

Inspere

**INSAPER INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA
LLM EM DIREITO SOCIETÁRIO**

HENRIQUE TETSUAKI MATSURA MISAWA

CONSIDERAÇÕES A RESPEITO DAS AÇÕES SUPERPREFERENCIAIS

SÃO PAULO

2017

HENRIQUE TETSUAKI MATSURA MISAWA

CONSIDERAÇÕES A RESPEITO DAS AÇÕES SUPERPREFERENCIAIS

Artigo apresentado ao INSPER – Instituto de Ensino e Pesquisa, como exigência parcial para a obtenção do certificado no curso de LLM em Direito Societário.

Área de Concentração: Direito Societário

Professora Orientadora: Ana Cristina von Gusseck
Kleindienst

SÃO PAULO

-2017-

Misawa, Henrique Tetsuaki Matsura.

Considerações a respeito das Ações Superpreferenciais

Henrique Tetsuaki Matsura Misawa. São Paulo, 2017.

LLM. Direito Societário – Insper, 2017.

Orientadora: Ana Cristina Von Gusseck Kleindienst

1. Ações Superpreferenciais. I. Henrique Tetsuaki Matsura Misawa. II.
Considerações a respeito das Ações Superpreferenciais

HENRIQUE TETSUAKI MATSURA MISAWA

CONSIDERAÇÕES A RESPEITO DAS AÇÕES SUPERPREFERENCIAIS

Artigo apresentado ao INSPER – Instituto de Ensino e Pesquisa, como exigência parcial para a obtenção do certificado no curso de LLM em Direito Societário.

Área de Concentração: Direito Societário

Professora Orientadora: Ana Cristina von Gusseck Kleindienst

Resultado: _____

Assinatura da Professora Orientadora: _____

Data: _____

À minha estimada Obaachan, Yoshiko Asanuma Misawa pelo incondicional apoio e incentivo à minha educação, bem como pelas incontáveis lições de superação.

*“(...) o saber intelectual ou manual
não ocupa lugar e pode ser útil em
qualquer circunstância e
momento.”¹*

¹ Misawa, Yoshiko Asanuma. Histórias de uma vida... São Paulo: Lis Gráfica, 2001, p. 49.

RESUMO

O cenário econômico brasileiro tem sido bastante complicado nos últimos anos. O crescimento da economia nacional vivenciado até meados do primeiro mandato da ex-presidente Dilma Rousseff (entre 2011 e 2014) começou a dar lugar a uma situação de recessão sombria, aumento do desemprego, inflação elevada, etc.

Aliada a tal retração econômica está o fato de que o mercado brasileiro, de um modo geral, está cada vez mais complexo e com um elevado aumento da competitividade entre empresas do mesmo setor. Dessa forma, tornou-se uma prioridade para as grandes companhias nacionais buscar recursos/investimentos para conseguirem despontar no mercado.

Com a dificuldade de obtenção de investimentos nacionais devido à recessão no país, empresas como a Azul S.A. (“Azul”) e a Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (“GOL”) – cujos casos serão objeto de estudo neste trabalho – trataram de encontrar soluções para aumentar a atratividade do capital estrangeiro, não obstante a restrição imposta às empresas de aviação de participação de apenas 20% de investimentos estrangeiros.

Uma de tais soluções foi justamente a tentativa de emissão de ações superpreferenciais, que têm a mesma natureza das ações preferenciais “comuns”, porém com privilégios econômicos extremamente elevados. No caso da Azul, tais ações, apesar de custarem 75 vezes o preço de uma ação ordinária, teriam direito ao recebimento de valores 75 vezes o valor dos dividendos distribuídos às ações ordinárias, bem como 75 vezes o valor atribuído às ações ordinárias em caso de liquidação da companhia. No caso da GOL, o raciocínio é o mesmo, porém o valor é um pouco menor: 35 vezes.

Este é o pano de fundo das ações superpreferenciais, as quais tomaram notoriedade justamente devido à tentativa da Azul em introduzi-las no mercado em sua primeira tentativa de abertura de capital em 24.05.2013, bem como no sucesso da GOL em sua implementação em 23.03.2015 e da própria Azul em 07 de abril de 2017.

Palavras-chave: Ações superpreferenciais; Azul; GOL.

ABSTRACT

The Brazilian economic scenario has been very complicated during the past few years. The growth of the national economy occurred until the mid of the first term of office of former president Dilma Roussef (between 2011 and 2014), and then it began to make leave to a situation of severe recession, increase of the unemployment, high inflation, etc.

In parallel to such economic retraction, there is also the fact that the Brazilian market, in general, has become more complex and with a high increase of the competition between companies of the same sector. Therefore, it has become a priority for big national companies to seek resources/investments in order to thrive in the market.

In view of the difficulty of attainment of national investments pursuant to the country's recession, companies like Azul S.A. ("Azul") and Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. ("GOL") – which cases will be object of the study of this paper – began to try to find solutions in order to increase the attractiveness of foreign capital, notwithstanding the restriction imposed to civil aviation companies to have the participation of only twenty percent of foreign investments.

One of such solutions was precisely the attempt to issue superpreferred shares, which have the same nature as "common" preferred shares, but have extremely high economic privileges. In Azul's case, such shares, although they would cost seventy-five times the price of an ordinary share, they would be entitled to receive dividends seventy-five times higher than an ordinary share, as well as seventy-five times the amount attributed to ordinary shares in case of the liquidation of the company. In GOL's case, the rationale is the same, but the amount is slightly lower: thirty-five times.

This is the background of the superpreferred shares, which have received notoriety precisely because of Azul's attempt to introduce them in the market in its first attempt to go public, as well as in GOL's success to implement it on March 23, 2015, and Azul's on April 7, 2017.

Key Words: Superpreferred shares; Azul; GOL.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AMEC	Associação de Investidores no Mercado de Capitais
Azul	Azul S.A.
BM&FBovespa	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
CBA	Código Brasileiro de Aeronáutica, Lei nº 7.565/86, conforme alterada pela Lei nº 11.182/05
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Decreto 21.536	Decreto 21.536 promulgado em 15 de junho de 1932.
GEA-2	Gerência de Acompanhamento de Empresas 2
GOL	Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.
Lei das S.A.	Lei 6.404/76, conforme alterada.
PFE	Procuradoria Federal Especializada da CVM
Regulamentos	Regulamentos de Listagem dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e do Bovespa Mais – Nível 2
SEP	Superintendência de Empresas

SUMÁRIO

1.	Introdução e Escopo	15
1.1.	Perguntas de Pesquisa.....	15
1.2.	Justificativa e Objetivo do Artigo.....	16
2.	Histórico das Ações Superpreferenciais no Brasil - Os Casos Azul e GOL	17
3.	Dos Questionamentos Envolvendo as Ações Superpreferenciais	20
3.1.	Das Discussões a Respeito das Ações Superpreferenciais no Caso da Azul e da Decisão da CVM.....	20
3.2.	Análise pela CVM das Propostas de Alteração aos Regulamentos de Listagem dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e do Bovespa Mais – Nível 2.....	30
4.	Revisão da Legislação – Da Restrição de Participação Estrangeira no Setor Aéreo Nacional	36
4.1.	Breve Histórico Da Aviação Civil No Brasil	36
4.2.	Da Limitação a Estrangeiros	39
5.	Revisão da Literatura - Ações Preferenciais.....	42
5.1.	Definição e Histórico no Brasil	42
5.2.	Vantagens e Restrições.....	48

5.3.	Das Funções das Ações Preferenciais.....	51
6.	Considerações a respeito das Ações Superpreferenciais	53
6.1.	Natureza Jurídica e Legalidade	53
6.2.	Alavancagem X Captação de Recursos.....	54
7.	Conclusão	57
8.	Referências	58
9.	Legislação e Jurisprudência	60

1. INTRODUÇÃO E ESCOPO

Neste capítulo formularemos os principais questionamentos envolvendo as ações superpreferenciais no Brasil, os quais abordaremos e tentaremos responder neste trabalho. Na sequência, explanaremos a justificativa pela escolha do tema, ou seja, qual seria a sua relevância.

1.1. PERGUNTAS E PESQUISA

Conforme já mencionado acima no capítulo referente ao resumo deste trabalho, na medida em que o cenário econômico brasileiro passou a entrar em crise houve um considerável desaquecimento do mercado interno, bem como uma drástica diminuição dos investimentos nacionais.

Dessa forma, as empresas brasileiras, para sobreviverem à crise, tiveram que buscar maneiras de se manterem ativas no mercado. Obviamente, cada empresa, a depender de sua magnitude, setor de atuação e demais fatores de influência, teve um desafio diferente ao buscar tais soluções devido às particularidades de suas atividades.

A Azul, no contexto de sua tentativa de abertura de capital em 2013, devido à restrição regulatória de limite de participação estrangeira em seu capital, teve a criativa ideia de tentar emitir ações chamadas superpreferenciais. Atualmente, a GOL e a Azul possuem ações superpreferenciais, implementadas, respectivamente em 2015 e 2017.

Não obstante, a emissão de tais ações superpreferenciais esbarra em alguns desafios. Será que, em vista da atual legislação societária em vigor, é legal emitir ações superpreferenciais? Da perspectiva do acionista controlador, seriam as ações superpreferenciais uma possibilidade de diluição do risco da atividade econômica? Seriam as ações superpreferenciais um mecanismo de alavancagem?

1.2. JUSTIFICATIVA E OBJETIVO DO ARTIGO

O objetivo geral da pesquisa e deste trabalho é o de situar as ações superpreferenciais como uma possibilidade legal ou não de alternativa para captação de investimentos estrangeiros por companhias brasileiras que atuam em setores regulados, i.e., com limites legais para participação de estrangeiros no capital social. Para tanto, utilizaremos os casos da Azul e da GOL como bases de referência.

2. HISTÓRICO DAS AÇÕES SUPERPREFERENCIAIS NO BRASIL - OS CASOS AZUL E GOL

Neste capítulo, pontuaremos apenas os principais fatos e marcos envolvendo as ações superpreferenciais no Brasil como forma introdutória para trazermos mais adiante as discussões sobre o assunto junto à CVM. Para tanto, trataremos dos casos da Azul e GOL, as duas companhias pioneiras neste assunto.

O primeiro marco das ações preferenciais ocorreu durante a primeira tentativa de abertura de capital da Azul, em 24 de maio de 2013, cumulada com a oferta pública de distribuição primária e secundária de ações.

Tendo em vista tal pedido de abertura de capital requisitado pela Azul, a SEP, por sua vez, enviou, em 24 de junho de 2013, o OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 48/2013, por meio do qual destaca uma irregularidade no artigo 5º do proposto estatuto social da Azul² por identificar que sua redação, devido à proposta de emissão das ações superpreferenciais (com recebimento de dividendos 75 vezes maior que as ações ordinárias), não estaria de acordo com o disposto no artigo 15, §2 da Lei das S.A.³

Já em 16 de agosto de 2013, a Azul protocolou carta em resposta ao OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 48/2013, requisitando o cancelamento da oferta, bem

² O parágrafo 3º do artigo da Azul dispunha 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”.

O parágrafo 10º do artigo da Azul dispunha que: “as seguintes preferências e vantagens são garantidas às ações preferenciais de emissão da Companhia: (i) prioridade no reembolso de capital; (ii) direito de serem incluídas em oferta pública de aquisição de ações em decorrência da Alienação de Controle da Companhia nas mesmas condições e ao preço por ação equivalente a 75 (setenta e cinco) vezes o preço por ação pago ao Acionista Controlador Alienante; (iii) direito ao recebimento de valores equivalentes a 75 (setenta e cinco) vezes o valor atribuído às ações ordinárias, em caso de liquidação da Companhia, quando da divisão dos ativos remanescentes entre os acionistas; e (iv) direito ao recebimento de dividendos iguais a 75 (setenta e cinco) vezes o valor pago a cada ação ordinária”.

