

Interessado: Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.

Assunto: Homologação parcial de aumento de capital e dispensa de registro de oferta pública, via leilão, de sobras de ações

Diretora Relatora: Luciana Dias

Relatório

I. Objeto.

1. Trata-se de recurso interposto por Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. ("Gol" ou "Companhia") contra decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE") que indeferiu o pedido de dispensa de registro de oferta pública via leilão de sobras de ações em aumento de capital.

II. Aumento de Capital.

1. Em 07.12.2011 a Gol publicou fato relevante divulgando investimento realizado pela Delta Air Lines, Inc. ("Delta") no valor de US\$ 100 milhões, em troca de *American Depositary Shares* ("ADS") com lastro em ações preferenciais da Gol, a R\$22,00 por ADS.
2. A operação de aumento de capital foi estruturada da seguinte forma:
 - i. o Fundo de Investimento em Participações Volluto ("FIP Volluto"), controlador da Gol, vendeu os ADS acima mencionados à Delta por US\$ 100 milhões, e comprometeu-se a investir o total do valor oriundo da venda em aumento de capital a ser aprovado pela Gol;
 - ii. em 21.12.2011, o Conselho de Administração da Gol deliberou aumento do capital social em R\$ 295.795.170,00, [11](#) com um preço de emissão de R\$22,00 por ação, de forma que o valor do aumento de capital subscrito pelo FIP Volluto em reais equivalesse aos US\$ 100 milhões, já descontados as taxas e impostos decorrentes da transferência dos ADS à Delta; e
 - iii. o FIP Volluto subscreveu ações da Gol com a integralidade dos recursos auferidos mediante a transferência dos ADS à Delta.
3. O aviso aos acionistas de 22.12.2011 estabeleceu as condições para o exercício do direito de preferência na subscrição das ações emitidas:
 - i. os acionistas em 26.12.2011 poderiam manifestar interesse na subscrição entre 27.12.2011 e 16.01.2012;
 - ii. os acionistas podiam estabelecer certas condições para sua subscrição, a saber: (a) a subscrição da totalidade do aumento de capital; (b) a subscrição de um valor mínimo do aumento, que não poderia ser inferior a R\$ 182.610.010,00, deliberado pelo Conselho de Administração e que representava a parcela subscrita pelo Volluto; (c) o recebimento da totalidade das ações subscritas; ou (d) o recebimento de ações suficientes para manter sua participação no capital social da Gol (fls. 20); e
 - iii. a Companhia poderia promover um rateio de sobras ou de sobras de sobras entre os acionistas interessados, ou realizar leilão das sobras na BM&FBovespa, ou ainda homologar parcialmente o aumento de capital.
4. No total, foram emitidas 6.825.470 ações ordinárias e 6.619.765 ações preferenciais. Após o período de subscrição e uma rodada de subscrição das sobras, 5.118.453 ações preferenciais restaram não subscritas.

III. Consulta.

1. Em 17.02.2012 a Gol realizou consulta pública à Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") sobre a possibilidade de homologação parcial do aumento de capital e a inexistência do leilão de sobras de ações, sob os seguintes fundamentos:
 - i. o Parecer de Orientação CVM nº 8/81, apesar de determinar que a homologação parcial de aumento de capital violaria, em princípio, os arts. 170, §6º, 80, I e 86, **caput** da Lei nº 6.404, de 1976, teria delineado condições que autorizariam a homologação parcial e que consistiriam na oportunidade conferida aos acionistas que subscreverem ações de reconsiderarem o seu exercício do direito de preferência;
 - ii. em função desta orientação da CVM, teria se consolidado a prática de consultar os acionistas já no boletim de subscrição sobre as condições que julgariam necessárias para confirmar sua subscrição no caso de uma homologação parcial, o que teria sido feito pela Gol;
 - iii. a prática da homologação parcial teria sido legitimada em precedentes da CVM, que teriam trazido alguns requisitos adicionais, como a demonstração de que o aumento de capital, ainda que parcialmente subscrito, teria atingido seus objetivos (Processo CVM RJ 2002/2007);
 - iv. atendidos esses requisitos, a homologação parcial não frustraria injustificadamente as expectativas dos subscritores do aumento de capital, sendo possível e legítima;
 - v. tendo o aumento de capital da Gol atingido o objetivo de concretizar o investimento da Delta, mediante subscrição pelo FIP Volluto, sua homologação parcial seria possível;
 - vi. a CVM já teria dispensado a realização de leilão de sobras em casos de aumento de capital homologado parcialmente por julgar que o leilão não protegeria de forma adicional o interesse dos investidores (Processo CVM RJ 2006/0214);
 - vii. a dispensa seria justificada nos casos em que o objetivo do aumento de capital já tivesse sido atingido com a subscrição parcial e em que as circunstâncias do aumento, inclusive as condições de negociação em bolsa e os resultados da subscrição

