



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PARA: GEA-2
DE: PAULO PORTINHO

RA/CVM/GEA-2/Nº 148/2015
DATA: 09/10/2015

Assunto: Análise das propostas de alterações aos Regulamentos de Listagem dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e do Bovespa Mais – Nível 2

Senhor Gerente

1. Trata-se da análise das as alterações propostas pela BM&FBOVESPA, recebidas em 17/07/15 por meio do documento 149/15 – DRE, de 16/07/15, referentes aos Regulamentos de Listagem dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e do Bovespa Mais – Nível 2.
2. Em conjunto, serão analisadas as manifestações da AMEC, publicadas em Comunicado ao Mercado (19/03/2015) e em cartas dirigidas ao Diretor Presidente da BM&Fbovespa (29/04/2015) e ao Superintendente de Mercados e Intermediários (10/09/2015).
3. Ainda, para permitir melhor compreensão dos movimentos de alteração nas regras de listagem nos níveis diferenciados de governança, serão brevemente analisados os fundamentos para tais mudanças, em especial a reestruturação societária da GOL Linhas Aéreas Inteligentes S/A (motivo imediato para a modificação das regras) e o entendimento do Colegiado no Recurso contra Indeferimento de Pedido de Registro Inicial de Companhia Aberta para a AZUL S/A (Processo CVM N° RJ 2013/5993).
4. A apreciação dos referidos documentos pela CVM se dá em razão notadamente do disposto nos artigos 15 e 117 da Instrução CVM nº461/07. Todos os documentos citados serão anexados a este relatório.

I. DO REGULAMENTO

5. Em 17/07/2015 a BM&Fbovespa (Bolsa) protocolou o documento 149/15 – DRE, de 16/07/15, em que submete à aprovação da CVM as alterações nos Regulamentos de Listagem dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e do Bovespa Mais – Nível 2.
6. Forem identificados, segundo a Bolsa, setores de atuação de companhias listadas em que disposições legais ou regulamentares impunham restrições relevantes à negociação de ações ordinárias, em função, por exemplo, de restrições à participação acionária votante de investidores estrangeiros.
7. Para adequar os regulamentos a essa circunstância, a Bolsa propôs modificação da definição de “Percentual Mínimo de Ações em Circulação”, de modo a estabelecer, como parâmetros para o cômputo do free float, os seguintes percentuais:
 - (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.
8. A SEP entendeu serem necessários os seguintes questionamentos, os quais foram comunicados à Bolsa através do Ofício N° 065/2015/CVM/SMI.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 148/2015