³ Art. 15, §2: “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.”

como contestando o posicionamento da SEP quanto às irregularidades apontadas.

Em complemento à carta de 16 de agosto, a Azul protocolou junto à CVM outra carta em 01 de outubro de 2013 em defesa da legalidade das ações superpreferenciais. Todavia, em 15 de outubro de 2013, a GEA-2 (por meio do RA/CVM/GEA-2/Nº111/2013) e a SEP (por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 317/2013) indeferiram o pedido de registro da Azul.

A Azul então recorreu de tal pedido em 29 de outubro de 2013, sendo que a SEP ao analisar tal recurso (com o respaldo da manifestação da PFE – nos termos do PARECER/Nº 009/2013/PFE-CVM/PGF/AGU de 17 de dezembro de 2013) ratificou seu entendimento a respeito do indeferimento do pedido de registro.

Sendo assim, o processo (agora com a numeração RJ2013/5993) foi remetido ao Colegiado da CVM, o qual decidiu favoravelmente à Azul, e portanto à possibilidade de emissão de ações superpreferenciais, em 31 de janeiro de 2014.

No entanto, devido a condições ruins do mercado a Azul acabou por desistir de se registrar na CVM (por meio de ofício enviado à CVM em 16 de agosto de 2013), o que acabou por postergar a efetiva implementação das ações superpreferenciais na prática.

Apesar de tal desistência, todo o esforço da Azul no caso pavimentou o caminho para que a GOL conseguisse, em 21 de janeiro de 2015, implementar uma reestruturação societária em que houve um desdobramento de ações na proporção de 35:1, bem como a ampliação de alguns direitos das ações preferenciais nesta mesma proporção, por exemplo, o recebimento de dividendos.

Como consequência, (i) a BM&FBovespa manifestou-se perante a CVM (em 17 de julho de 2015) com uma proposta de implementar alterações aos Regulamentos de Listagem dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e do Bovespa

Mais – Nível 2 (“Regulamentos”), inclusive uma flexibilização do pré-requisito de *free float* mínimo para acomodar a possibilidade de certas empresas de setores regulados e com restrições à negociação de ações aderirem aos segmentos especiais; e (ii) temendo as possíveis consequências da listagem de companhias com ações superpreferenciais (i.e., com uma estrutura alavancada como será explicado abaixo), a AMEC manifestou sua opinião, perante a CVM, contra a proposta da BMF&Bovespa.

Tais manifestações foram analisadas pela área técnica da CVM em parecer datado de 9 de outubro de 2015, o qual nega a proposta da BM&FBovespa e faz ponderações a respeito da legitimidade legal de estruturas alavancadas e seu impacto na boa governança das companhias, focando no tema da reestruturação societária da GOL, a qual envolveu ações superpreferenciais. O Colegiado da CVM (em reunião de 13 de outubro de 2015) apesar de não entrar em detalhes com relação às estruturas alavancadas e a boa governança, ratifica o entendimento da área técnica de rejeitar a proposta da BM&FBovespa e requisitar que as alterações aos Regulamentos sejam sujeitas a audiência pública.⁴

Seria esta uma reviravolta no entendimento da CVM? Parece-nos (corretamente) que não, tendo em vista que apesar do ressurgimento da discussão em 2015, em 07 de abril de 2017, a CVM aprovou o registro da Azul, a qual estabelecia em seu estatuto a emissão de ações superpreferenciais.

⁴ Rio de Janeiro, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Ata da reunião do Colegiado nº 39 de 13 de outubro de 2015. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Diretora Relatora: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Rio de Janeiro, 31 de janeiro de 2014. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2015/20151013_R1.html. Acesso em: 10 mai. 2017.

3. DOS QUESTIONAMENTOS ENVOLVENDO AS AÇÕES SUPERPREFERENCIAIS

Neste capítulo entraremos efetivamente nas discussões envolvendo as ações superpreferenciais, i.e., as razões das empresas do setor aéreo em defenderem tão ferozmente a sua possibilidade de emissão e os motivos da área técnica da CVM em contrário.

3.1. DAS DISCUSSÕES A RESPEITO DAS AÇÕES SUPERPREFERENCIAIS NO CASO DA AZUL E DA DECISÃO DA CVM

Como apontado acima, a discussão surgiu quando da primeira tentativa da Azul em abrir seu capital.

O problema apontado pela SEP (no OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 48/2013) foi o de que ao propor a possibilidade de ações superpreferenciais, a Azul estaria desrespeitando o artigo 15, §2 da Lei das S.A. Isto pois, a proporção mencionada em tal artigo (de no máximo 50% do total de ações em ações preferenciais) não estaria apenas relacionada ao número absoluto 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.”*⁵

Em resposta, a Azul veementemente defendeu a legalidade da emissão de suas ações superpreferenciais. Inclusive, anexou um parecer do renomado Nelson Eizirik em seu favor.

Isto porque:

⁵ Rio de Janeiro, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 48/2013. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Gerente de Registro 2: Alexandre Pinheiro Machado. Superintendente de Relações com Empresas: Fernando Soares Vieira. Rio de Janeiro, 24 de junho de 2013. p. 12.

(i) a restrição imposta pelo disposto no artigo 15, §2 da Lei das S.A. “*refere-se exclusivamente ao número de ações preferencias sem direito a voto, ou sujeitas a restrição desse direito em relação ao número total de ações nas quais se divide o capital social da Companhia*”⁶, logo, se fosse a vontade do legislador estender a restrição esse assim o teria feito expressamente;

(ii) a proporção de ações preferenciais com o aporte econômico não foi objetivada pelo legislador na medida em que há possibilidade de estabelecer preços de emissão diferentes entre ações ordinárias e preferenciais, permitindo a possibilidade de se angariar mais recursos provenientes das ações preferenciais (lembrando a lição de José Luiz Bulhões Pedreira que a ação preferencial serve para financiar capital próprio da companhia⁷);

(iii) os investidores de mercado (aqueles que preferem adquirir ações preferenciais) têm como objetivo primordial aplicar seu capital e receber seu retorno financeiro, sem se envolverem com a administração da companhia;

(iv) o poder político dos acionistas ordinaristas em nada deveria estar vinculado ao montante de recursos aportados por eles no negócio;

(v) o legislador, ao reconhecer preferências mínimas a ações preferenciais⁸, reconheceu que poderia existir uma disparidade dos direitos

⁶ Barueri, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resposta ao OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 48/2013. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Procurador: John Peter Rodgerson. Barueri, 16 de agosto de 2013. p.4.

⁷ “*A principal função da ação preferencial é de servir de instrumento para financiar capital próprio da companhia, mediante captação de recursos de agentes de poupança que se dispõe a exercer a função empresarial apenas no que diz respeito à aplicação de capital de risco, mas que não desejam nem aceitam interferir na direção da empresa.*” (Pedreira, José Luis Bulhões. Finanças e demonstrações financeiras da companhia. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p.403.)

⁸ Art. 17: “As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: (...)

II – em prioridade no reembolso do capital, **com prêmio ou sem ele** (...)

§1, II – **direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior que o atribuído a cada ação ordinária** (...)” (grifos nossos)

econômicos entre as ações preferenciais e ordinárias, não estabelecendo limites máximos e dando a liberdade de os acionistas convencionarem estes parâmetros; e

(vi) não há vinculação legal necessária de proporção entre a emissão de ações preferenciais emitidas e o capital social da companhia.

Em carta datada de 01 de outubro de 2013, a Azul complementa e reforça os argumentos acima argumentando que caso o deputado Emerson Kapaz (relator do projeto de lei 3.519/97, a qual gerou a Lei 10.303/01, que mudou o limite da proporção entre ações preferenciais e ordinárias de 2/3 para 50%) tivesse a intenção de estabelecer uma proporção entre o número de ações e sua representatividade econômica ele assim o teria feito expressamente. Como não há tal disposição, seria então possível pactuar *“arranjos que sejam reconhecidos pelos acionistas, no exercício de sua liberdade de contratar”*.⁹

Não obstante os esclarecimentos acima, a GEA-2 (por meio do RA/CVM/GEA-2/Nº111/2013) e a SEP (por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 317/2013) indeferiram o pedido de registro da Azul alegando que o entendimento de ambos os órgãos era de que o artigo 15, §2 da Lei das S.A. *“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”*¹⁰. Isto, pois:

⁹ Barueri, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resposta à comunicação de Exigências OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº282/2013. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Procurador: John Peter Rodgerson. Barueri, 01 de outubro de 2013. pp. 2-3.

¹⁰ Rio de Janeiro, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. RA/CVM/GEA-2/Nº111/2013. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Analista GEA-2: Gustavo André Ramos Inúbia. Gerente de Acompanhamento de Empresas-2: Daniel Alves de Araujo de Souza. Superintendente de Relações com Empresas: Fernando Soares Vieira. Rio de Janeiro, 15 de outubro de 2013. p. 6.

Rio de Janeiro, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 317/2013. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Gerente de Acompanhamento de Empresas-2: Daniel Alves de Araujo de Souza. Superintendente de Relações com Empresas: Fernando Soares Vieira. Rio de Janeiro, 15 de outubro de 2013. p. 2.

(i) anteriormente (no Decreto-Lei 2.627/40), havia uma vinculação entre a emissão de ações preferenciais e o capital social, sendo que a leitura atual do artigo 15, §2 da Lei das S.A, deve ser feita da mesma maneira, pois estaria implícito o entendimento de que a emissão de ações preferenciais sem direito a voto não poderia ultrapassar a metade (das ações em que se divide) o capital social;

(ii) a intenção do legislador ao reestabelecer o percentual de 50% seria de obrigar o acionista controlador (maior ordinarista) a investir mais na companhia e, portanto, prestar mais atenção à sua manutenção;

(iii) caso não houver uma proporção de equivalência econômica entre as ações preferenciais e ordinárias, a reforma trazida pela Lei nº 10.303/01 não teria efeitos caso determinada companhia emitisse ações preferenciais com preço e vantagens econômicas na proporção de 2:1 com relação às ações ordinárias. Nessa linha, no caso da Azul, a proporção de 75:1 pode fazer com que o controle da companhia seja exercido por apenas 0,7% (zero vírgula sete por cento) dos recursos aportados no capital social;

(iv) poderia haver um possível desalinhamento entre o acionista controlador e os demais acionistas preferencialistas, pois estes receberiam um montante 75 vezes maior do que o controlador nos casos de alienação de controle e liquidação da companhia e na distribuição de dividendos; e

(v) a proporção de 75:1 proposta ofende os princípios da razoabilidade e proporcionalidade.

Ao recorrer da decisão ao Colegiado da CVM, a Azul reforçou todos os seus argumentos já previamente listados acima juntando até mesmo um parecer do ex-diretor da CVM Luiz Leonardo Cantidiano. Vale, no entanto, destacar que nessa manifestação, a companhia destaca alguns novos argumentos:

(i) a restrição imposta pelo artigo 181, II da Lei nº 7.565/86¹¹ (conforme será devidamente analisada em capítulo separado abaixo) combinada com a obrigatoriedade de manter um *free float* de no mínimo 25% (vinte e cinco por cento), de acordo com as regras de listagem dos segmentos diferenciados da BM&FBovespa, praticamente impõe às empresas do setor aéreo a necessidade de emissão de ações preferenciais para captar recursos. A Azul, dessa forma, traz um argumento não apenas jurídico, mas também econômico à questão;

(ii) os acionistas ao se tornarem “superpreferencialistas” terão investido um montante substancialmente maior que os ordinaristas, o que seria mais um motivo para justificar as vantagens concedidas a tais ações superpreferenciais;

(iii) a interpretação sistemática do artigo 15, §2 da Lei das S.A. juntamente com a leitura de seu artigo 110¹² apenas estabelece uma proporção entre poder político das ações votantes e a distribuição da participação no capital social, (i.e., com relação à “*representatividade do poder político das ações votantes, em relação ao total de ações emitidas*”)¹³, de forma a não criar uma desproporção por votos desiguais entre classes de ações, bem como determinar que “*uma porção mínima das ações representativas do capital votante (atualmente 50%) deva ter direito de voto em todas as matérias objeto de deliberação em assembleia geral*”.¹⁴ Logo, se, hipoteticamente, fosse admitido o racional de uma proporcionalidade entre poder político de todas as

¹¹ Art. 181: “*A concessão somente será dada à pessoa jurídica brasileira que tiver: (...) II – pelo menos 4/5 (quatro quintos) do capital com direito a voto, pertencente a brasileiros, prevalecendo essa limitação nos eventuais aumentos de capital social (...)*”

¹² Art. 110: “*A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia-geral. (...) §2 É vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações.*”

¹³ Barueri, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Apelação ao OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº317/2013. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Diretor de Relações com Investidores: John Peter Rodgerson. Barueri, 29 de outubro de 2013. p. 17.

