

VOTO

RELATÓRIO

1. Trata-se de pedido de autorização formulado pela Calçados Azaléia S.A. ("Azaléia"), para que a companhia possa realizar negociação privada com ações de sua própria emissão, nos termos do art. 23 da Instrução CVM n° 10/80, e, por sua vez, de titularidade de seus ex-Diretores.
2. Inicialmente, a companhia esclareceu que seu capital se encontra sob a titularidade, em grande parte, de administradores, funcionários e ex-funcionários ou de colaboradores da Azaléia. Por esse motivo, em 12.04.2001, a companhia solicitou à CVM que lhe fossem concedidos registros de companhia aberta e de negociação na BOVESPA dos valores de sua emissão.
3. A companhia pretendia utilizar-se do mercado de valores mobiliários para conferir liquidez às ações de sua emissão. Mas, a realização de uma colocação primária ou secundária de ações no mercado de valores requer um estágio de maior amadurecimento da companhia, bem como uma conjuntura econômica mais propícia, em que se façam presentes menos dificuldades internas e externas.
4. Soma-se a este cenário o fato de a companhia ter recentemente passado por um processo de profissionalização mais exigente, o que resultou na substituição de alguns funcionários, os quais detêm conjuntamente 4.000.000 (quatro milhões) de ações preferenciais de emissão da requerente. Diante de todas essas circunstâncias, e considerando que a companhia ainda não alcançou a desejável liquidez a que visa, a Azaléia expressou o desejo de que, no processo de substituição de seus empregados, se assim estes entenderem conveniente, os mesmos pudessem alienar as ações de que são titulares, as quais seriam recompradas pela companhia, portanto.
5. A companhia trouxe também a lume que, de acordo com sondagens realizadas com os demais acionistas da Azaléia, não existe por parte destes nenhum interesse na aquisição dessas ações que seriam objeto da negociação privada (recompra). Outrossim, esta negociação não se enquadraria nos moldes de um programa de recompra, conforme o regulado pela Instrução n° 10.
6. Isto acontece porque *a requerente não tem em mente estratégia específica que a leve a adotar o programa, bem como seu interesse maior é o de atender a alguns poucos casos*, e não fazer uma oferta indistintamente a todos os acionistas. Ademais, a companhia prestou as seguintes informações acerca de seu capital:
 - a. seu bloco de controle é composto por sete acionistas que detêm, em conjunto, 99,48% do capital votante e 35,07% do capital total;
 - b. 44 acionistas são funcionários detentores de 0,0726% do capital votante e 64,64% do capital total, conjuntamente; e
 - c. 465 acionistas não têm vinculações com a companhia e detêm, em conjunto, 0,44% do capital votante e 0,287% do capital total.
7. Por tudo isso, a Azaléia solicitou autorização para adquirir as ações dos funcionários substituídos, se estes entenderem conveniente, nas seguintes condições:
 - a. seria uma operação privada;
 - b. cujo objeto constará de 4.000.000 (quatro milhões de ações preferenciais);
 - c. o preço por ação, fixado com base no patrimônio líquido apurado em 31/12/2003, seria de R\$ 1,79 (um real e setenta e nove centavos);
 - d. os recursos a serem utilizados pela companhia para efetuar tal recompra seriam oriundos de reservas de lucro, sem diminuição do capital social, obedecendo ao disposto no art. 2° da Instrução n° 10; e
 - e. as ações a serem adquiridas destinar-se-iam à permanência em tesouraria para posterior recolocação no mercado.
8. O pedido foi objeto de análise da SEP (fls. 41-43), que destacou a potencialidade da operação e fez as seguintes observações:
 - a. de acordo com o art. 5° do estatuto social da requerente, alterado na AGE de 29.04.2004, a companhia tem capital social de R\$266 milhões, dividido em 67.033.086 ações ordinárias e 132.801.153 ações preferenciais, sem valor nominal, e autorização para aumentar o capital, mediante deliberação do Conselho de Administração e independentemente de reforma estatutária, até o limite de 500.000.000 de ações, ordinárias ou preferenciais, sem valor nominal;
 - b. o estatuto social alterado naquela AGE prevê, em seu art. 15, "j", que compete ao CA autorizar a aquisição de ações e de debêntures emitidas pela companhia para efeitos de cancelamento ou permanência em tesouraria para posterior alienação, observadas as normas legais, atendendo, portanto, ao disposto no art. 1º da Instrução n° 10;
 - c. de acordo com o balanço patrimonial da companhia de 31.12.03, o valor patrimonial da ação é de R\$ 1,79, fazendo com que o total da operação seja de R\$ 7.160.000,00 (sete milhões, cento e sessenta mil reais);
 - d. a companhia possui lucros acumulados no montante de R\$126.323.000,00 (cento e vinte e seis milhões, trezentos e vinte e três mil reais) e reserva estatutária de R\$ 15.064.000,00 (quinze milhões e sessenta e quatro mil reais), que são suficientes para a realização da operação em questão, nos termos do art. 2°, "b", da Instrução n° 10;
 - e. segundo o IAN/2002, o controlador da Azaléia é a Pillar Empreendimentos Imobiliários, que é titular de 99,10% do capital votante da companhia e 34,60% do capital não votante;
 - f. a quantidade de ações objeto da recompra representaria 3,09% das ações preferenciais em circulação, inferior, portanto, ao limite do art. 3° da Instrução n° 10;
 - g. a companhia comprometeu-se a providenciar a divulgação de informação sobre a operação ao mercado e à BOVESPA;
 - h. não existem em aberto reclamações de investidores contra a companhia; e