- e do rateio das sobras, revelassem a inviabilidade do leilão de sobras;
- viii. no presente caso, a venda em bolsa das sobras poderia dar ensejo a discussões sobre diluição injustificada da participação dos acionistas, justificando-se a dispensa do leilão;
 - ix. além disso, o leilão seria previsivelmente frustrado já que seria necessário estabelecer que o preço mínimo do leilão seria o preço de emissão, a fim de evitar a diluição econômica dos outros acionistas; considerando-se que o preço de emissão foi fixado em R\$ 22,00, que seria 53,74% superior ao preço de mercado de R\$ 14,31 em 15.02.2012, não haveria compradores para as ações a preço superior ao preço em bolsa e haveria um desperdício de energia, tempo e dinheiro em nome de uma formalidade que não protegeria os acionistas; e
 - x. a pendência do leilão poderia, também, deprimir as condições de negociação das ações em mercado, gerando prejuízo adicional aos acionistas, impondo-se, assim a inexigibilidade do leilão em nome da eficiência e dos interesses dos acionistas.
2. Subsidiariamente, a Companhia requereu a dispensa do registro de oferta pública em relação ao leilão pelas seguintes razões:
- i. a CVM já teria dispensado o registro da oferta pública para leilão das sobras, nos termos do art. 6º, §1º da Instrução CVM nº 400, de 2003, quando atendidos os seguintes requisitos: (a) ausência de características de oferta pública, mesmo que atingidos os percentuais do art. 6º, §1º da Instrução CVM nº 400, de 2003, ou seja, volume entre 5% da emissão e um terço das ações em circulação; (b) o volume de ações a serem leiloadas ser relativamente baixo (Processo CVM RJ 2008/11417); e (c) desproporcionalidade entre os custos do registro e os benefícios do leilão (Processos RJ 2008/11417 e RJ 2007/14893).
 - ii. todos esses requisitos teriam sido atendidos no caso da Gol já que as ações não subscritas representariam 38,07% das ações do aumento de capital, percentual menor do que o do caso Anhanguera, que foi de 39,44%;
 - iii. o leilão não teria as características de oferta pública, pois a Companhia se comprometeria, conforme os precedentes da CVM, a vender exclusivamente em ambiente de bolsa nos termos da Instrução CVM nº 168, de 1991, e a se abster de quaisquer esforços de venda que pudessem caracterizar uma oferta pública; e
 - iv. a dispensa do registro do leilão eliminaria um custo para a Companhia e para a CVM, já que este não traria nenhum benefício nem à Companhia nem aos acionistas, e seria, portanto, uma medida de eficiência econômica e administrativa.

IV. Manifestação da SEP.

1. Segundo a SEP, apesar de parecer procedente a alegação de que os custos do leilão poderiam ser desproporcionais aos benefícios gerados, o art. 171, §7º da lei 6.404/76 não daria margem a qualquer interpretação no sentido da dispensa do leilão das sobras.
2. A SEP considerou que o precedente firmado no Processo CVM n.º 2006/0214 refletia decisão tomada em caso muito específico no qual todos os acionistas eram vinculados por acordo de acionistas e com ações sem qualquer liquidez.
3. Diante disso, a SEP manifestou-se no sentido da ausência de qualquer previsão legal ou regulamentar para justificar a não realização do leilão.
4. Quanto ao pedido de dispensa do registro da oferta pública do leilão de sobras, a SEP sugeriu o encaminhamento à SRE.

V. Manifestação da SRE.

1. A SRE opinou pela improcedência do pedido de dispensa do registro por entender que a quantidade de ações objeto da oferta se enquadraria nos parâmetros do art. 6º, §1º da Instrução CVM nº 400, de 2003, o que já permitiria a adoção de um procedimento simplificado de registro.

VI. Recurso.

1. A Gol recorreu somente da decisão da SRE, reiterando os argumentos constantes da consulta e acrescentando que (fls. 01/10):
 - i) o ônus de um leilão mediante oferta pública registrada nos termos da Instrução CVM nº 400, de 2003, seria desproporcional;
 - ii) o preço de emissão (R\$22,00) seria hoje 98,02% superior ao preço de mercado (R\$11,11);
 - iii) o entendimento manifestado pela CVM nos Processos RJ2008/11417 e RJ2007/14893 deveria ser aplicado também ao presente caso; e
 - iv) a Gol não adotaria esforços de venda, o que não caracterizaria o procedimento como uma oferta pública, sendo o registro desnecessário.