¹⁴ Barueri, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Apelação ao OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº317/2013. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Diretor de Relações com Investidores: John Peter Rodgerson. Barueri, 29 de outubro de 2013. p. 17.

ações e a distribuição da participação no capital social, o disposto no artigo 17, §1, II da Lei das S.A. (pagamento de dividendos no mínimo 10% superior aos dividendos pagos a ações ordinárias) não seria válido e eficaz. Sem contar que o artigo 170 da Lei das S.A. não veda a fixação de preços diferentes a classes de ações diferentes; e

(iv) deveria prevalecer neste caso o princípio da legalidade por meio do qual tudo o que não é proibido seria permitido.

Como resposta à apelação feita pela Azul ao pedido de indeferimento de registro na categoria A, a SEP (por meio do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº131/2013) reiterou o indeferimento alegando novamente os argumentos já apresentados acima, reforçando basicamente que a intenção do legislador desde os primórdios da regulamentação das ações preferenciais fora a de limitar a *“capacidade de alavancagem do acionista controlador (...) em relação aos preferencialistas”*¹⁵ ao fixar o limite de emissão de ações preferenciais ao capital social da companhia. No entanto, como complemento, alega também que:

(i) uma limitação imposta por outra lei, no caso a Lei nº 7.565/86, não justifica o descumprimento de uma lei societária; e

(ii) ao estabelecer o pagamento de dividendos na proporção de 75:1, a *“Azul parece não se enquadrar nas situações conhecidas como “superpreferenciais”, uma vez que as ações não representam uma grande vantagem econômica aos preferencialistas, apenas traduzem parte da diferença nos aportes econômicos”*¹⁶, pois o preferencialista teria de pagar 75 vezes mais o preço de uma ação ordinária.

¹⁵ Rio de Janeiro, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº131/2013. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Analistas GEA-2: Ivo Martins Daher e Gustavo André Ramos Inúbia. Superintendente de Relações com Empresas: Fernando Soares Vieira. Rio de Janeiro, 12 de novembro de 2013. p. 16.

¹⁶ Rio de Janeiro, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº131/2013. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Analistas GEA-2: Ivo Martins Daher e Gustavo André Ramos Inúbia. Superintendente de Relações com Empresas: Fernando Soares Vieira. Rio de Janeiro, 12 de novembro de 2013. p. 21.

Consultada sobre o caso, a PFE manifestou seu entendimento a favor dos argumentos levantados pela SEP. Destaque para os argumentos de que:

(i) a intenção do legislador, pelo histórico da regulamentação, era a de estabelecer uma proporcionalidade entre todas as ações emitidas e o capital social¹⁷;

(ii) a regra do artigo 15, §2 da Lei das S.A. é uma norma cogente e essencial para a manutenção do equilíbrio do poder político entre os acionistas de uma sociedade por ações;

(iii) ao já preestabelecer um preço 75 vezes maior para as ações preferenciais, a Azul, apesar de a Lei das S.A. não proibir a distinção de preço entre ações de classes diferentes, estaria agindo contra o espírito da Lei das S.A. que preconizaria a utilização da emissão de ações pelo valor econômico e não um preço arbitrariamente determinado; e

(iv) caso a interpretação da Azul prevalecesse, é questionado o que impediria uma companhia de fixar parâmetros ainda mais díspares, possibilitando que o controle de determinada companhia possa ser exercido com 0,000001% do capital social.

Finalmente, passemos à decisão do Colegiado da CVM. Começaremos com o posicionamento da diretora relatora do caso, Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes.

¹⁷ “Em suma, a questão da limitação à emissão de ações preferenciais pode ser compreendida facilmente a partir da metáfora do cabo de guerra: o limite máximo dado ao empresário-empendedor privado para criar ou expandir a companhia, mediante associação com terceiros sem direito a voto, está condicionado à manutenção de uma dada parcela do capital social correspondente às ações ordinárias, que conferem aos seus titulares a plenitude dos direitos de sócios.” (PARECER/Nº009/2013/PFE-CVM/PGF/AGU. p. 20)

Após a análise dos méritos apresentados pela Azul em face aos argumentos dos órgãos técnicos da CVM, **a diretora relatora concluiu pela “legalidade do art. 5º do estatuto da AZUL”**¹⁸.

As justificativas para tal voto foram as seguintes:

(i) não há de se falar em uma proporcionalidade entre o capital injetado e o número de ações (direitos políticos em relação aos econômicos das ações) na medida em que a Lei das S.A. permite ações sem valor nominal. A Lei das S.A., em seu artigo 15, §2, faz referência expressa apenas ao número de ações;

(ii) o interesse primário de acionistas preferencialistas não é a participação na administração, mas sim o recebimento de dividendos;

(iii) a Lei das S.A. ao permitir a distribuição de dividendos ao menos 10% superiores às ações preferenciais, criou um mínimo e não um máximo, sendo que não cabe à CVM impor limites, tendo em vista que a própria Lei das S.A. não o fez;

(iv) apesar de a Lei das S.A. conter diversas normas que são cogentes, há prevalência da liberdade de contratar das partes com relação à divisão dos resultados da companhia entre seus acionistas;

(v) não pode a CVM indeferir um pedido de registro pelo mero fato de existir um possível risco de conflito entre o acionista controlador e minoritários (preferencialistas neste caso) derivado da estrutura societária da companhia. Eventual pobre governança deve ser precificada pelo mercado e eventuais descumprimentos dos deveres de um acionista controlador devem ser analisados dentro do devido processo legal da CVM;

¹⁸ Rio de Janeiro, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Declaração de Voto ao Recurso contra indeferimento de Pedido de Registro Inicial de Emissor de Valores Mobiliários - Categoria A - Sem Oferta Concomitante. Processo CVM nº RJ2013/5993. p. 51. Azul S.A. Diretora Relatora: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Rio de Janeiro, 31 de janeiro de 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8923-3.pdf>. Acesso em: 29 mai. 2017.

(vi) deve-se prezar neste caso pela defesa dos princípios da livre iniciativa, liberdade de escolha e autonomia das pessoas; e

(vii) não há certeza de que um eventual impedimento imposto pela CVM de não registrar a Azul beneficie os atuais acionistas minoritários, pois a companhia estaria impossibilitada de adquirir recursos por meio do mercado de capitais. Logo, as desvantagens em negar o pedido de registro seriam maiores do suas vantagens.

O único entendimento em que a diretora relatora concordou com a SEP foi o fato de que há um risco de conflito entre o acionista controlador e os preferencialistas minoritários pelo fato de o acionista controlador deter a maioria dos votos, tendo investido um montante bem menor na companhia. Sendo assim, ela exige que este risco seja apontado no formulário de referência.

Na sequência, manifestou-se a diretora Luciana Pires Dias de forma a acatar o pedido de reconsideração da Azul. Em seu voto, a diretora basicamente coloca que:

(i) *“embora um 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”*¹⁹ tais como, uso de mecanismos como os derivativos, empréstimos de ações, acordos de acionistas ou até mesmo a inclusão de cláusulas estatutárias que limitem o voto de todos os acionistas a uma porcentagem pequena do capital, de forma que mesmo um acionista expressivo somente possa votar com o limite pré-estabelecido. Todos esses mecanismos também geram uma desproporcionalidade entre o valor investido por cada acionista e o poder

¹⁹ Rio de Janeiro, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Declaração de Voto ao Recurso contra indeferimento de Pedido de Registro Inicial de Emissor de Valores Mobiliários - Categoria A - Sem Oferta Concomitante. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Diretora: Luciana Dias. Rio de Janeiro, 31 de janeiro de 2014. p. 6. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0010/8923-3.pdf>. Acesso em: 29 mai. 2017.

político obtido, além de, claro, serem lícitos e amplamente utilizados. Fica muito complicado defender a coibição de todos os mecanismos que geram algum tipo de distorção entre os direitos políticos e econômicos das ações, não apenas pelo fato de serem inúmeros os mecanismos, mas também porque eles possuem outras funções, sendo a distorção apenas um efeito colateral (às vezes nem desejado pelas partes);

(ii) a leitura da Lei das S.A. é clara ao permitir a emissão das ações superpreferencias como pretendido pela Azul. O entendimento da SEP advém de uma interpretação muito tortuosa e indireta ao tentar criar um limite para as vantagens econômicas, o que resulta em uma discussão “inglória” sobre qual seria este limite;

(iii) a estrutura da ação superpreferencial parece um método mais transparente e direto do que os demais métodos de alavancagem de direitos políticos, podendo-se até dizer que esta seria a real vantagem aos preferencialistas em comparação aos outros métodos de alavancagem;

(iv) a estrutura das ações superpreferenciais não geram automaticamente situações de conflito de interesses entre companhias do mesmo grupo, como em estruturas piramidais (cuja estrutura de sobreposição de companhias pode criar diversas oportunidades de expropriação);

(v) a proposta da Azul para suas ações superpreferenciais realmente assegura vantagens aos seus detentores, sendo a principal delas o valor a ser pago a elas em caso de oferta pública de alienação de controle, o que auxilia no alinhamento dos interesses entre os preferencialistas e o acionista controlador e, portanto, mitiga a disparidade entre os poderes políticos e a contribuição pecuniária;

(vi) a estrutura de governança a ser adotada pela Azul asseguraria uma participação expressiva dos preferencialistas na administração da companhia (participação no conselho de administração e veto em certas decisões importantes);

(vii) a argumentação da SEP de pautar sua decisão em uma leitura dos interesses históricos da Lei das S.A. é descabida, pois o contexto (e os problemas) do mercado de capitais atual mudou. Hoje, há diversos mecanismos de governança (regras dos segmentos especiais da BMF&Bovespa, exigências de governança dos próprios investidores, etc.) que colaboram com a defesa dos interesses dos minoritários de forma muito mais efetiva do que antigamente. Muitos destes mecanismos de proteção já estariam ou seriam implementados na Azul. Logo, não cabe à CVM realizar um esforço interpretativo para tentar coibir uma estrutura que poderia apresentar um eventual risco de alinhamento entre acionistas, tendo em vista os diversos mecanismos de boa governança existentes; e

(viii) em estruturas envolvendo um modelo de *private equity*, de um lado há investidores dispostos a financiar uma empreitada e de outro, o empreendedor com seu projeto. Em casos assim, como na Azul, o arranjo societário não consegue se resumir apenas aos recursos aportados, pois o interesse dos investidores não é administrar a companhia diretamente e o investidor não teria recursos suficientes para conseguir garantir o controle da empreitada. Logo, a estrutura de ações (super)preferenciais na realidade possibilita o alinhamento de interesses nesse caso.

O diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes acompanhou o voto da diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes.