- i. seu registro encontra-se atualizado, nos termos do art. 16 da Instrução CVM n° 202/93.
9. Em face das considerações acima efetuadas, a SEP conclui opinando a favor da concessão da requerida autorização, desde que os meios a serem empregados não se enquadrem no art. 19, §3°, da Lei n° 6.385/76.
10. Acrescente-se que, em documento datado de 03.06.2004 (fls. 45-47), em face da possibilidade de se estar conferindo um tratamento diferenciado entre os acionistas titulares de ações preferenciais da Azaléia, a companhia reiterou o seu pedido, salientando que:
- o objeto da recompra se refere a 4.000.000 de ações de titularidade de pessoas que já se desligaram da companhia, o que não consiste em tratamento diferenciado simplesmente porque não existem demais interessados na alienação de suas ações – a companhia não recebera manifestação de outros acionistas nesse sentido;
 - o fato do pedido conter a realização de uma operação privada traduz a intenção da companhia de não fazer com que os alienantes suportem custos adicionais derivados, por exemplo, de taxas de corretagem e emolumentos;
 - as ações da requerente jamais foram negociadas em bolsa, a despeito da companhia ter as suas ações admitidas à negociação na BOVESPA, motivo pelo qual o preço da oferta terá como base o valor patrimonial das ações; e
 - ainda que esta Comissão entenda que a recompra deva ocorrer no pregão de bolsa de valores, o preço inicial haverá de ser necessariamente o valor patrimonial da ação, porque o mercado não tem outro valor de referência.
11. Há de se mencionar também o documento da companhia datado de 04.06.2004 (fls. 48-49). Neste, a Azaléia ressaltou que em momento algum foi sua intenção conferir tratamento diferenciado a alguns de seus acionistas. Portanto, para eliminar definitivamente qualquer sombra de desigualdade, a companhia afirmou que proporcionará a todos os titulares de ações preferenciais a oportunidade de alienar as ações que possuem. Mas, a companhia se limitará a adquirir 4.000.000 de ações, dado o custo que tal aquisição representa e os recursos de que a Azaléia dispõe para cumprir com esta obrigação.
12. Em reunião do dia 08.06.04, o Colegiado decidiu que o processo deveria retornar à área técnica para que alguns pontos que restaram obscuros fossem esclarecidos pela companhia. O pedido de esclarecimentos foi feito através do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/N° 234/2004 (fls. 57), no qual solicitou-se que a Azaléia:
- informasse se era intenção da companhia manter o requerimento inicialmente apresentado à CVM;
 - identificasse o modo de aquisição das ações do capital social da sociedade atualmente detidas pelos acionistas, os destinatários da oferta de compra a ser realizada – se apenas funcionários (atuais e antigos) ou se para todos os acionistas –, a quantidade de ações detidas por acionistas e por acionistas-funcionários (atuais e antigos); e
 - esclarecesse se o limite estabelecido para a quantidade de ações a ser adquirida é suficiente para atender a demanda de todos os funcionários.