VII. Memo SRE.

1. A SRE manifestou o entendimento de que ofertas de sobras de ações enquadradas nos limites do art. 6º, §1º da Instrução CVM nº 400, de 2003, devem ser registradas na CVM.
2. Para a SRE, o referido dispositivo já teria natureza de exceção, pois o procedimento simplificado só cabe quando o volume de ações for maior que 5% da emissão e menor que um terço das ações em circulação. Os custos já seriam reduzidos no procedimento simplificado.
3. Sobre o a provável frustração do leilão, a SRE lembra que a diferença entre os preços de mercado e de emissão das ações não seria um fato novo, pois já existiria à época do aumento de capital, já sendo previsível a frustração de um eventual leilão.
4. A SRE lembra ainda que as companhias abertas, por poderem acessar a poupança popular via captação pública de recursos são submetidas a normas mais rigorosas e, por vezes, mais onerosas.
5. Segundo a SRE, as decisões do Colegiado trazidas pela Companhia nos casos Anhanguera e Tec Toy S.A. datam de antes de 2009 e não mais representam o entendimento do Colegiado sobre o tema como evidenciado no julgamento do Processo RJ2010/16753 (caso Plascar).

VIII. Aditamento ao Recurso.

1. A Companhia apresentou aditamento ao recurso (fls. 35/40). Além de reiterar os argumentos do recurso, a Gol aduz que o entendimento

da SEP também mereceria reforma uma vez que a bilateralidade na operação de aumento de capital teria sido preservada, nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 8, de 1980, razão pela qual o pedido de homologação parcial do aumento de capital mereceria deferimento. A homologação parcial do aumento de capital tornaria desnecessária a realização de leilão de sobras.

2. O processo foi despachado para SEP, pela Diretora Relatora em 20.06.2012. Em seu despacho a Relatora pondera:

- i) a homologação parcial de aumento de capital não tem previsão legal expressa, ela nasce de uma prática de mercado que, posteriormente, veio a ser balizada pelos Pareceres de Orientação CVM nº 1, de 1978, e 8, de 1981, bem como disciplinada pelos arts. 30 e 31 da Instrução CVM nº 400, de 2003;
- ii) por não haver uma previsão legal da homologação parcial, parece não existir um momento pré estabelecido para que tal homologação ocorra;
- iii) assim, parece não haver óbice legal para que, em aumentos de capital cuja subscrição seja privada, e desde que respeitados os balizadores impostos pelos Pareceres de Orientação CVM nº 1, de 1978, e 8, de 1981, e pelos arts. 30 e 31 da Instrução CVM nº 400, de 2003, bem como desde que o objetivo do aumento de capital tenha sido alcançado, a homologação parcial se dê tão logo tenham ocorrido os esforços de subscrição privada e os rateios entre os acionistas da própria companhia, caso tenham solicitado reservas de sobras; e
- iv) neste caso, a homologação parcial ocorreria em um momento anterior aos esforços de distribuição pública, eliminando as sobras e, por consequência, a necessidade de realização de leilão.

IX. Manifestação da SEP sobre o aditamento ao recurso.

A SEP apresentou nova manifestação (RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº049/12), mantendo sua posição original, com fundamento nos seguintes pontos (fls. 63/73):