3.2. ANÁLISE PELA CVM DAS PROPOSTAS DE ALTERAÇÃO AOS REGULAMENTOS DE LISTAGEM DOS NÍVEIS 1 E 2 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DO BOVESPA MAIS – NÍVEL 2

Com a decisão do Colegiado da CVM ao Processo RJ2013/5993, parecia que a questão das superpreferenciais havia sido pacificada. No entanto, novo capítulo da discussão surgiu quando da análise pela GEA-2 (em parecer datado de 09 de outubro de 2015) das propostas de alteração, sugeridas pela BMF&Bovespa (em 17 de julho de 2015, logo após a implementação das ações superpreferenciais pela GOL),

aos Regulamentos. Neste parecer a GEA-2 analisa também as considerações da AMEC sobre o assunto.

Há dois assuntos correlacionados analisados. O primeiro deles refere-se à crítica com relação à mudança na definição de “Percentual Mínimo de Ações em Circulação” nos Regulamentos proposta pela BMF&Bovespa para flexibilizar a admissão de certas companhias pertencentes a setores regulados (e sujeitas a restrições de negociação de ações e cujas estruturas estariam alavancadas), como é o caso de empresas do setor da aviação civil no Brasil. O segundo ponto, o qual é de importância para este trabalho, é uma crítica à decisão da CVM com relação ao caso da Azul (RJ2013/5993) ao supostamente ratificar a legalidade de estruturas alavancadas.

De forma breve, com relação às mudanças aos Regulamentos, a BM&FBovespa havia sugerido que o cômputo do *free float* (um dos requisitos para a listagem) fosse realizado da seguinte maneira:

“(i) 25% (vinte e cinco por cento) do total do capital social da Companhia; ou

(ii) 50% (cinquenta por cento) do total das classes de ações preferenciais admitidas à negociação, desde que as ações ordinárias não sejam admitidas à negociação, exclusivamente na hipótese de Companhia sujeita a restrições legais ou regulatórias, devidamente comprovadas, que restrinjam significativamente a negociação de ações ordinárias.”²⁰

A área técnica questiona esse texto, pois ele (i) poderia ser interpretado de

²⁰ Rio de Janeiro, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. RA/CVM/GEA-2/Nº148/2015. Processo CVM nº SP2015/0279. BM&FBovespa. Analista GEA-2: Paulo Roberto Portinho de Carvalho. Gerente de Acompanhamento de Empresas 2: Guilherme Rocha Lopes. Superintendente de Relações com Empresas: Fernando Soares Vieira. Rio de Janeiro, 09 de outubro de 2015. p. 1.

forma a significar que a companhia seria admissível nos segmentos especiais apenas pelo fato de poder negociar suas ações, e (ii) não é claro se tal negociabilidade das ações deve ser aplicável para todas as classes de ações de determinada companhia.

Após uma intensa troca de entendimentos e até mesmo consulta pública sobre o assunto, a BM&FBovespa decidiu por estabelecer que: *“Na hipótese de ingresso no Nível 2 de companhia sujeita a restrições legais ou regulatórias, devidamente comprovadas, que limitem significativamente a negociação de ações ordinárias, a companhia poderá manter ações em circulação em percentual correspondente a, no mínimo, 50% (cinquenta por cento) do total das ações preferenciais”*.²¹

Passemos ao assunto mais importante, ou seja, a crítica feita pela área técnica da CVM a respeito das estruturas alavancadas, principalmente as ações superpreferenciais.

O autor (Paulo Portinho) admite que não há impedimento legal para a emissão de ações superpreferenciais, pois a Lei das S.A. é silente quanto à imposição de limites para as vantagens dadas às ações preferenciais. No entanto, alega que:

(i) a afirmação de que a decisão do Colegiado quanto ao Processo RJ2013/5993 teria legitimado as estruturas alavancadas na companhias. Ademais, o legislador não teria imposto um limite para a desproporcionalização entre direitos políticos e econômicos das ações, pois *“é uma estrutura que não parece ter sentido econômico, ao menos para Companhias Abertas que expõe à captação de poupança popular (...) ou seja, não seria necessário impor limites maiores do que a racionalidade econômica e financeira impor”*;²²

²¹ BM&FBovespa. São Paulo, 2017. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/evolucao-dos-segmentos-especiais/: Acesso em: 12 mai. 2017.

²² Rio de Janeiro, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. RA/CVM/GEA-2/Nº148/2015. Processo CVM nº SP2015/0279. BM&FBovespa. Analista GEA-2: Paulo Roberto Portinho de Carvalho. Gerente

(ii) as preferências permitidas pela Lei das S.A. tinham como objetivo oferecer uma vantagem econômica proporcional à supressão do direito de voto e não permitir a criação de estruturas alavancadas como a da GOL;

(iii) antes da reestruturação, a GOL possuía cerca de 137 milhões de ações ordinárias e 133 milhões de preferenciais, sendo que após a reestruturação (desdobramento das ordinárias na proporção de 35:1) a GOL passou a deter quase 5 bilhões de ações ordinárias. Ademais, há algumas matérias (tais como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia, aprovação de contratos entre a GOL e sua controladora, etc.) em que os preferencialistas têm voto. No entanto, como resultado do desdobramento das ações ordinárias (e tendo em vista o princípio do *one share one vote*²³), o direito concedido aos preferencialistas fica demasiadamente deficitário;

(iv) outra distorção seria com relação aos direitos de supervisão. Um acionista preferencialista que antes possuía 5% do capital social passou a deter apenas 0,26%. Deveria ele ser privado de seus direitos inerentes àquele que possui 5% do capital social?

(v) na tentativa de suprimir tais distorções, a GOL, para mascarar as disparidades causadas pelo desdobramento de ações, teria se utilizado do conceito de “*Participação nos Dividendos*” como substituto para a expressão “*participações no capital social*” utilizada de parâmetro na Lei das S.A. nos casos dos itens “iii” e “iv” acima. O artigo 53 do estatuto dispõe que: “*Para fins deste Estatuto social: (a) a Participação nos Dividendos detida por qualquer acionista ou representado por um determinado número de ações será expressa como uma porcentagem, que não levará em consideração a existência de lucro ou sua distribuição em determinado exercício social (...)*”. Paulo Portinho a esse respeito coloca que: “*A GOL tinha cerca de 270*

de Acompanhamento de Empresas 2: Guilherme Rocha Lopes. Superintendente de Relações com Empresas: Fernando Soares Vieira. Rio de Janeiro, 09 de outubro de 2015. p. 7.

²³ Art. 110 da Lei das S.A.: “(...) §2 É vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações.”

milhões de ações antes da reestruturação, o que significa que bastariam 13,5 milhões de ações a um acionista para ter os direitos garantidos a quem tem 5% do capital social. Com a configuração posterior (5,174 bilhões de ações), seriam necessárias 258 milhões de ações para perfazer os 5% do capital social. A GOL afirma em seu estatuto que estaria garantido esse mesmo direito aos preferencialistas que detiverem 5% da “participação nos dividendos”. Isso parece garantir ao preferencialista que antes tinha 13,5 milhões de ações o direito que seria perdido (...) [sendo que], na prática, esses 13,5 milhões de ações representam, após a reestruturação, apenas 0,26% do Capital Social”²⁴. Dessa forma, a GOL estaria, pois, admitindo que há certos direitos concedidos a acionistas que não estão necessariamente vinculados ao número de ações, mas sim à participação destas em termos econômicos, em linha com o entendimento da SEP e da PFE no caso da Azul;

(vi) outro resultado negativo desta estrutura alavancada estaria relacionado ao §5 do artigo 4 da Lei das S.A.²⁵ Isto pois, na estrutura anterior da GOL, bastariam 10% dos preferencialistas para que eles pudessem continuar como acionistas, sendo que atualmente mesmo que todos os preferencialistas não adirem à oferta pública, eles poderão ser removidos da companhia. A Lei das S.A. neste caso é expressa ao estabelecer como referência o número de ações e não a “participação nos dividendos”; e

(vii) a justificativa da GOL de que o limite de participação estrangeira imposto pelo CBA (termo definido e explicação da limitação no próximo capítulo) restringiria a capacidade de captação não é suficiente para justificar a alavancagem,

²⁴ Rio de Janeiro, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. RA/CVM/GEA-2/Nº148/2015. Processo CVM nº SP2015/0279. BM&FBovespa. Analista GEA-2: Paulo Roberto Portinho de Carvalho. Gerente de Acompanhamento de Empresas 2: Guilherme Rocha Lopes. Superintendente de Relações com Empresas: Fernando Soares Vieira. Rio de Janeiro, 09 de outubro de 2015. p. 8.

²⁵ Art. 4, §5: “Terminado o prazo da oferta pública fixado na regulamentação expedida pela Comissão de Valores Mobiliários, se remanescerem em circulação menos de 5% (cinco por cento) do total das ações emitidas pela companhia, a assembléia-geral poderá deliberar o resgate dessas ações pelo valor da oferta de que trata o § 4o, desde que deposite em estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, à disposição dos seus titulares, o valor de resgate, não se aplicando, nesse caso, o disposto no § 6o do art. 44”.

pois bastaria que o controlador acompanhasse os aumentos de capital. Ademais, a subscrição pelo controlador de sua parte em capitalizações seria um sinal positivo para o mercado de confiança no negócio.

Como já apontado acima, o Colegiado da CVM (agora com uma composição completamente diferente daquela que julgou o RJ2013/5993) entendeu pela indispensável realização de audiência pública para discutir as propostas de mudanças aos Regulamentos, porém em nada comenta sobre a questão das estruturas alavancadas e/ou as ações superpreferenciais.

4. REVISÃO DA LEGISLAÇÃO – DA RESTRIÇÃO DE PARTICIPAÇÃO ESTRANGEIRA NO SETOR AÉREO NACIONAL

Abordaremos neste capítulo a limitação de participação estrangeira imposta pelo Estado a empresas do setor da aviação civil no Brasil. Faremos também um breve relato da evolução da atividade aeronáutica para contextualizar a razão da ferrenha regularização do setor.

4.1. BREVE HISTÓRICO DA AVIAÇÃO CIVIL NO BRASIL

O setor aéreo, desde o princípio, sempre foi considerado um segmento de alta importância para as nações e, portanto, havia e ainda há a concepção da necessidade de os Estados tratarem e regularem de forma bastante cuidadosa essa atividade.

No início, o motivo da intervenção estatal nesta atividade era basicamente devido à sua relevante relação com o setor militar, importando em matéria de soberania e segurança nacional. Logo na sequência, com a expansão da utilização de aeronaves, foi a vez de os Estados utilizarem os aviões para a realização de serviços de correio, o qual é ainda hoje monopólio estatal em vários países.

Seguindo nessa linha, quando da constatação de que o transporte de cargas e passageiros poderia ser uma atividade a ser explorada, passou-se à realização da exploração da atividade da aviação civil. A depender da situação político-econômica, cada país adotou um de dois possíveis modelos de exploração econômica.

De um lado havia países como a França e a União Soviética, nos quais os Estados tinham uma atuação direta. Nesses casos, as companhias aéreas não possuíam apenas um viés econômico (obtenção de lucro), mas também um objetivo político. No caso da Air France, por exemplo, ela tinha a prerrogativa de estimular as relações entre

seu país sede e as antigas colônias francesas. A Aeroflot tinha um propósito similar: incentivar a aproximação dos diversos (ex-)países que compunham a União Soviética.

O outro modelo consiste na permissão pelo Estado para que a exploração da aviação civil pudesse ser feita pela iniciativa privada. No entanto, havia a necessidade de criação uma agência reguladora nacional para ditar as regras. É o caso dos Estados Unidos que criou o *Civil Aeronautics Board* – CAB²⁶.

Com relação ao Brasil, inicialmente, foi permitida a exploração da aviação civil pelo setor privado de maneira relativamente desregulada. Foi, então a era da Pan Air, criada na década de 30 (e subsidiária da famosa Pan Am).

