), o disposto no art. 17, inciso II da lei societária não seria suficiente para permitir a sua aplicação pelas companhias que o transcrevessem em seus respectivos estatutos, por si só ou acompanhado de interpretação do comando legal.
84. Dessa forma, para verificar, na prática, se seria razoável esperar que os destinatários da Lei nº 6.404, de 1976, entendessem que, para conferir uma vantagem efetiva e, assim atender ao comando legal, seria necessário ir além do texto da lei e prever um critério para aferição do valor da prioridade, consultei os estatutos das 22 companhias que compõem o segmento de listagem Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, o qual admite a emissão de ações preferenciais.
85. De todos os estatutos analisados, apenas um não prevê o reembolso de capital como uma das vantagens das ações preferenciais; dentre os que preveem a prioridade no reembolso de capital como vantagem das ações preferenciais, apenas um estatuto especifica a forma de cálculo do reembolso prioritário das preferenciais, como defendem Bulhões Pedreira, Lamy Filho e a diretora Ana Novaes[13]; e as demais 20 companhias preveem, em seus respectivos estatutos, que será atribuída às ações preferenciais a prioridade de reembolso de capital, sem estabelecer um critério ou forma de cálculo desse reembolso.
86. Obviamente, uma conduta não se torna correta porque todas as companhias a adotam. Ao contrário, há inúmeras irregularidades praticadas coletiva e reiteradamente e que ainda assim devem ser devidamente coibidas. Contudo, quando quase todas as companhias adotam uma conduta copiando literalmente as palavras da lei, me parece que o intérprete deve analisá-la com cautela antes de afirmar sua ilegalidade, procurando formas de interpretá-la que deem a ela sentido e eficácia.
87. Nesse sentido, Modesto Carvalhosa entende que "[a] preferência dessa classe [de ações preferenciais] refere-se à devolução no momento da liquidação da sociedade. Pagas todas as dívidas, do restante do ativo serão primeiro reembolsados do capital que investiram os preferencialistas com prioridade estatutária" (grifos nossos)[14]. Já José Waldecy Lucena, ciente da posição de Bulhões Pedreira e Lamy Filho, por sua vez, dispõe que, "[e]m geral, prevalece o entendimento de que dito valor se obtém mediante divisão do capital pelo número de ações que o compõem, cujo quociente será o valor da ação" (grifos nossos)[15].
88. Ambos os autores, diante da palavra "reembolso" ligada à palavra "capital", interpretaram que o valor prioritário a ser reembolsado deveria ser o valor embolsado pela companhia na forma de capital. Assim, para os autores, o cálculo do reembolso prioritário se dá pelo valor do capital social dividido pelo número de ações. Eu acredito que esta é uma interpretação possível e razoável do comando e que, na falta de outro critério estabelecido em estatuto, poderia ser adotada, no momento da liquidação da companhia, pelo juiz ou liquidante que a conduz para divisão do acervo remanescente.
89. Pelo exposto acima, na minha opinião o art. 5º, §10º do estatuto da Companhia atende ao art. 17, inciso II da Lei nº 6.404, de 1976, e, por isso, não merece reparos.

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

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

preço da oferta corresponderá ao valor econômico das ações, apurado conforme laudo de avaliação disciplinado pelo art. 43 do mesmo documento.