- i. o art. 171, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976, não daria margem para possíveis interpretações sobre a obrigatoriedade da realização do leilão de sobras, uma vez que seria exposto ao dispor que a companhia deve (a) mandar vendê-las em bolsa em benefício da companhia, ou (b) rateá-las entre aqueles acionistas que manifestarem interesse, sendo que o saldo não rateado será vendido em bolsa;
- ii. a realização do leilão de sobras deveria ocorrer em todas as operações de aumento de capital mediante subscrição particular, uma vez que mencionado nos dois incisos do art. 171, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976;
- iii. o Parecer de Orientação CVM nº 8, de 1981, apesar de admitir a homologação parcial, desde que observado o "direito de arrependimento" do acionista, não trata da ocorrência de homologação parcial sem o cumprimento de determinado procedimento legal; a homologação parcial somente poderia ocorrer, portanto, após a realização do leilão exigido no art. 171, §7º;
- iv. a Instrução CVM nº 400, de 2003, não seria aplicável a aumentos de capital mediante subscrição privada, razão pela qual a analogia presente no precedente mencionado no recurso (Processo CVM nº RJ2006-0214 – caso Invitel) deveria ser analisada com cautela;
- v. "ainda que preveja valor mínimo para o aumento de capital, a administração de uma companhia aberta deve fixar o montante máximo da operação no pressuposto da necessidade da Companhia, perseguindo o objetivo final, ainda que se admita que valor inferior já seja suficiente para atingir determinados propósitos";
- vi. os precedentes mencionados no recurso não seria aplicáveis; especialmente quanto ao Processo CVM nº RJ2006-0214 – caso Invitel, haveria muitas características específicas que restringiriam o entendimento do Colegiado da CVM àquele caso, tais como a existência de um acordo de acionistas vinculando a totalidade das ações, ações com baixa liquidez e a subscrição ter atingido 94,6% das ações emitidas no aumento de capital;
- vii. além disso, as finalidades das operações de Invitel e Gol também não seriam equiparáveis; naquele caso, a finalidade do aumento de capital consistia no pagamento de dívida contraída junto ao BNDES; neste, a finalidade seria admitir a Delta como acionista da Companhia;
- viii. a Lei nº 6.404, de 1976, "disciplina expressamente, sem dar qualquer margem para diferentes interpretações, todos os procedimentos que **devem** ser observados nos aumentos de capital por subscrição privada, pelo que o silêncio da lei societária acerca da possibilidade (ou não) da homologação parcial, e do momento de sua ocorrência se deve ao fato de que, na sistemática do referido diploma legal, a homologação do aumento de capital em termos diferentes do originalmente proposto não poderia, em tese, ocorrer";
- ix. "a homologação parcial veio resguardar o interesse das companhias que, esgotados os procedimentos legais (aí incluído o leilão de sobras) sem alcançar a totalidade do aumento proposto, se distanciariam do seu interesse social cancelando toda a operação";
- x. a SEP entende que "ao analisar determinadas operações de aumento de capital, pode reconhecer situações específicas em que não se justificaria sua atuação específica no sentido de exigir leilão de sobras, o que ressalta-se é diferente de permitir sua dispensa em todos os casos em que já se tenha atingido o montante mínimo do aumento, mesmo que já concedido o direito de preferência, realizado o rateio de sobras e que os acionistas tenham se manifestado sobre a revisão de seu investimento";
- xi. a SEP entende ainda que "é preciso deixar claro que o PO 08/81 e a aplicação, ainda que por analogia, dos citados dispositivos regulamentares [arts. 30 e 31 da Instrução CVM nº 400, de 2003] (que, ressalte-se, são aplicáveis aos aumentos de capital por subscrição pública) trouxeram a solução para os casos em que, observados os procedimentos descritos no art. 171 da Lei nº 6.404/76, não se atingiu o valor máximo estabelecido para o aumento de capital por subscrição privada";
- xii. a SEP conclui que "exigir que a companhia [GOL] realize leilão de sobras seria impor um custo adicional desnecessário" e "não vislumbro, em princípio, prejuízo aos acionistas da Companhia caso a Gol opte por homologar o aumento de capital sem realização sem a realização do leilão de sobras" tendo em vista "que (i) já foi concedido direito de preferência, (ii) foi realizado rateio das sobras, e (iii) esses se manifestaram, no boletim de subscrição, sobre a revisão de seu investimento em caso de homologação parcial, cabendo ressaltar que não há, até o presente momento, reclamação de investidor/público em geral acerca da operação em tela";
- xiii. a SEP concluiu ainda que "não se justificaria a atuação da SEP no sentido de exigir, no caso concreto, a realização do leilão de sobras", no entanto, continua concluindo que "não merece reparo o entendimento contido no RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº015/12, de 15.03.12, de que não é possível identificar dispositivo que pudesse amparar eventual entendimento desta Superintendência no sentido de realizar a companhia da realização do leilão de sobras".

Voto

1. Em seu pedido original, a Companhia consulta a CVM sobre duas questões: (i) a possibilidade de cancelamento das sobras sem realização de

leilão, com a consequente homologação parcial do aumento de capital; e (ii) subsidiariamente, a dispensa do registro de oferta pública do leilão de sobras.

2. Embora tenha apresentado aditamento ao recurso, em que aborda a primeira questão, inicialmente a Companhia recorreu exclusivamente da decisão da SRE sobre o pedido de dispensa do registro de oferta pública do leilão de sobras (fls. 01/10). Por essa razão, é essa a questão que passo a analisar primeiramente.

i) Pedido de dispensa de registro de oferta pública do leilão de sobras.