Com o início do regime militar, foi cassada a autorização da Pan Air, que acabou sendo incorporada pela Varig. Esta, apesar de ser uma empresa nascida em 1927, foi bastante diminuta até os anos 60. Mas, sendo uma empresa brasileira, despertou o interesse do regime militar, passando a repentinamente concentrar o mercado brasileiro de aviação civil. Claramente houve uma aproximação entre a Varig e o governo da época. Evidência de tal aproximação é o fato de que a partir de então a Varig passou a veicular propagandas em prol do regime com o intuito de mostrar o Brasil como um país moderno em que, mesmo com proporções continentais, havia voos para os destinos mais remotos, sendo que governo estaria liderando o país ao sucesso.

²⁶ Especificamente no caso dos Estados Unidos, nas palavras de Alessandra Japiassú Maia e Sérgio L.B. F. Reis: “O limite de participação do capital estrangeiro no setor de transporte aéreo brasileiro – aspectos regulatórios”, “*o dinamismo da economia norte americana permitiu a desregularização deste setor, um fenômeno bastante estudado dentro deste tema e tido por muitos como um objetivo a ser alcançado para a regularização em outros setores da economia*”. (Maia, Alessandra Japiassú. Reis, Sérgio L.B. F. **O limite de participação do capital estrangeiro no setor de transporte aéreo brasileiro – aspectos regulatórios**. Revista da AGU, 2002, v. 10, n. 30. p. 4) (Paginação da versão eletrônica difere da versão impressa).

Apesar do interesse do regime militar na aviação civil, tal setor acabou sofrendo um declínio, sendo que no início da década de 90 apenas a Varig possuía destaque em âmbito nacional.

A partir dos anos 2000, com a criação da Agência Nacional de Aviação Civil – ANAC, em 2006, o setor da aviação civil passou a usufruir de uma regulamentação menos restritiva com a liberação da competição entre empresas aéreas, o que pode ser um dos motivos para a perda de espaço da gigante Varig, a qual acabou sendo adquirida pela GOL.

Hoje, além da GOL, conseguimos destacar apenas a atuação da Azul e da LATAM.

Da ótica regulatória, a primeira agência reguladora nacional foi o Departamento de Aeronáutica Civil (criado em 1931), sendo substituído pelo Departamento de Aviação Civil – DAC em 1969. O DAC foi extinto em 2006, dando lugar à ANAC.²⁷ Vale destacar novamente a estreita relação da aviação civil com o setor militar. No Brasil, por exemplo, o DAC era subordinado ao Ministério da Aeronáutica e mesmo hoje a ANAC está vinculada ao Ministério da Defesa.

Com relação à regulamentação, deve-se destacar o Código Brasileiro do Ar (Decreto Lei nº 32/66), o qual foi substituído pelo ainda vigente Código Brasileiro de Aeronáutica (Lei nº 7.565/86, conforme alterada pela Lei nº 11.182/05 – “CBA”).

De acordo com Marcia Fajer, o histórico acima poderia ser assim resumido: *“A aviação brasileira se divide em militar e civil, sendo que, a aviação civil, seja ela comercial ou privada, subdividida em duas categorias: o transporte aéreo,*

²⁷ SILVA, Odair Vieira da. SANTOS, Rosiane Cristina dos. Histórico dos Órgãos de Regulamentação da Aviação Civil Brasileira: DAC, ANAC, CONAC E INFRAERO. Revista Científica Eletrônica de Turismo, Brasil, ano VI, n. 10, jan. 2009. Disponível em: http://faef.revista.inf.br/imagens/arquivos/arquivos_destaque/Gk9riDfrOPgHrxM_2013-5-22-17-28-58.pdf. Acesso em: 23 mar. 2017.

que engloba todas as categorias de transporte comercial de passageiros, e de cargas e a aviação geral, que inclui desde pequenos aviões de propriedade particular até modernos jatos de negócio, helicópteros, balonismo, voos de treinamento (para pilotos iniciantes) e outras atividades. (...) A aviação civil brasileira possui, portanto, uma cultura com raízes em sua origem militar, vinculação que mantém até hoje, por força da legislação vigente, tendo sua agência reguladora e a infra-estrutura aeroportuária subordinadas ao Ministério da Defesa.”²⁸

4.2. DA LIMITAÇÃO A ESTRANGEIROS

Conforme mencionado no item anterior, a atividade da aviação civil sempre teve uma estreita relação com o setor militar nacional, o que significa que há um interesse muito grande do Estado em participar e intervir este setor, por exemplo, por meio da regulamentação.

Há diversos reflexos desta intervenção quando da análise dos dispositivos do CBA. Dentre eles temos, por exemplo, que a direção de empresas do setor da aviação civil no Brasil só pode ser realizada por brasileiros (artigo 181, III do CBA), as transferências de participações no capital votante detidas por estrangeiros em tais empresas do setor devem ser aprovadas por órgão competente (artigo 181, §3) e a restrição imposta à participação de estrangeiros em apenas 20% no capital votante em empresas do setor de aviação civil no Brasil (restrição esta que terá impacto neste trabalho):

“Art. 181. A concessão [para a exploração de serviços aéreos públicos] somente será dada à pessoa jurídica brasileira que tiver:

(...)

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;

(...)

²⁸ Fajer, Márcia. A Aviação Brasileira. In: Sistemas de investigação dos acidentes aeronáuticos da aviação geral – uma análise comparativa. 2009. f. 29. Dissertação (Mestrado em Saúde Pública) – Faculdade de Saúde Pública da USP, São Paulo, São Paulo.

§ 4º Desde que a soma final de ações em poder de estrangeiros não ultrapasse o limite de 1/5 (um quinto) do capital, poderão as pessoas estrangeiras, naturais ou jurídicas, adquirir ações do aumento de capital.”

Não é o objetivo deste trabalho analisar em profundidade os méritos e/ou a pertinência desta regra no contexto econômico e político brasileiro atual, mas gostaríamos de tecer comentários muito breves sobre o assunto.

O primeiro deles é que o contexto em foi estabelecida esta restrição (em meados da década de 80) o Brasil passava por um período de transição entre o regime militar e o regime democrático de direito que culminou com a promulgação da Constituição Federal atualmente em vigor, em 1988. Nesse cenário, não havia ainda a preconização dos princípios de livre concorrência, privatização/desestatização de certas atividades e diminuição do intervencionismo estatal na economia, os quais passaram a nortear o Estado brasileiro desde então.

Ademais, vale comentar que, devido a tais mudanças nas diretrizes a serem seguidas pelo Estado, mesmo alguns setores da economia considerados estratégicos e que eram altamente regulados e restritos à participação estrangeira, hoje, tiveram suas regulamentações um pouco flexibilizadas. Apenas a título de exemplo temos a desestatização da atividade de telecomunicação e o fim do monopólio da exploração do petróleo.

Segundo, é importante ressaltar que apesar das restrições impostas pelo CBA a estrangeiros, muitas empresas multinacionais, ao vislumbrarem o potencial do mercado brasileiro, decidiram investir no país, sendo que atualmente temos uma gama de empresas cujas matrizes são estrangeiras atuando em nível nacional. Essa pluralidade de empresas no setor beneficia a concorrência, gerando impactos positivos aos consumidores de tais serviços como um aumento na qualidade dos serviços, maior número de opções de voos, diminuição dos preços das passagens, dentre outros benefícios.

Por fim, como será comentado mais adiante em maiores detalhes, a ideia da criação das ações superpreferenciais deriva justamente desta limitação imposta pelo CBA, o qual em nossa visão é uma restrição desatualizada que não acompanhou a evolução econômica e política do país nas últimas três décadas. Indicação dessa defasagem é o fato de que há uma intensa discussão sobre a eliminação desta restrição, sendo que o atual presidente Michel Temer assinou recentemente (em 11 de abril de 2017) um projeto de lei (PL 7425/2017) – já enviado ao Congresso Nacional – para a permissão de uma abertura maior à participação estrangeiro no capital votante em empresas do setor aéreo.

5. REVISÃO DA LITERATURA - AÇÕES PREFERENCIAIS

5.1. DEFINIÇÃO E HISTÓRICO NO BRASIL

As ações preferenciais são títulos que concedem direitos patrimoniais e/ou políticos aos seus titulares, denotando, portanto, certas vantagens com relação às ações ordinárias emitidas por determinada companhia, sendo que tais vantagens devem estar previstas no estatuto social. De acordo com Waldemar Ferreira *“as ações serão preferenciais relativamente às ações ordinárias. Preferência é o ato de preferir; e preferir é antepor, dar primazia, o primeiro lugar; estimular mais, avantajar uma coisa de outra”*.²⁹ Rachel Sztajn descreve que as ações preferenciais são *“título híbrido, combinação entre risco e renda – risco por representarem parcelas do capital social de uma companhia, e renda por terem direito prioritário na partilha do lucro que o é claro se o dividendo preferencial for fixo”*.³⁰

Na medida em que não é o intuito deste trabalho o aprofundamento nas origens das ações preferenciais como as conhecemos hoje, tentaremos apenas nos ater a um pequeno resumo de sua evolução no Brasil.

A primeira regulamentação das ações preferenciais no Brasil foi o Decreto 21.536 de 15 de junho de 1932 (*“Decreto 21.536”*), conforme denota o autor Trajano de Miranda Valverde:

*“Até o ano de 1932, quando foi publicado o Decr. 21.536, de 15 de junho, não reconhecia, expressamente o nosso direito outra espécie de ação senão a ordinária ou comum”*³¹. Tal decreto nasceu da solicitação feita pela Associação Comercial do Rio de Janeiro e a Associação Bancária junto ao Governo Provisório, sendo que o projeto que resultou no

²⁹ Ferreira, Waldemar. Tratado de Direito Comercial. São Paulo: Saraiva, 1961, v 4, p. 239.

³⁰ Sztajn, Rachel. Há futuro para ações preferenciais sem direito de voto?. In: Castro, Rodrigo R. Monteiro de; Aragão, Leandro Santos de. Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 377.

³¹ Valverde, Trajano de Miranda. Sociedades por Ações. Rio de Janeiro: Forense, 1959, pp. 85 e 86.

*Decreto 21.536 foi elaborado pelo Ministro Francisco Campos, que utilizou de base um projeto antecessor de Clodomir Cardoso.*³²

Um ponto interessante com relação ao Decreto 21.536 refere-se à sua justificativa apresentada pelo Ministro Francisco Campos:

“Se é dado real que a maioria das ações prima pelo absentismo às deliberações sociais, visando não à participação ativa na direção mas apenas ao rendimento do capital e às vantagens da especulação, por que não adotar o dado de realidade, revestindo-o de forma legal?

É o que faz o projeto, estabelecendo duas classes de acionistas que visam à participação ativa na direção da sociedade, com direito a voto, e acionistas que procuram ações sem serem levados pela affectio societatis, mas apenas com intuito de especulação ou encontrar colocação segura ao capital.

*A grande vantagem, porém, de ordem econômica e financeira, do sistema do projeto, é de criar, de acordo com os dados da realidade econômica, um tipo de ações que corresponde exatamente ao que procura a maior parte dos acionistas de sociedades anônimas, um tipo, em suma, que solicita apenas e com maior sedução do que o ordinário, o intuito de lucro e o desejo da especulação, móvel que, hoje em dia, influencia de modo preponderante o espírito da grande massa de detentores de capital mobiliário”.*³³

De fato, como destacado pelo Ministro Francisco Campos em sua justificativa citada acima, a discussão sobre a possibilidade de emissão de ações de “prioridade” já estava em voga mesmo antes da promulgação do Decreto 21.536. Curiosamente, àquela época, a doutrina já aceitava a emissão de ações desta natureza como pode-se observar nos pareceres de Visconde de Ouro Preto e Rui Barbosa (emitidos, respectivamente, em 15 de dezembro de 1898 e 7 de janeiro de 1899) à

³² Bulhões Pedreira, José Luiz, Sistema Jurídico da Companhia. In: Lamy Filho, Alfredo e Bulhões Pedreira, José Luiz. Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v1, p. 243.