93. Entendo que a diferença de tratamento estatutário feita pela Companhia em relação aos diferentes tipos de OPA está correta. O preço da OPA por alienação de controle tem por base o valor pago ao controlador pelas ações do bloco de controle, conforme determina o art. 254 - A da Lei nº 6.404, de 1976, e a Seção VII do Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa, e não uma avaliação do valor intrínseco dessas ações.
94. Como, de um lado, o art. 254-A fala em "*preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle*" (grifos nossos) e o item 8.1 do Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa, ao assegurar direitos mínimos às ações preferenciais, lhes garante "*tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante*", e, de outro, buscou-se garantir que o prêmio de controle fosse dividido com os preferencialistas proporcionalmente a sua contribuição no capital social<sup>[16]</sup>, o estatuto da Azul determinou que as ações preferenciais recebam 75 vezes o valor pago pelas ações ordinárias que compõem o controle.
95. Por sua vez, as OPAs de fechamento de capital e saída de segmento têm por base o valor da ação calculado, respectivamente, de acordo com o art. 4º, §4º da Lei nº 6.404, de 1976, e com as regras constantes das Seções X e XI do Regulamento do Nível 2. Nos termos do art. 4º, §4º da Lei nº 6.404, de 1976, a OPA de fechamento deve ser realizada "*por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários*".
96. O Regulamento do Nível 2, por sua vez, estabelece que o preço das ações em uma OPA para saída do segmento deverá ser apurado com base em seu "*valor econômico*", o qual, nos termos do próprio regulamento corresponde ao "*valor da Companhia e de suas ações que vier a ser determinado por empresa especializada, mediante a utilização de metodologia reconhecida ou com base em outro critério que venha a ser definido pela CVM*".
97. A CVM regulamentou o art. 4º, §4º da Lei nº 6.404, de 1976, por meio da Instrução CVM nº 361, de 2002. É importante notar dois comandos dessa instrução. O primeiro é o art. 4º, inciso V, que autoriza a OPA fixar "*preços diversos conforme a classe e espécie das ações objeto da OPA, desde que compatível com a modalidade de OPA e se justificada a diferença pelo laudo de avaliação da companhia objeto ou por declaração expressa do ofertante, quanto às razões de sua oferta diferenciada*". Assim, se os avaliadores entenderem que as ações preferenciais e ordinárias têm valores distintos, e neste caso concreto não haveria razão para não ter este entendimento, eles estão autorizados a estabelecer preços diferentes para cada espécie de ações.
98. O segundo comando da Instrução CVM nº 361, de 2002, que merece ser notado é o Anexo III, que, assim como a lei, admite uma série de critérios diferentes para o cálculo do valor justo de uma companhia. Cada um desses critérios leva em consideração certos aspectos da companhia e das ações a serem avaliadas e, por isso, podem chegar a valores diferentes. Da mesma forma, no caso concreto, o cálculo da proporção entre o preço das preferenciais e das ordinárias pode variar de acordo com o critério de avaliação escolhido.
99. Se a avaliação fosse realizada exclusivamente por fluxo de caixa, talvez fosse possível dizer a priori que o valor oferecido pelas preferenciais seria 75 vezes superior àquele oferecido pelas ordinárias. No entanto, essa proporção pode variar, para mais ou para menos, de acordo com as condições da Companhia e com o método de avaliação.
100. Por exemplo, tomando-se a cotação em bolsa das ações da Azul, método admitido pela lei e pela regulamentação, no caso de fechamento de capital. É bastante possível que as ações preferenciais sejam bem mais líquidas que as ações ordinárias e, por isso, tenham uma cotação de mercado cujo valor supere 75 vezes a cotação das ordinárias — um prêmio de liquidez. Mas, também pode acontecer de o mercado atribuir às ações ordinárias um prêmio por não ter qualquer restrição ao direito de voto e, então, a razão da cotação será inferior a 75 para 1 — um prêmio pelos direitos políticos.
101. É provável que o prêmio de liquidez seja maior quando a Companhia estiver em melhor situação e que o prêmio por direitos políticos seja maior quando e se a Companhia não tiver boas perspectivas de pagar dividendos. Portanto, não só o mercado pode atribuir valor por conta das diferentes características das ações como, a depender do momento em que a Companhia se encontre, esse prêmio ou desconto pode variar. Nesse cenário, supondo a admissão à negociação de ambas as espécies de ações da Azul, é provável que as cotações de cada uma delas tenham uma razão próxima a 75 ordinárias para 1 preferencial, mas não é possível saber isso a priori.
102. Nesse sentido, porque a lei e a autorregulação determinam que o valor a ser pago nas ofertas de aquisição de ações para fechamento de capital e saída do Nível 2 de Governança Corporativa sejam realizadas, respectivamente, por valor justo e valor econômico, apontando que a apuração desse valor se dará por laudo a ser elaborado por empresa especializada que pode utilizar diferentes métodos e que esses métodos levam em conta vários critérios além do fluxo de dividendos, entendo que a Companhia tratou corretamente os diferentes tipos de OPA em seu estatuto e que, por isso, os art. 41 e 42 não merecem reparos. Aliás, temo que qualquer predeterminação desse valor poderia ferir o comando legal e o de autorregulação que estabelecem como o preço das ofertas para fechamento de capital e saída de segmento deve ser aferido.

## VI. Conclusões.

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

Rio de Janeiro, 31 de janeiro de 2014.

**Luciana Dias**  
Diretora

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

Mercado foram retirados de: SANTANA, Maria Helena, Novo Mercado and Its Followers in Focus 5, Global Corporate Governance Forum, IFC, 2008, pp. 1-36.

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

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

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

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

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

[6] Para análise minuciosa desses mecanismos ver: SAHLMAN, William A., *The structure and Governance of venture-capital organizations*. Journal of Financial Economics 27 (1990) 473-521 e GILSON, Ronald J., *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=353380&download=yes](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=353380&download=yes) (último acesso em 24.1.2014).

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

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

e TESTA, Carlos Henrique e LIMA, Gerlando, *O papel certificador dos fundos de private equity e venture capital sobre a qualidade das empresas estreadas na BM&FBovespa*. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-28082013-132623/pt-br.php> (último acesso em 24.1.2014).

[9] Processo CVM nº RJ 2005/2611.

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

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

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

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

[14] CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 1º volume: artigos 1º a 74*. 6 ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 319.

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

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