3. A colocação de sobras de ações não subscritas encontra-se originalmente prevista no art. 171, §7º, a, da Lei nº 6.404, de 1976.
4. No âmbito da regulamentação da CVM, até 2003, a norma geral sobre distribuições secundárias sujeitas a registro prévio, bem como sobre a venda de sobras de ações decorrentes do não exercício do direito de preferência, era a Instrução CVM nº 88, de 1988.
5. Especificamente quanto às sobras decorrentes do não exercício do direito de preferência, esta instrução estabelecia que a venda de sobras de ações em volume superior a 5% da emissão estava sujeita aos mesmos requisitos do registro de distribuição primária de ações^[2].
6. A Instrução CVM nº 168, de 1991, complementava (como ainda complementa, já que permanece em vigor) a regulamentação relativa à oferta de sobras de ações. Para tanto, a referida instrução estabelece procedimentos especiais a serem observados pelas bolsas de valores na venda de sobras.
7. Como a Instrução CVM nº 168, de 1991, não previa a necessidade de registro perante a CVM para a colocação de sobras de ações, mas apenas a adoção de procedimentos especiais pelas bolsas de valores (arts. 2º e 8º), o entendimento prevalecente sempre foi o de que: (i) caso o volume das sobras fosse inferior a 5% da emissão, a oferta poderia acontecer independentemente de registro perante a CVM, mediante adoção dos procedimentos especiais previstos na Instrução CVM nº 168, de 1991; (ii) caso, no entanto, o volume das sobras fosse superior a 5% da emissão, a oferta deveria ser registrada perante a CVM, nos termos do art. 3º da Instrução CVM nº 88, de 1988.
8. A Instrução CVM nº 400, de 2003, substituiu a Instrução CVM nº 88, de 1988, como norma geral sobre as ofertas públicas de valores mobiliários nos mercados primário ou secundário. Nos termos desta instrução, toda e qualquer oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, inclusive a oferta de sobras decorrentes do não exercício do direito de preferência, deverá ser submetida previamente a registro na CVM.
9. O art. 6º, §1º, da Instrução CVM nº 400, de 2003, previu a possibilidade de adoção de procedimento de análise simplificada, desde que o volume da oferta corresponda ao intervalo compreendido entre 5% da emissão e 1/3 das ações em circulação, já considerando as novas ações ofertadas para o cálculo das ações em circulação.
10. Assim, por interpretação lógica, o âmbito de aplicação da Instrução CVM nº 168, de 1991, sem exigência de registro, continuou restrito apenas às ofertas de sobras que envolvam volumes inferiores a 5% da emissão, tal como já ocorria sob a égide da Instrução CVM nº 88, de 1988. Nas demais ofertas, a aplicação da Instrução CVM nº 168, de 1991, será subsidiária sempre que cabível a adoção dos procedimentos especiais que devem ser adotados pelas bolsas de valores, nos moldes da referida instrução.
11. A CVM já se manifestou anteriormente em casos similares de adoção de procedimento de análise simplificada para colocação de sobras de ações. Os precedentes cuidam da colocação de sobras de ações como um procedimento excepcional.
12. Nos citados precedentes^[3], o Colegiado seguiu as seguintes premissas, entre outras específicas a cada caso concreto, para decidir pelo deferimento ou indeferimento do pedido de (ou dispensa de) registro de oferta pública de sobras pelo procedimento de análise simplificada:
 - i. ainda que as sobras sejam provenientes de subscrição privada, a colocação que tiver por objeto sobras em volume superior a 5% da emissão e inferior a 1/3 das ações em circulação será caracterizada como uma oferta pública, conforme disposição do art. 6º, §1º, da Instrução CVM nº 400, de 2003^[4], estando, portanto, sujeita a registro perante a CVM, nos termos do art. 2º da mesma instrução;
 - ii. o procedimento de análise simplificada para colocação de sobras de ações somente é cabível quando o volume das sobras for superior a 5% da emissão e inferior a 1/3 das ações em circulação, previstos no art. 6º, §1º, da Instrução CVM nº 400, de 2003; e
 - iii. os procedimentos adotados para a realização do leilão das sobras não devem envolver esforços de venda ou colocação dos papéis junto ao público investidor, material publicitário, visitas, *roadshows*, ou outros procedimentos que se diferenciem da intermediação habitual em bolsa de valores.
13. Recentemente, no âmbito do Processo RJ2010/16753 (caso Plascar), o Colegiado se deparou com uma questão relativamente semelhante a esta, com a ressalva de que naquela ocasião cuidava-se da colocação de sobras de debêntures conversíveis, e não ações. Naquela oportunidade, procurei sistematizar o atual regime da colocação de sobras de ações da seguinte forma:
 - i. para ofertas de sobras cujos volumes sejam inferiores a 5% da emissão, aplicam-se os procedimentos especiais previstos na Instrução CVM nº 168, de 1991, sem a necessidade de registro na CVM;
 - ii. para ofertas de sobras cujos volumes sejam superiores a 5% da emissão e inferiores a 1/3 das ações em circulação, aplica-se a Instrução CVM nº 400, de 2003, com possibilidade de adoção do procedimento de análise simplificada previsto no art. 6º, §1º, da referida instrução, aplicando-se subsidiariamente, quando cabíveis, os procedimentos especiais previstos na Instrução CVM nº 168, de 1991; e
 - iii. para ofertas de sobras cujos volumes sejam superiores a 1/3 das ações em circulação, aplica-se a Instrução CVM nº 400, de 2003, devendo-se observar o rito ordinário de registro de ofertas públicas estabelecido pela referida instrução.
14. Há, assim, um regime de graduação, dentro do qual se assume que quanto maior o volume da oferta, mais requisitos deverão ser observados pela companhia emissora para a distribuição das sobras.
15. A Gol requer a dispensa de registro de oferta pública para a colocação das sobras provenientes do aumento de capital. Segundo o Formulário de