³³ Exposição de Motivos apresentada pelo Ministro Francisco Campos relativa ao projeto que culminou com a promulgação do Decreto 21.536. In: Lamy Filho, Alfredo e Bulhões Pedreira, José Luiz. Op. Cit, p. 243.

consulta feita pela Companhia dos Fazendeiros de São Paulo. A conclusão de ambos os pareceres foi a de que haveria espaço para a emissão de ações de prioridade na medida em que não havia qualquer proibição de fazê-lo (princípio da legalidade).³⁴

Apesar de as ações preferenciais já serem adotadas por diversas companhias quando da promulgação do Decreto 21.536, até então, por muitos anos, havia apenas um projeto de lei que fora elaborado em 1903. Conforme denotado por seus autores:

“No Brasil, evidentemente, será proveitoso o uso de tais títulos, cuja vulgarização cumpre ao legislador promover. São óbvios os motivos, bastando lembrar que seria novo meio de atrair capitais estrangeiros, além de ser poderoso dique à ruína e às liquidações forçadas de muitas das nossas melhores sociedades anônimas.”³⁵

Tanto é verdade o fato de já haver companhias com ações preferenciais emitidas quando da promulgação do Decreto 21.536 que o próprio decreto dispõe em seu artigo 14 que: *“As acções preferenciaes, emitidas antes do presente decreto, deverão conformar-se aos seus dispositivos, sem que estes invalidem, nem as deliberações e os actos praticados na conformidade das leis que os regulavam”*.

Com relação às regras trazidas pelo Decreto 21.536 ao regulamentar a emissão de ações preferenciais temos que tal diploma: *“admitiu-se que as sociedades anônimas emitissem ações preferenciais de uma ou mais classes, atribuindo, à título de preferência, prioridade na distribuição de dividendos ou no reembolso de capital ou, ainda, a acumulação de ambas as vantagens”*.³⁶

³⁴ Valverde, Trajano de Miranda. Op. Cit., pp 90 e 91.

³⁵ Autores do Primeiro Projeto de Lei sobre Ações Preferenciais, 1903. In Lamy Filho, Alfredo e Bulhões Pedreira, José Luiz. Op. Cit, p. 243.

³⁶ Leães, Luiz Gastão Paes de Barros. Ações Preferenciais Exclusivamente com Vantagens Políticas. Pareceres. São Paulo: Singular, 2004, v. 2, p. 841.

Após o Decreto 21.536, o próximo diploma que tratou das ações preferenciais foi o Decreto-lei 2.627/40, que “*descreveu, ipsis litteris, o Decreto nº 21.536/1932, apenas acrescentando o limite de emissão de 50% do capital total, que não havia no decreto*”.³⁷

Com o passar dos anos, devido ao desenvolvimento da economia brasileira nos setores industrial e de mercado de capitais, houve a necessidade de se estabelecer regras mais atualizadas com relação à emissão de ações preferenciais, o que foi feito por meio da promulgação da Lei das S.A.³⁸

A Lei das S.A. trouxe algumas novidades, sendo que “*a lei reproduziu no artigo 17 o artigo 10 do Decreto-lei nº 2.627/1940, acrescentando, em parágrafo, normas interpretativas das disposições estatutárias; assegurando a correção monetária do dividendo e do prêmio de reembolso fixados em moeda, e o direito de participar nos aumentos de capital decorrentes de correção monetária e capitalização de reservas e lucros; no artigo 18 admitiu atribuição de vantagens políticas e aumentou de 50% para 2/3 o limite de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito*”.³⁹

Não obstante, a Lei das S.A., em sua redação original, acabou por não definir padrões mínimos de proporcionalidade entre as restrições políticas e as

³⁷ Lamy Filho, Alfredo e Bulhões Pedreira, José Luiz. Op. Cit, p. 244.

³⁸ Marcel Gomes Bragança Retto destaca que: “*A partir de 1930, o País adentrou em nova fase de seu desenvolvimento econômico com a expansão do setor secundário. As companhias surgidas encontraram no Decreto nº 21.536/1932, importante instrumento de captação com a possibilidade de emissão de ações preferenciais sem voto, conferindo ao empresariado a possibilidade de crescimento sem pôr em perigo o controle da empresa. Instalada a Revolução de 1964, o primeiro governo militar empenhou-se em desenvolver o mercado de capitais. (...) Paralelamente ao esforço de criação de um mercado de capitais sofisticado e em consonância à realidade de então, marcada pela necessidade de se buscar instrumentos capazes de direcionar a poupança interna, a predominância das sociedades anônimas familiares (fechadas) e a aversão ao “minoritarismo”, foi promulgada a Lei 6.404/76, que trouxe importantes alterações no que concerne às ações preferenciais*”. (Retto, Marcel Gomes Bragança. *Evolução Legislativa das Ações Preferenciais no Brasil e os Institutos a Elas Relacionados*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, 2004, v. 133, pp. 128 e 129.)

³⁹ Lamy Filho, Alfredo e Bulhões Pedreira, José Luiz. Op. Cit, p. 244.

vantagens econômicas. Ou seja, na prática, o que ocorreu foi a emissão de ações preferenciais por diversas companhias com vantagens que na realidade eram simplesmente vazias como a *“prioridade na distribuição de dividendos omitindo qualquer referência a valor ou porcentagem que a definisse, acrescentando alguns que esse dividendo não podia ser menor do que o distribuído às ações ordinárias (como se essa garantia constituísse uma “vantagem”); e outros atribuíam à prioridade na distribuição de dividendos o significado de precedência sobre as ações ordinárias na ordem cronológica de pagamento do mesmo dividendo. (...) difundiu-se a criação de ações preferenciais sem direito de voto nem dividendo prioritário, gozando apenas de prioridade no reembolso em caso de liquidação. Essa prioridade só tem significado se a criação de ações preferenciais é instrumento para composição de credores, quando existe a possibilidade de falência da companhia no curto prazo.”*

40

Isto aliado ao aumento do limite de emissão de ações preferencias para 2/3 do capital social fez com que as companhias pudessem captar recursos no mercado sem a contrapartida do risco atribuído aos ordinaristas à prioridade na distribuição de dividendos a ações preferenciais, o que gerou *“excessos perpetrados por acionistas controladores que (...) cometeram abusos em prejuízo do interesse dos acionistas e do patrimônio da companhia”*.⁴¹

Nesse contexto de distorções aos objetivos das ações preferenciais, passou-se a discutir algumas propostas para o estabelecimento de vantagens patrimoniais mínimas que culminaram com a promulgação da Lei 9.457/1997⁴², a qual

⁴⁰ Lamy Filho, Alfredo e Bulhões Pedreira, José Luiz. Op. Cit, p. 245.

⁴¹ Fragoso, Daniela Maria Neves Reali; Akkerman, Gustavo. Ações preferenciais: evolução ou retrocesso?. In: Adamek, Marcelo Vieira Von. Temas de direito societário e empresarial contemporâneos: liber amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 280.

⁴² Nas palavras de Marcel Gomes Bragança Retto: *“os direitos conferidos às ações preferenciais até a promulgação da Lei 9.457/1997 consistiam em “vantagens formais”, muitas vezes de ordem cronológica”* (Retto, Marcel Gomes Bragança. Op. Cit, p 135)

“acabou (...) atribuindo às preferenciais sem direito a dividendos fixo ou mínimo, cumulativos ou não – ou seja – cuja única prioridade era o reembolso de capital em caso de liquidação -, direito a dividendo, no mínimo, 10% maior do que o atribuído às ações ordinárias”.⁴³

Por fim, chegamos à promulgação da Lei nº 10.303/2001, a qual modificou os artigos 15 e 17 da Lei das S.A. de forma a limitar “a emissão de ações preferenciais à metade do capital social: (das companhias, abertas ou fechadas, que doravante forem constituídas; (ii) das companhias fechadas preexistentes, no momento que decidirem abrir seu capital; e, ainda, (iii) das companhias abertas preexistentes que, não tendo ainda emitido ações preferenciais até a vigência da nova lei, venham a fazê-lo a partir de então”⁴⁴, bem como admitir, “como regra geral, os três tipos de preferências constantes das leis anteriores e criando normas especiais que requerem a atribuição de no mínimo uma de três opções de vantagens do §1º do artigo 17, como requisito para que a ação seja admitida à negociação no mercado de valores mobiliários”.⁴⁵⁴⁶

⁴³ Lamy Filho, Alfredo e Bulhões Pedreira, José Luiz. Op. Cit, p. 246.

⁴⁴ Carvalhosa, Modesto; Eizirik, Nelson. A Nova Lei das S/A. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 69.

⁴⁵ Lamy Filho, Alfredo e Bulhões Pedreira, José Luiz. Op. Cit, p. 246.

⁴⁶ Hoje, tais dispositivos têm a seguinte redação:

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

§ 1º As ações ordinárias da companhia fechada e as ações preferenciais da companhia aberta e fechada poderão ser de uma ou mais classes.

§ 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.”

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.

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

5.2. VANTAGENS E RESTRIÇÕES

Com relação aos privilégios concedidos às ações preferenciais, elas podem ser de natureza política ou patrimonial, sendo necessário que tais vantagens, bem como as restrições (contrapartidas) estejam expressas no estatuto (artigo 17, §2 da Lei das S.A.).

As vantagens patrimoniais estão listadas no próprio artigo 17 da Lei das S.A., quais sejam:

- (i) Dividendos prioritários e diferenciados,
- (ii) Dividendo fixo,
- (iii) Dividendo mínimo,
- (iv) Prioridade na distribuição de, no mínimo, 25% do lucro,
- (v) Dividendos à conta de reserva de capital,

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.

§ 2o Deverão constar do estatuto, com precisão e minúcia, outras preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, além das previstas neste artigo.

§ 3o Os dividendos, ainda que fixos ou cumulativos, não poderão ser distribuídos em prejuízo do capital social, salvo quando, em caso de liquidação da companhia, essa vantagem tiver sido expressamente assegurada.

§ 4o Salvo disposição em contrário no estatuto, o dividendo prioritário não é cumulativo, a ação com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes e a ação com dividendo mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo.

§ 5o Salvo no caso de ações com dividendo fixo, o estatuto não pode excluir ou restringir o direito das ações preferenciais de participar dos aumentos de capital decorrentes da capitalização de reservas ou lucros (art. 169).

§ 6o O estatuto pode conferir às ações preferenciais com prioridade na distribuição de dividendo cumulativo, o direito de recebê-lo, no exercício em que o lucro for insuficiente, à conta das reservas de capital de que trata o § 1o do art. 182.

§ 7o Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembleia-geral nas matérias que especificar.”

- (vi) Dividendos maiores que os estabelecidos para ações ordinárias,
- (vii) Prioridade no reembolso quando da liquidação do acervo líquido de uma companhia,
- (viii) Prêmio no reembolso,
- (ix) Participação no prêmio de controle quando da participação das ações preferenciais em oferta pública de alienação de controle, e/ou
- (x) Outras vantagens⁴⁷.

Já com relação às vantagens políticas, a doutrina majoritária defende que ela prescinde de alguma das vantagens econômicas listadas acima. Ou seja, na medida em que as vantagens políticas atuariam de forma suplementar apenas, não teria como emitir ações preferenciais dotadas somente de vantagens políticas.

Esta é a posição defendida pelo renomado doutrinador Nelson Eizirik, o qual ensina que:

“Essas vantagens são admitidas como acréscimo às vantagens patrimoniais; no regime societário brasileiro não podem existir ações preferenciais que tenham apenas vantagens políticas. A emissão das preferenciais sem direito a voto pressupõe a atribuição de uma vantagem de natureza patrimonial ou econômica, vis-à-vis as ações ordinárias, como forma de compensar seus titulares pela não participação no poder político da companhia. Não existe ação preferencial sem a atribuição de uma vantagem patrimonial ao acionista, visto que a subtração do direito de voto só é possível enquanto compensada por um privilégio econômico, na repatriação dos lucros ou no reembolso de capital.”⁴⁸

Para fins argumentativos, apresentamos também a visão contrária defendida por Luiz Gastão Paes de Barros Leães, o qual denota que:

⁴⁷ A atual redação do artigo 17, §2 é clara em sua determinação de que é possível incluir outras vantagens na medida em que isto esteja expresso “*com precisão e minúcia*” e que seja aplicável apenas aos “*acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito*”.