13. A companhia atendeu às solicitações da SEP por meio de documento datado de 15.06.2004, informando o seguinte:
- a companhia tem a intenção de manter o requerimento inicial;
 - são acionistas da Azaléia 37 ex-funcionários e outros 21, herdeiros de ex-funcionários;
 - os empregados tornaram-se acionistas por meio de política através da qual se concedia aos empregados da companhia participação acionária como forma de remuneração adicional, ou através de estímulo, mediante a aquisição de ações em condições facilitadas;
 - dos 37 ex-funcionários, 7 são ex-diretores ou ex-diretores adjuntos e, dentre estes, 5 manifestaram a intenção de vender suas ações à companhia, o que motivou a solicitação inicial da companhia;
 - a recompra consistiria em um programa de caráter privado, em virtude das circunstâncias especiais da operação, e o pagamento se daria à vista, em dinheiro, com base no valor patrimonial apurado em 31.03.2004;
 - os destinatários dessa operação seriam aqueles cinco ex-diretores que já manifestaram interesse pela venda de suas ações; e
 - o limite de ações a serem recompradas é necessário para atender aos titulares que já manifestaram seu interesse em vender seus papéis.
14. Ante tais esclarecimentos, a SEP realizou nova análise acerca da solicitação feita pela Azaléia de recomprar suas próprias ações, ressaltando que (fls. 62):
- inicialmente, a companhia solicitou autorização para recomprar ações de seus ex-funcionários que não estariam mais interessados em permanecer como acionistas da Azaléia, solicitação à qual a SEP emitiu parecer favorável, invocando por analogia o funcionamento típico de plano de opções normalmente oferecido a empregados e advertindo apenas que a operação não deveria se caracterizar como uma emissão pública;
 - recentemente, a companhia solicitou a esta Comissão autorização para efetuar uma recompra destinada apenas a cinco ex-Diretores Executivos e ex-Diretores Adjuntos, afirmando que outros acionistas não manifestaram interesse em vender suas ações;
 - tal operação, de acordo com os mais recentes padrões delineados pela companhia, privilegiaria determinados acionistas em detrimento de outros 53 acionistas que também são ex-funcionários da Azaléia e, quiçá, de todos os demais que não estão ligados ao quadro funcional da companhia;
 - ocorre que não há impedimento para que os 53 acionistas ligados ao quadro funcional da companhia manifestem posteriormente sua vontade de alienar suas ações, o que, se acontecer, revelará que o limite de 4.000.000 de ações preferenciais não é suficiente para atender à demanda de todos os ex-funcionários; e
 - se a oferta fosse estendida a todos os 58 acionistas ex-funcionários da Azaléia, a recompra seria vedada por requerer a utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis, constantes do último balanço, como previsto na Instrução n° 10/80, art. 2°, "b".
15. Portanto, já que a recompra não pode ser oferecida a todos os 58 acionistas ex-funcionários da companhia, existindo saldos suficientes apenas