Referência versão 12.0, a Companhia tem 92.983.424 ações em circulação, todas preferenciais.

16. Após o aumento de capital e o período de subscrição 5.118.453 ações preferenciais restaram não inscritas de um total de 6.825.470 ações ordinárias e 6.619.765 ações preferenciais emitidas. As sobras representam, dessa forma, aproximadamente 5,5% do **free float** e 38,06% do aumento de capital.
17. Como o volume de sobras decorrentes do não exercício do direito de preferência na subscrição das ações da Gol é superior a 5% da emissão e inferior a 1/3 das ações em circulação, já incluídos os valores mobiliários objeto da oferta, a norma aplicável é a Instrução CVM nº 400, de 2003, tendo a Instrução CVM nº 168, de 1991, aplicação subsidiária quanto aos procedimentos especiais previstos em seu art. 8º.
18. A situação da Companhia enquadra-se, portanto, nos moldes do procedimento simplificado previsto no art. 6º, §1º, da Instrução CVM nº 400, de 2003, ou seja, já há uma previsão normativa que se adéqua à situação específica da Gol.
19. O regime estabelecido pelo art. 6º, §1º, da Instrução CVM nº 400, de 2003, já leva em consideração o volume a ser ofertado pela Companhia, adaptando e simplificando o procedimento a ser adotado pela Companhia.
20. Acredito que o regime de gradação atualmente em vigor em relação à distribuição de sobras é adequado e, por essa razão, nego provimento ao recurso quanto a esse ponto.

ii) Pedido de homologação parcial do aumento de capital.