⁴⁸ Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2011, v. I, pp. 175 e 176.

“(...) não se sustentam os argumentos que impedem a criação de ações preferenciais exclusivamente dotadas de privilégios ou vantagens políticas ou administrativas, em razão, principalmente, de não haver nenhuma disposição na Lei nº 6.404/76 expressamente vedando a emissão de tais ações preferenciais e, assim, amparada pelo princípio da autonomia da vontade, a companhia poderia emitir ações preferenciais dotadas, exclusivamente, de vantagens políticas.”⁴⁹

Não obstante o acima, temos as seguintes vantagens políticas que podem ser atribuídas às ações preferenciais, dispostas no artigo 18 da Lei das S.A.:⁵⁰

- (i) Eleição de um ou mais membros de órgãos da administração da companhia em eleição em separado; e/ou
- (ii) Direito de veto a alterações estatutárias.

Em contrapartida às possíveis vantagens a serem atribuídas às ações preferenciais, dispõe o artigo 111 da Lei das S.A.⁵¹ que o estatuto pode prever algumas restrições de direitos a tal tipo de ação, inclusive a retirada parcial ou integral do direito de voto, respeitados os direitos listados no artigo 109 da Lei das S.A.⁵² (trata dos direitos essenciais).

⁴⁹ Leães, Luiz Gastão Paes de Barros. Op. Cit, pp. 843 a 845.

⁵⁰ Art. 18: *“O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração. Parágrafo único. O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembléia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.”*

⁵¹ Art. 111: *“O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109.”*

⁵² Art. 109. *“Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I - participar dos lucros sociais; II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei. (...)”*

Nesse sentido, José Edwaldo Tavares Borba destaca que:

“Com relação às desvantagens a que poderão estar sujeitas as ações preferenciais, a restrição mais comum é a do direito de voto.

Embora a ação preferencial possa ter direito de voto – e no silêncio do estatuto ela o tem -, comumente esse direito lhe é retirado, cumprindo acentuar que, via de regra, a criação da ação preferencial decorre do interesse dos controladores em colocar no mercado ações que não influam no controle da sociedade.”⁵³

Por fim, vale destacar que existe, por conta do disposto no art. 15, §2 da Lei das S.A., uma restrição de emissão no número de ações preferenciais em até 50% do número total de ações emitidas.⁵⁴

5.3. DAS FUNÇÕES DAS AÇÕES PREFERENCIAIS

Após a análise das principais características e regras pertinentes às ações preferenciais, passemos à análise das suas funções, ou seja, dos objetivos inerentes à emissão de tal tipo de ação.

⁵³ Borba, José Edwaldo Tavares. Direito Societário. Rio de Janeiro; Renovar, 2007, p. 245.

⁵⁴ “Esse preceito, todavia, encontra-se sujeito a disposições transitórias (art. 8º da Lei nº 10.303/01), que o restringem, de forma imediata, às companhias que se constituíram após a publicação da reforma.

As companhias fechadas então existentes poderão manter o status quo, e somente terão que se adequar à nova lei no momento em que abrirem seu capital. As companhias abertas já existentes quando da vigência da reforma não se encontram sujeitas à nova limitação, podendo manter a proporção de 2/3, prevista na legislação anteriormente vigente, até mesmo relativamente a suas novas emissões, mas as que quiserem se adaptar à nova regra poderão promover aumentos de capital sem a observância do direito dos acionistas (art. 171, §1º, “b”) de exercerem a preferência, sempre que possível, em ações de espécies e classes idênticas às de que forem titulares.

De qualquer sorte, prevê ainda o §2º do art. 8º da Lei nº 10.303/01 que, uma vez reduzido o percentual da participação das ações preferenciais, este não poderá ser aumentado, salvo com observância do limite de 50%. Pelas mesmas razões lógicas, qualquer companhia aberta existente, cujas ações preferenciais sem voto excedam 50% do capital, mas não alcancem 2/3, não poderão ir além do percentual efetivamente pendente quando da entrada em vigor da nova legislação.” (Borba, José Edwaldo Tavares. Op. Cit, p. 245 e 246)

O primeiro deles e mais importante é a questão da oportunidade de captar recursos, sem a necessidade de mudança da estrutura de controle da companhia. Na medida em que é possível restringir o direito de voto das ações preferenciais, isto significa que o investimento realizado por determinado investidor em ações preferenciais emitidas por uma companhia não interfere no montante de ações ordinárias necessário para exercer o controle da companhia. Logo, se de um lado isto beneficia o acionista controlador, de outro, atrai determinado tipo de investidor interessado apenas nas vantagens (em geral somente as patrimoniais) proporcionadas pelas ações preferencias, não se importando em participar da administração da companhia. Há autores que até mesmo classificam as ações preferenciais como um instrumento híbrido entre instrumento de dívida e de capital próprio.⁵⁵

Derivado do acima, pode-se dizer que a flexibilidade proporcionada pelas ações preferenciais (diferentes classes e vantagens) auxilia também na associação de diversos tipos de investidores, sejam eles interessados no exercício da administração ou apenas no recebimento de dividendos.

Ademais, a gama de possíveis vantagens pode também buscar a proteção de direitos de minoritários ao permitir “*prioridade na distribuição de dividendos, participação nos órgãos de administração, e poder de veto em certas deliberações da Assembléia Geral*”.⁵⁶

Por fim, outra possível função refere-se à composição de credores em caso de companhias em situação pré-falimentar. A companhia tem suas dívidas de seus credores convertidas em capital por meio da emissão de ações preferenciais com prioridade no recebimento de dividendos.

⁵⁵ “Assim, as ações preferenciais são classificadas como um instrumento híbrido entre instrumentos de dívida e de capital próprio, pois confere o direito a um pagamento fixo da companhia emissora ao acionista, ao passo que, o inadimplemento do emissor em relação ao pagamento do dividendo fixo, não acarretará a falência ou liquidação da companhia emissora.” (Fragoso, Daniela Maria Neves Reali; Akkerman, Gustavo. Op. Cit, p. 290)

⁵⁶ Lamy Filho, Alfredo e Bulhões Pedreira, José Luiz. Op. Cit, p. 248.

6. CONSIDERAÇÕES A RESPEITO DAS AÇÕES SUPERPREFERENCIAIS

Após as considerações dos capítulos acima, tentaremos, modestamente, expressar nossas opiniões sobre o instituto das ações superpreferenciais.

6.1. NATUREZA JURÍDICA E LEGALIDADE

Da perspectiva da natureza jurídica, entendemos que as ações superpreferenciais nada mais são do que ações preferencias, porém com vantagens econômicas bastante voluptuosas. Ou seja, as ações superpreferenciais se encaixam perfeitamente na definição de ações preferenciais descritas no capítulo 5 acima.

Com relação à sua legalidade, conforme decidido pelo Colegiado da CVM no caso da Azul, bem como admitido pelo Sr. Paulo Portinho ao analisar as propostas da BM&Fbovespa, não há nenhum tipo de proibição quanto à emissão de ações superpreferenciais. Isto pois, a própria Lei das S.A. dá indicações de que não deveria haver necessariamente uma proporcionalidade entre os direitos políticos e econômicos das ações. Por exemplo, há permissão de (i) emissão de ações sem valor nominal, e (ii) distribuição de dividendos superiores às ações preferenciais.

Tal posicionamento é também corroborado pelo renomado Nelson Eizirik o qual denota que a tentativa da área técnica da CVM de impor limites não previstos em lei (referentes às vantagens concedidas a ações preferenciais) foge aos poderes legais da autarquia.⁵⁷

Sendo assim, deveriam prevalecer os princípios da livre iniciativa, liberdade de escolha/contratação e autonomia das pessoas com relação à definição de emissão de ações superpreferenciais.

⁵⁷ EIZIRIK, Nelson. A Ação “Super Preferencial” é Legal?. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. São Paulo: Almedina, 2015, v.1. p. 140.

Logo, compartilhamos do posicionamento de que do ponto de vista jurídico **as ações superpreferenciais são legais.**

6.2. ALAVANCAGEM X CAPTAÇÃO DE RECURSOS

Superada a dúvida com relação à legalidade das ações superpreferenciais, passemos agora à análise das consequências práticas das ações superpreferenciais, as quais podem justificar ou não o uso de tal instituto.

Antecipando nossa conclusão, entendemos que **há motivos/justificativas para a utilização das ações superpreferenciais como meio de captação de recursos no mercado de capitais.** Explicaremos abaixo nossas motivações.

Como já relatado acima, há um engessamento muito grande do setor da aviação civil no Brasil devido à restrição imposta pelo disposto no artigo 181, III do CBA. Tal limitação restringe (e muito) o potencial de captação de empresas aéreas (como a Azul e a GOL), principalmente, pelo fato de que no Brasil não há uma grande gama de *players* dispostos e com condições de investir em tais companhias.⁵⁸

Em nossa visão, o argumento utilizado por Paulo Portinho para desconstruir o acima nos parece exagerado. Diz o analista da CVM que bastaria o controlador acompanhar os aumentos de capital para conseguir capitalizar a companhia sem a necessidade de emissão de ações superpreferenciais. Isto nos parece

⁵⁸ Nessa linha, denota Emerson Soares Mendes que: “(...) o instrumento da ação preferencial é um importante meio da companhia socorrer-se do mercado para a captação de investimentos, sem, todavia, emitir valores mobiliários que consubstanciem títulos representativos de dívida, nem permitir o abalo à estabilidade do poder de controle”. (MENDES, Emerson Soares. Apontamentos sobre as Ações Preferenciais e o Recente Julgado da CVM - Caso azul. Revista de Direito Empresarial, v. 9, mai./jun., 2015, p. 11. Disponível em: <http://www.revistadoatribunais.com.br/maf/app/widgetshomepage/resultList/document?&src=rl&srguid=i0ad818150000154d04db4f1b254d165&docguid=I7de330100e7d11e5821101000000000&hitguid=I7de330100e7d11e5821101000000000&spos=6&epos=6&td=13&context=83&startChunk=1&endChunk=1>. Acesso em 15 jun. 2017. (Paginação da versão eletrônica difere da versão impressa)).

descolado da realidade porque justamente é a falta de recursos do próprio controlador, aliada à falta de alternativas da companhia em obter recursos (e.g. empréstimos junto a bancos ou até mesmo do próprio controlador), que pode gerar a necessidade de capitalização da companhia pela via das ações superpreferenciais. Deveria um controlador que não possui recursos próprios para a realização de investimentos, ao observar a necessidade da companhia de caixa, permanecer estático em face da possibilidade de obter investimentos por meio das ações superpreferenciais?

Paulo Portinho indica também que a permissão de emissão de ações superpreferenciais seria uma legitimação de estruturas alavancadas. Concordamos com o fato de que as ações superpreferenciais causam certos desequilíbrios com relação à proporcionalidade (não obrigatória, como já explanado acima) entre o capital investido e os direitos de condução dos negócios. Não obstante:

(i) como defendido pela diretora da CVM Luciana Pires Dias, há diversos outros tipos de mecanismos de alavancagem, os quais são perfeitamente legais e aceitos pelo mercado (e.g., derivativos, empréstimo de ações, acordos de acionistas, etc.), sendo que a desproporção causada pelas ações superpreferenciais é apenas um efeito colateral das ações superpreferenciais, cujo objetivo primordial é a captação de recursos para a companhia; e

(ii) há, conforme visto em ambos os casos de Azul e GOL, alguns mecanismos de governança corporativa que podem ajudar a mitigar esse desapareamento. Por exemplo, regras estatutárias para que os superpreferencialistas (ii.1) garantam sua participação no conselho de administração (mesmo que eles não tenham interesse na administração em si, para fins de terem acesso a informações sobre o status dos negócios), (ii.2) possuam certos vetos em decisões importantes (vetos esses que devem ser razoavelmente justificados para não engessar a companhia), e/ou (ii.3) possam usufruir de certos direitos atribuídos pela Lei das S.A. a minoritários (preferencialistas ou não) mesmo sem alcançarem a porcentagem mínima de ações

estabelecida em lei (e.g., direito de eleger conselheiro fiscal, requisitar informações da companhia, entre outros).