para a aquisição das ações daqueles cinco ex-Diretores e de mais, aproximadamente, 75.266 mil ações (ao passo que os ex-funcionários da companhia detêm, conjuntamente, 115.980.764 ações preferenciais), a SEP entendeu que a recompra a ser realizada consistiria em tratamento diferenciado aos cinco acionistas ex-Diretores, o que não se coaduna com o tratamento equitativo que deve ser oferecido a todos os acionistas preferenciais.

16. Em reunião com este Colegiado em 06.07.2004, a companhia não alterou seu último pedido, persistindo com a intenção de recomprar privadamente apenas as ações de titularidade de seus ex-Diretores.

FUNDAMENTOS

17. Diante das justificativas que fundamentam o pedido da requerente e também em face da análise feita pela SEP, é necessário fazer uma breve digressão a respeito de algumas normas do direito societário. Logo, preliminarmente, deve-se ressaltar o que dispõem os arts. 2º e 23 da Instrução CVM nº 10/80:

"Art. 2º A aquisição, de modo direto ou indireto, de ações de emissão da companhia, para permanência em tesouraria ou cancelamento, é vedada quando:

- a) importar diminuição do capital social;
- b) requerer a utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis, constantes do último balanço;
- c) criar por ação ou omissão, direta ou indiretamente, condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações ou envolver práticas não equitativas;
- d) tiver por objeto ações não integralizadas ou pertencentes ao acionista controlador;
- e) estiver em curso oferta pública de aquisição de suas ações." (grifou-se).

"Art. 23. Respeitado o disposto no art. 2º, a CVM poderá, em casos especiais e plenamente circunstanciados, autorizar, previamente, operações da companhia com as próprias ações que não se ajustarem às demais normas desta Instrução." (grifou-se)

18. A Instrução determina, como se observa, que para a companhia obter uma autorização para negociar com suas próprias ações é necessário que o caso em concreto seja bastante específico e, além disso, que ele não viole o art. 2º daquele mesmo diploma legal.
19. A requerente fundamenta o pedido alegando que seu caso seria especial, enquadrando-se no disposto no art. 23 acima, uma vez que a Azaléia não possui nenhum objetivo com a pretendida recompra de suas ações, bem como a companhia não pretende adquirir as ações de qualquer acionista, mas especificamente aquelas de titularidade de funcionários que foram recentemente dispensados.
20. Resta claro, portanto, que o critério adotado pela companhia para distinguir quais de suas ações seriam objeto da oferta baseia-se exclusivamente na observação fática daqueles que são ex-funcionários da companhia e daqueles que não são.
21. Embora, do ponto de vista prático, o critério de distinguir acionistas preferenciais entre ex-funcionários e não ex-funcionários caracterize um meio eficaz de se dividir elementos de um mesmo conjunto de maneira razoável, a mesma razoabilidade não encontra escopo quando este critério é analisado sob a ótica do direito societário. Para se atingir esta conclusão é essencial uma análise detida do art. 109 da Lei de Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/76), mais especificamente de seu §1º:

"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 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.

§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares." (grifou-se)

22. O art. 109 estabelece os direitos essenciais do acionista de sociedade anônima, ou direitos individuais. São assim chamados porque tais direitos não aceitam a ingerência do estatuto social ou da assembléia geral que possa limitar a sua validade ou vigência. É claro que alguns desses direitos têm sua eficácia condicionada a determinadas situações – por exemplo, os acionistas só possuem direito de participar dos lucros se o resultado da companhia possibilitar a existência de lucros a serem distribuídos, bem como o direito de participar do acervo da companhia apenas poderá gerar efeitos em caso de liquidação.
23. Todavia, embora seus efeitos não possam se produzir ante qualquer quadro apresentado pela companhia, tais direitos permanecem válidos – entendendo-se por validade a adequação da conduta descrita pela norma em face do ordenamento jurídico –, vigentes – considerado-se vigência a capacidade para produzir efeitos – e a espera de condições que propiciem a concretização de seus efeitos – falando-se, agora sim, de eficácia.
24. Logo, o que nem o estatuto ou a assembléia podem fazer é, verificadas em concreto as circunstâncias ótimas para que o acionista possa exercer um de seus direitos do art. 109, impedir aquele titular de ações de efetivar tal exercício. Afiguram-se, portanto, os direitos essenciais dos acionistas como limites à atuação do controlador. Assim, Modesto Carvalhosa traz a seguinte lição acerca dos direitos trazidos pelo art. 109 da LSA:

"A lei societária, por outro lado, declara determinados direitos essenciais dos acionistas que não podem ser derogados pelas decisões dos controladores. Trata-se de limites impostos aos poderes destes, não elimináveis pelo estatuto e muito menos por deliberação da assembléia geral.