21. Apesar de não ter constado originalmente do recurso apresentado, o pedido de homologação parcial do aumento de capital foi abordado no aditamento ao recurso (fls. 35/40).
 22. A resposta a tal pedido foi primeiramente formulada pela SEP no RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº15/12. No entender da área técnica, seria procedente o argumento da Companhia de que dadas as características da operação, o leilão poderia representar custos não proporcionais aos benefícios gerados. No entanto, as únicas opções da Gol seriam aquelas previstas nas alíneas do §7º do art. 171, ou seja, vender as sobras em bolsa ou rateá-las entre os acionistas que manifestaram interesse. A lei não conferiria margem para a dispensa do leilão de sobras.
 23. Posteriormente à apresentação do aditamento ao recurso, a SEP apresentou nova manifestação (RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº049/12), mantendo sua posição e concluindo pela existência de "óbice legal para homologação parcial de aumento de capital por subscrição privada antes da ocorrência do leilão de sobras, posto que sua realização está expressamente prevista na lei societária" (fls. 72).
 24. Discordo parcialmente do posicionamento adotado pela SEP.
- 25.** A SEP está correta ao afirmar que, quando há sobras em um aumento de capital por subscrição privada, a companhia deve seguir os procedimentos previstos no art. 171, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976, ou seja, (i) mandar vendê-las em bolsa, em benefício da companhia; ou (ii) rateá-las, na proporção dos valores subscritos, entre os acionistas que tiverem pedido, no boletim ou lista de subscrição, reserva de sobras, conforme tenha determinado o órgão que deliberou o aumento de capital.
26. O ponto em que discordo da SEP é se, antes dos procedimentos previstos no art. 171, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976, a companhia pode ou não deliberar uma homologação parcial do aumento de capital, eliminando as sobras tão logo tenham sido concluídos os esforços privados de distribuição. A SEP acredita que somente é possível fazer uma homologação parcial depois de cumpridos os procedimentos previstos no art. 171, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976.
 27. A homologação parcial não tem previsão legal expressa. Ela nasce de uma prática de mercado que, posteriormente, veio a ser balizada pelo Parecer de Orientação CVM nº 1, de 1978, que trata da inteligência do § 1º do art. 170 da Lei n.º 6.404, de 1976, e, em especial, pelo Parecer de Orientação CVM nº 8, de 1981, que trata da inadmissibilidade da homologação de aumento de capital em bases diversas das originalmente estipuladas por ocasião da autorização de referido aumento.
 28. A homologação parcial foi incorporada na regulamentação das companhias abertas pelos arts. 30 e 31 da Instrução CVM nº 400, de 2003, que trata das condições para que a homologação aconteça em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Entre outros objetivos, os arts. 30 e 31 da Instrução CVM nº 400, de 2003, visam a preservar a bilateralidade do negócio de aumento e subscrição de capital quando as circunstâncias do aumento se alteram. Para tanto, a Instrução CVM nº 400, de 2003, condiciona a homologação parcial à consulta prévia do subscritor, no momento da subscrição, sobre sua vontade de continuar subscrevendo caso o aumento de capital seja homologado parcialmente.
 29. No âmbito do Processo CVM nº RJ2006/0214, o Colegiado fixou o entendimento de que o Parecer de Orientação CVM nº 8, de 1980, foi alterado implicitamente pelos arts. 30 e 31 da Instrução CVM nº 400, de 2003, que admitiram a possibilidade de distribuição pública **parcial** de valores mobiliários e, portanto, de homologação parcial de aumento de capital em subscrições públicas.
 30. Naquela oportunidade, o Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro sugeriu, ainda, que os arts. 30 e 31 da Instrução CVM nº 400, de 2003, poderiam ser aplicados a aumentos de capital realizados mediante subscrição privada, uma vez que o regime da Instrução CVM nº 400, de 2003, seria menos restritivo que o do Parecer de Orientação CVM nº 8, de 1980, e que o aumento de capital privado seria sujeito a menos limitações do que os aumentos mediante subscrição pública.
 31. Concordo com o entendimento, manifestado no citado precedente, de que o Parecer de Orientação CVM nº 8, de 1980, foi alterado implicitamente e que os arts. 30 e 31 da Instrução CVM nº 400, de 2003, poderiam ser aplicados em aumentos de capital mediante subscrição privada.
 32. Diferente do entendimento defendido pela SEP, não vejo como as especificidades daquele caso (tais como pouca liquidez e a existência de acordo de acionistas) mudariam as análises e conclusões do Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro em relação à possibilidade de homologação parcial do aumento de capital em subscrições privadas, desde que os arts. 30 e 31 da Instrução CVM nº 400, de 2003 fossem respeitados.
 33. No entanto, como não há regulamentação específica em relação aos aumentos de capital subscritos de forma privada, a SEP tem entendido que homologações parciais de aumentos de capital com subscrição privada são possíveis desde que respeitados os procedimentos do art. 171, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976.
 34. Assim, algumas companhias têm realizado subscrições privadas e, em seguida, cumprido com o procedimento necessário para a venda de

sobras (a depender do volume das sobras: oferta pública, leilão em bolsa, ou procedimentos especiais previstos na Instrução CVM nº 168, de 1991) ainda que os objetivos do aumento de capital já tenham sido atingidos ou entendam que tais procedimentos serão inócuos porque o preço de emissão é superior ao atual valor de negociação das ações em mercado.

35. Entendo que esses procedimentos representam custos para a companhia sem significar um mecanismo de proteção para os seus acionistas ou beneficiar a própria companhia quando os objetivos do aumento já foram atingidos e as demais proteções já foram asseguradas. Isto porque a proteção dos acionistas está na garantia do seu direito de preferência e da bilateralidade do negócio. Desta forma, os procedimentos de venda em bolsa parecem ser desnecessários em aumentos de capital de capital por subscrição privada que garantam o direito de preferência dos acionistas e, em termos equivalentes aos do art. 31 da Instrução CVM nº 400, de 2003, respeitem as preocupações externadas no Parecer de Orientação CVM nº 8, de 1981, assegurando a bilateralidade do negócio.
36. Conforme já explorado, embora largamente utilizada, não há uma previsão legal da homologação parcial e, portanto, não existe um momento pré-estabelecido para que tal homologação ocorra.
37. Não vejo razão de ordem prática, tampouco óbice legal para que, em aumentos de capital cuja subscrição seja privada, e desde que respeitados os balizadores impostos pelos Pareceres de Orientação CVM nº 1, de 1978, e 8, de 1981, e pelos arts. 30 e 31 da Instrução CVM nº 400, de 2003, bem como desde que o objetivo do aumento de capital tenha sido alcançado, a homologação parcial se dê tão logo tenham ocorrido os esforços de subscrição privada e os rateios entre os acionistas da própria companhia, caso tenham solicitado reservas de sobras. Também não vejo a existência de razões práticas ou óbice legal à homologação parcial de aumento de capital antes da realização da venda de sobras em bolsa conforme previsto no art. 171, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976.
38. Dessa forma, a homologação parcial do aumento de capital poderia ocorrer em um momento anterior aos esforços de distribuição pública, eliminando as sobras e, por consequência, a necessidade de realização de procedimentos de venda em bolsa, evitando-se os custos deles decorrentes.
39. Em minha opinião, esse entendimento deve ser aplicado ao caso da Companhia, evitando que um leilão economicamente inviável fosse realizado. Acredito também que um entendimento como este poderia ser aproveitado para outras companhias em situação semelhante.
40. Obviamente, se uma companhia não tiver a anuência de seus acionistas para realizar uma homologação parcial ou a subscrição não tiver atingido o patamar mínimo estabelecido pelo órgão que deliberou o aumento, o que significa que sobras continuarão a existir, os comandos previstos no art. 171, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976, deverão ser seguidos.
41. Vale destacar que a própria SEP manifestou-se no sentido de que (i) em determinados casos pode não haver justa causa para a atuação da SEP no sentido de exigir a realização do leilão de sobras; (ii) o leilão de sobras, neste caso, representaria custos desproporcionais para a Companhia, já que previsivelmente o leilão seria mal sucedido; (iii) não haveria prejuízos para os acionistas da Gol, uma vez que (a) foi respeitado o direito de preferência, (b) foi realizado o rateio de sobras, e (c) os acionistas tiveram a opção de rever seu investimento no momento do preenchimento do boletim de subscrição (fls. 72/73).
42. A homologação parcial do aumento de capital antes da realização do leilão de sobras parece, de fato, uma solução muito mais adequada para o problema que enfrenta a Companhia no caso que ora analisamos. Por essas razões, voto pelo provimento do recurso quanto a este ponto.