Outro argumento importante a favor das ações superpreferenciais é o de que, a princípio, a intenção dos investidores estrangeiros (adquirentes de tais ações) não seria participar ativamente da condução dos negócios das empresas investidas. Seu objetivo primário seria apenas o recebimento de dividendos. Isto significa que não só as ações superpreferenciais possibilitariam a prospecção de investimentos estrangeiros como também estaria em linha com a regra do artigo 180, III do CBA ao garantir que o efetivo controle das companhias continue nas mãos de brasileiros.

Ademais, outra crítica é a de que tais ações gerariam um possível desalinhamento entre os interesses do acionista controlador e dos superpreferencialistas, principalmente em situações de alienação de controle e liquidação da companhia (assumindo que as ações superpreferenciais teriam direito ao recebimento de montantes por ação maiores do que o controlador nestas situações). Realmente, entendemos também que há este risco teórico. Porém, tendo em vista todos os possíveis benefícios gerados pelas ações superpreferenciais, seguimos na linha da diretora da CVM Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes no sentido de que este seria um risco inerente ao negócio e que, ao ser divulgado na respectiva secção do formulário de referência, faria “parte do jogo”, devendo ser tratado pelos possíveis investidores apenas como mais um elemento de risco a ser considerado em suas análises de investimento. Nelson Eizirik, na mesma linha, denota que: “(...) *não cabe ao Estado substituir os investidores na análise de qualidades das empresas e dos títulos ofertados (...) [outra razão, de ordem prática, seria a de que] assumir o encargo de julgar o mérito da distribuição pode ter como consequência sua responsabilidade civil pelos prejuízos sofridos pelos investidores no caso de insucesso do empreendimento*”.⁵⁹

⁵⁹ EIZIRIK, Nelson. A Ação “Super Preferencial” é Legal?. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. São Paulo: Almedina, 2015, v.1. p. 140.

7. CONCLUSÃO

Como já antecipado no capítulo anterior, tendo em vista todas as considerações e pesquisa realizadas sobre o assunto, entendemos que as ações superpreferenciais são legais e, portanto, podem ser emitidas. Elas são um instrumento bastante criativo e eficaz que possibilita, sem violar a lei, a captação de recursos estrangeiros por companhias de setores regulados com no caso de companhias do ramo da aviação civil.

Obviamente, o instituto das ações superpreferenciais deriva da restrição imposta pelo artigo 180, III do CBA e, no caso sua de revogação, conforme pretendida pelo PL 7425/2017, a discussão em torno deste assunto provavelmente perderia seu objeto com relação às companhias do ramo da aviação civil. Sinceramente, esperamos que esta revogação aconteça, pois isso permitiria a vinda de mais investimentos ao país, o que poderia resultar no desenvolvimento do setor da aviação civil e consequente melhora dos serviços prestados à população.

8. REFERÊNCIAS

Borba, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. Rio de Janeiro; Renovar, 2007.

Carvalhosa, Modesto; Eizirik, Nelson. **A Nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

EIZIRIK, Nelson. **A Ação “Super Preferencial” é Legal?**. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. São Paulo: Almedina, 2015, v.1. pp. 125-142.

Eizirik, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2011, v. I.

Fajer, Márcia. **Sistemas de investigação dos acidentes aeronáuticos da aviação geral – uma análise comparativa**. 2009. Dissertação (Mestrado em Saúde Pública) – Faculdade de Saúde Pública da USP, São Paulo, São Paulo.

Ferreira, Waldemar. **Tratado de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, 1961, v 4.

Fragoso, Daniela Maria Neves Reali; Akkerman, Gustavo. **Ações preferenciais: evolução ou retrocesso?**. In: Adamek, Marcelo Vieira Von. **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos: liber amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França**. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 278-297.

Lamy Filho, Alfredo e Bulhões Pedreira, José Luiz. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v1.

Leães, Luiz Gastão Paes de Barros. **Ações Preferenciais Exclusivamente com Vantagens Políticas**. Pareceres. São Paulo: Singular, 2004, v. 2.

Maia, Alessandra Japiassú. Reis, Sérgio L.B. F. **O limite de participação do capital estrangeiro no setor de transporte aéreo brasileiro – aspectos regulatórios**. Revista da AGU, 2002, v. 10, n. 30. pp. 45-84) (Paginação da versão eletrônica difere

da versão impressa)

MENDES, Emerson Soares. **Apontamentos sobre as Ações Preferenciais e o Recente Julgado da CVM - Caso azul**. Revista de Direito Empresarial, v. 9, mai./jun., 2015, p. 239/261. Disponível em: <http://www.revistadoatribunais.com.br/maf/app/widgets/homepage/resultList/document?&src=rl&srguid=i0ad8181500000154d04db4f1b254d165&docguid=I7de330100e7d11e58211010000000000&hitguid=I7de330100e7d11e58211010000000000&spos=6&epos=6&td=13&context=83&startChunk=1&endChunk=1>. Acesso em 15 jun. 2017. (Paginação da versão eletrônica difere da versão impressa).

Retto, Marcel Gomes Bragança. **Evolução Legislativa das Ações Preferenciais no Brasil e os Institutos a Elas Relacionados**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, 2004, v. 133.

Sztajan, Rachel. Há futuro para ações preferenciais sem direito de voto?. In: Castro, Rodrigo R. Monteiro de; Aragão, Leandro Santos de. **Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 361-388.

Valverde, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações**. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

SILVA, Odair Vieira da. SANTOS, Rosiane Cristina dos. Histórico dos Órgãos de Regulamentação da Aviação Civil Brasileira: DAC, ANAC, CONAC E INFRAERO. Revista Científica Eletrônica de Turismo, Brasil, ano VI, n. 10, jan. 2009. Disponível em: http://faef.revista.inf.br/imagens_arquivos/arquivos_destaque/Gk9riDfrOPgHrxM_2013-5-22-17-28-58.pdf. Acesso em: 23 mar. 2017.

9. LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

Rio de Janeiro, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 48/2013. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Gerente de Registro 2: Alexandre Pinheiro Machado. Superintendente de Relações com Empresas: Fernando Soares Vieira. Rio de Janeiro, 24 de junho de 2013.

Barueri, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resposta ao OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 48/2013. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Procurador: John Peter Rodgerson. Barueri, 16 de agosto de 2013.

Resposta à comunicação de Exigências OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº282/2013.

Rio de Janeiro, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 317/2013. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Gerente de Acompanhamento de Empresas-2: Daniel Alves de Araujo de Souza. Superintendente de Relações com Empresas: Fernando Soares Vieira. Rio de Janeiro, 15 de outubro de 2013.

Rio de Janeiro, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. RA/CVM/GEA-2/Nº111/2013. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Analista GEA-2: Gustavo André Ramos Inúbia. Gerente de Acompanhamento de Empresas-2: Daniel Alves de Araujo de Souza. Superintendente de Relações com Empresas: Fernando Soares Vieira. Rio de Janeiro, 15 de outubro de 2013.

Barueri, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Apelação ao OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº317/2013. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Diretor de Relações com Investidores: John Peter Rodgerson. Barueri, 29 de outubro de 2013.

Rio de Janeiro, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. RA/CVM/SEP/GEA-

2/Nº131/2013. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Analistas GEA-2: Ivo Martins Daher e Gustavo André Ramos Inúbia. Superintendente de Relações com Empresas: Fernando Soares Vieira. Rio de Janeiro, 12 de novembro de 2013.

Rio de Janeiro, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. PARECER/Nº009/2013/PFE-CVM/PGF/AGU. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Subprocurador-Chefe GJU-2: Celso Luiz Rocha Serra Filho. Procuradora-Chefe da CVM: Julya Sotto Mayor Wellisch. Rio de Janeiro, 17 de dezembro de 2013.

Rio de Janeiro, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Declaração de Voto ao Recurso contra indeferimento de Pedido de Registro Inicial de Emissor de Valores Mobiliários - Categoria A - Sem Oferta Concomitante. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Diretora Relatora: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Rio de Janeiro, 31 de janeiro de 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0010/8923-3.pdf>. Acesso em: 29 mai. 2017.

Rio de Janeiro, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Declaração de Voto ao Recurso contra indeferimento de Pedido de Registro Inicial de Emissor de Valores Mobiliários - Categoria A - Sem Oferta Concomitante. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Diretora: Luciana Dias. Rio de Janeiro, 31 de janeiro de 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0010/8923-3.pdf>. Acesso em: 29 mai. 2017.

Rio de Janeiro, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. RA/CVM/GEA-2/Nº148/2015. Processo CVM nº SP2015/0279. BM&FBovespa. Analista GEA-2: Paulo Roberto Portinho de Carvalho. Gerente de Acompanhamento de Empresas 2: Guilherme Rocha Lopes. Superintendente de Relações com Empresas: Fernando Soares Vieira. Rio de Janeiro, 09 de outubro de 2015.

BM&FBOVESPA. São Paulo, 2017. Disponível em:

http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/evolucao-dos-segmentos-especiais/: Acesso em: 12 mai. 2017.

Rio de Janeiro, BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Ata da reunião do Colegiado nº 39 de 13 de outubro de 2015. Processo CVM nº RJ2013/5993. Azul S.A. Diretora Relatora: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Rio de Janeiro, 31 de janeiro de 2014. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2015/20151013_R1.html. Acesso em: 10 mai. 2017.

BRASIL. Lei nº 7.565 de 19 de dezembro de 1986. Dispõe sobre o Código Brasileiro de Aeronáutica. Palácio do Planalto Presidência da República, Brasília, DF, 19 dez. 1986. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7565.htm. Acesso em: 11 mar. 2017.

BRASIL Lei nº 11.182 de 27 de setembro de 2005. Cria a Agência Nacional de Aviação Civil – ANAC, e dá outras providências. Palácio do Planalto Presidência da República, Brasília, DF, 27 set. 2005. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111182.htm. Acesso em: 11 mar. 2017.

BRASIL Lei nº 6.404 de 15 de setembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Palácio do Planalto Presidência da República, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm. Acesso em: 13 fev. 2017.

BRASIL Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Palácio do Planalto Presidência da República, Brasília, DF, 31 out. 1976 Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm. Acesso em: 15

fev. 2017.

BRASIL Decreto-Lei nº 2.627 de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre as sociedades por ações. Palácio do Planalto Presidência da República, Rio de Janeiro, RJ, 26 set. 1940 Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del2627.htm. Acesso em: 16 fev. 2017.

BRASIL Decreto-Lei 32 de 18 de novembro de 1966. Institui o Código Brasileiro do Ar. Palácio do Planalto Presidência da República, Brasília, DF, 26 set. 1940 Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/Del0032.htm. Acesso em: 16 fev. 2017.

BRASIL Decreto 21.536 de 15 de junho de 1932. Dispõe sobre o modo de constituição do capital das sociedades anônimas, permitindo que ele se constitua, em parte, por ações preferenciais de uma ou mais classes. Palácio do Planalto Presidência da República, Rio de Janeiro, RJ, 15 jun. 1932 Disponível em: <http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1930-1939/decreto-21536-15-junho-1932-517361-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em: 16 fev. 2017.