O elenco desses direitos contido na norma ora comentada não esgota outras prerrogativas inderrogáveis encontradas esparsamente na própria lei, como veremos mais adiante.

(...)

Cuida-se de normas de ordem pública, cuja derrogação não pode ocorrer em virtude de consentimento do acionista. A privação desses direitos, portanto, é impossível, seja pela vontade dos controladores em assembleia geral ou através do estatuto, seja por vontade do próprio titular da prerrogativa, seja ainda pelo estatuto." (grifou-se)⁽¹⁾

25. Conclui-se, portanto, que o acionista pode desejar não exercer os direitos elencados no art. 109, mas de forma alguma pode dispor deles ou renunciá-los.
26. Ao lado da enumeração de alguns dos direitos essenciais dos acionistas, o art. 109, em seus §§1º e 2º, também estabelece alguns princípios fundamentais que regem a sociedade anônima. Assim como os incisos do mencionado artigo, seus parágrafos também irão se revestir do caráter de norma pública, indisponível, irrenunciável e inderrogável – quer pelo estatuto, quer pela decisão assemblear – como visto acima.
27. Tratam-se dos princípios da igualdade absoluta entre ações da mesma classe e da inafastabilidade dos meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos. Para o presente processo, é necessária uma análise mais detida daquele primeiro princípio.
28. Afirmar a igualdade absoluta entre as ações da mesma classe significa dizer, como bem elucida Carvalhosa, que:

"(...) acionistas em igualdade de posição jurídica devem ser igualmente tratados."⁽²⁾
29. Conseqüentemente, a distinção de tratamento ou de direitos a serem conferidos a determinados acionistas com a exclusão dos demais não pode ser efetuada senão com base no critério da espécie ou classe de suas ações. Conferir tratamento diferenciado com base em fundamento distinto não recebe o respaldo do direito societário, porque fere o princípio da igualdade absoluta entre acionistas que detêm a mesma classe ou – na ausência de divisões em classes – a mesma espécie de ações.
30. Trazendo essas conclusões para o presente processo, temos que a oferta de aquisição a ser empreendida pela Azaléia tinha, inicialmente, a pretensão de se destinar a apenas determinado grupo de acionistas. Estes seriam diferenciados pelo fato de terem sido funcionários da companhia.
31. Consoante o estatuto social da companhia, que pode ser consultado em seu IAN/2003, as ações preferenciais de emissão da Azaléia não se encontram divididas em classes. Logo, os acionistas preferenciais têm todos os mesmos direitos e devem receber o mesmo tratamento, uma vez que entre si não existem classes diferentes de ações preferenciais, estando todos na mesma posição jurídica.
32. Portanto, se a companhia fará a algumas ações preferenciais oferta privada de aquisição para colocação em tesouraria, todas as demais ações preferenciais deverão receber esse tratamento, tendo também a faculdade de aderir à oferta. A distinção entre as ações preferenciais que receberão este tratamento e as que não receberão com base em características pessoais de seus titulares não se me afigura como um critério aceito pelas normas de direito societário para legitimar a diferença de tratamento entre ações em igual condição jurídica.
33. Deste modo, a operação pretendida pela companhia deveria sofrer algumas alterações, sob pena de tornar-se uma prática não equitativa, que viola o art. 2º da Instrução nº 10 e o art. 109, §1º, da Lei das S.A. Mas, em face do documento datado de 04.06 do corrente ano, a companhia percebeu que estava incorrendo numa prática não equitativa e, diante disso, afirmou que realizaria uma oferta indistinta a todos os titulares de ações preferenciais. Assim, a partir disso, caberia a esses acionistas optar pelo exercício desse direito ou não.
34. A companhia se reservou, todavia, no direito de adquirir apenas 4.000.000 de ações preferenciais. Isto é perfeitamente aceitável – até mesmo diante do limite legal de 10% das ações em circulação daquela espécie, estabelecido pelo art. 3º da Instrução nº 10/80 – uma vez que a companhia não deve se obrigar além do que lhe permite as suas reservas.
35. Com essas feições seria possível um julgamento positivo do pedido de autorização para recompra de ações de sua própria emissão feito pela Azaléia. Entretanto, em 15.06.2004 (fls. 59-60), a companhia desistiu de oferecer tratamento equitativo a todos os seus acionistas preferenciais, voltando a restringir a destinação da oferta em razão de seus vínculos com o quadro funcional da companhia.
36. Atente-se para o fato de que não houve um retorno ao pedido original, de se realizar uma oferta destinada apenas aos detentores de ações preferenciais que fossem ex-empregados da Azaléia, mas um terceiro pedido, o qual contém limites muito mais estritos que aqueles do pedido originário.
37. De acordo com o novo pedido, a oferta seria destinada apenas a cinco acionistas que são ex-Diretores e ex-Diretores Adjuntos da companhia. Ora, se a proposta original já era inadmissível, porque promovia o oferecimento de um tratamento não igualitário a acionistas na mesma situação jurídica, também esta assim se me afigura e com mais razão, porque nem ao menos permite a analogia operada pela SEP de equiparar a recompra das ações dos ex-funcionários ao funcionamento típico de um plano de opções normalmente oferecido pelas companhias a seus empregados.
38. Se, *ad argumentandum tantum*, por meio de analogia ao plano de opções conferido habitualmente aos empregados de companhias, com alguma boa-vontade seria possível permitir um tratamento desigual entre acionistas preferenciais com base no fato de alguns terem sido funcionários da companhia, na atual situação, em que a recompra promoveria uma distinção dentro do próprio grupo de acionistas preferenciais ex-empregados, mais difícil fica a concessão da pretendida autorização.
39. Deve ficar claro que não se questiona aqui o mérito de se oferecer um benefício aos ex-funcionários da Azaléia, uma atitude moralmente louvável, já que foram indivíduos essenciais para a atividade econômica explorada pela companhia. O que está sendo vetado é a exclusão do restante dos acionistas preferenciais do acesso a esse benefício, visto que, atualmente, por já não existir o vínculo empregatício que justificaria a concessão do tratamento diferenciado e o oferecimento de um plano de opções, encontram-se todos na mesma situação jurídica: a de titulares de ações preferenciais. Ademais, a concessão daquele benefício aos ex-funcionários nem ocorrerá, já que, diante do terceiro pedido da companhia, não seriam todos eles destinatários da recompra de ações.

CONCLUSÃO

40. Ante o exposto, **VOTO** pelo indeferimento da solicitação formulada pela Calçados Azaléia S.A. de *autorização especial* para a realização de negociação com as próprias ações com o objetivo de colocá-las em tesouraria (consistindo a especialidade na realização de uma operação privada e no preço inicial, que será o valor patrimonial das ações), uma vez que a pretendida negociação não atingirá a todos os titulares de ações preferenciais da companhia indistintamente, restando violado o art. 109, §1º, da Lei de Sociedades Anônimas e o art. 2º, "c", da Instrução CVM nº 10/80.

NORMA JONSEN PARENTE

DIRETORA-RELATORA

[\(1\)](#) Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, vol. 2, São Paulo, Saraiva, 2003, 3ª ed., pp. 333-337.

[\(2\)](#) Modesto Carvalhosa, *Comentários*, p. 361.