iii) Conclusão.

1. Diante do exposto, voto no sentido de (i) dar provimento ao recurso no que concerne ao pedido de homologação parcial do aumento de capital, conforme disposto nos parágrafos 21 e seguintes; e (ii) negar provimento quanto ao pedido de dispensa de registro de oferta pública, conforme disposto nos parágrafos 3 e seguintes.

Rio de Janeiro, 10 de julho de 2012.

Luciana Dias

Diretora

[1] Segundo a Companhia, o valor do aumento de capital foi assim definido em razão da limitação do art. 15, §2º, da lei 6.404, de 1976: "Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição. (...) § 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas."

[2] "Art. 3º Estão sujeitas aos mesmos requisitos do registro de distribuição primária de ações, a venda, em Bolsa de Valores, de sobras de ações decorrentes do não-exercício do direito de preferência pelo acionista controlador na subscrição particular de companhia aberta, em quantidade superior a 5% (cinco por cento) da emissão, desde que corresponda no mínimo a 5% (cinco por cento) das ações da mesma espécie ou classe em circulação no mercado."

[3] Processo RJ2007/14893, Tec Toy S.A., j. 29.01.2008, o Colegiado deliberou dispensar o registro nos termos dos arts. 4º e 6º, §1º, da Instrução CVM nº 400, de 2003; Processo RJ2008/11417, Anhanguera Educacional Participações S.A., j. 16.12.2008, o Colegiado concedeu a dispensa do registro para leilão das sobras do aumento de capital da Companhia; Processo RJ2010/15197, Rede Energia S.A., j. 26.10.2010, o Colegiado deliberou a rejeição do pedido de adoção de procedimento de análise simplificada uma vez que não houve cumprimento do requisito de 1/3 previsto no art. 6º, §1º, da Instrução CVM nº 400, de 2003; Processo RJ2009/12551, Triunfo Participações e Investimentos S.A., j. 22.12.2009, o Colegiado entendeu que o leilão de sobras de ações caracteriza oferta pública de distribuição e deliberou conceder a dispensa do registro para leilão das sobras.

[4] Art. 30. O ato societário que deliberar sobre a oferta pública deverá dispor sobre o tratamento a ser dado no caso de não haver a distribuição total dos valores mobiliários previstos para a oferta pública ou a captação do montante total previsto para a oferta pública, tendo como referência a deliberação que fixar a quantidade final de valores mobiliários a serem ofertados ou o montante final a ser captado com a oferta pública, especificando, se for o caso, a quantidade mínima de valores mobiliários ou o montante mínimo de recursos para os quais será mantida a oferta pública.

Art. 31. Havendo a possibilidade de distribuição parcial, o investidor poderá, no ato de aceitação, condicionar sua adesão a que haja distribuição:

I - da totalidade dos valores mobiliários ofertados; ou

II - de uma proporção ou quantidade mínima dos valores mobiliários originalmente objeto da oferta, definida conforme critério do próprio investidor, mas que não poderá ser inferior ao mínimo previsto pelo ofertante.