9. Para a SEP, a expressão “ações ordinárias que não sejam admitidas à negociação” profere entendimento diverso do que se vê na LSA e na ICVM 480/09, respectivamente:
- Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.
- Art. 2º O emissor pode requerer o registro na CVM em uma das seguintes categorias:
- I – categoria A;
- ou II – categoria B.
- § 1º O registro na categoria A autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários.
10. Parece que admissibilidade, para a lei e para a ICVM 480/09, significa, tão somente, que a Companhia pode negociar suas ações. O que a Bolsa parecia querer endereçar é outro ponto, não a admissibilidade à negociação, mas a negociação em si.
11. A SEP questionou ainda, tendo em vista que o free float é uma medida de ações negociadas e não de classes negociadas, qual seria o significado de “50% do total das classes de ações preferenciais admitidas à negociação”:
12. Se existirem duas classes, ter uma delas “negociadas” seria suficiente?
13. O objetivo seria garantir que 50% do total das ações preferenciais sejam negociadas, independente de suas classes, ou seria garantir que 50% do total de cada classe de ações preferenciais sejam negociadas?
14. Em resposta enviada em 01/09/2015, através do documento 170/15-DRE, a Bolsa indicou que compartilhava do entendimento da área técnica da CVM, no sentido de que a admissão à negociação está relacionada à possibilidade de negociação dos valores mobiliários e não à sua efetiva negociação.
15. Por outro lado, indicou que até 18/08/2014, enquanto vigorou o “Regulamento de Registro de Emissores e de Valores Mobiliários”, não havia distinção entre listagem e admissão à negociação. A concessão de registro implicava, via de regra, a listagem do emissor e a admissão de ações de sua emissão, independente da classe ou espécie. No atual “Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários”, em vigor desde 18/08/2014, são diferentes os procedimentos para pedido de listagem e de admissão à negociação, de forma que é possível ser Companhia listada e ter apenas uma espécie ou classe de ações admitida à negociação.
16. Em resposta ao questionamento da SEP sobre a nova definição de free float, a Bolsa explicou que o percentual mínimo de ações em circulação estará atendido somente se 50% do total de ações preferenciais emitidas estiverem em circulação, e encaminhou uma mudança no texto original com a finalidade de aprimorar a redação e para evitar ambiguidade de interpretação e, que passaria a vigor como se segue:
- “Percentual Mínimo de Ações em Circulação” significa as Ações em Circulação que a Companhia deve ter para ser admitida no Nível 2 de Governança Corporativa, percentual esse que deve ser mantido durante todo o período em que os valores mobiliários por ela emitidos permaneçam admitidos à negociação no Nível 2. O Percentual Mínimo de Ações em Circulação deverá totalizar, as quais devem totalizar pelo menos, (i) 25% (vinte e cinco por cento) do total do capital social da Companhia; ou (ii) 50% (cinquenta por cento) do total das ações preferenciais emitidas pela Companhia, desde que as ações ordinárias não sejam admitidas à



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 148/2015

negociação, exclusivamente na hipótese de Companhia sujeita a restrições legais ou regulatórias, devidamente comprovadas, que limitem significativamente a negociação de ações ordinárias.

17. Em conferência telefônica realizada em 17/09/2015 entre a Bolsa e integrantes da SEP, a superintendência questionou a proibição de listagem das Ações Ordinárias.
18. Foi colocado que vedar a admissão à negociação das ações ordinárias não poderia ser visto como um elemento superior de governança.
19. Deu-se como exemplo o caso da TAM, que tinha as mesmas restrições da GOL, mas teve ações ordinárias negociadas desde seu IPO até o fechamento de capital. Supondo que ambas (GOL e TAM) tivessem 50% das preferenciais em circulação, pela proposta de regulamento a TAM seria rejeitada no Nível 2 por ter ações ON admitidas à negociação e a GOL admitida, por não ter. Parecia-nos contraditório com o conceito de governança vedar a presença da empresa que tem mais espécies admitidas à negociação.
20. Além disso, como a Companhia precisa provar que tem limitações significativas para negociar ações ordinárias, bastaria essa comprovação para que pudesse usufruir da prerrogativa de ter como “percentual mínimo de ações em circulação” 50% de suas ações preferenciais, em vez de ter 25% de seu capital social, não sendo, portanto, necessário o impedimento às ordinárias.
21. Em resposta enviada em 23/09/2015, através do documento 183/15-DRE, a Bolsa sugeriu a retirada da expressão “*desde que as ações ordinárias não sejam admitidas à negociação*” do regulamento, que passará a ter a seguinte redação:

“Percentual Mínimo de Ações em Circulação” significa as Ações em Circulação que a Companhia deve ter para ser admitida no Nível 2 de Governança Corporativa, percentual esse que deve ser mantido durante todo o período em que os valores mobiliários por ela emitidos permaneçam admitidos à negociação no Nível 2. O Percentual Mínimo de Ações em Circulação deverá totalizar, as quais devem totalizar pelo menos, (i) 25% (vinte e cinco por cento) do total do capital social da Companhia; ou (ii) 50% (cinquenta por cento) do total das ações preferenciais emitidas pela Companhia, exclusivamente na hipótese de Companhia sujeita a restrições legais ou regulatórias, devidamente comprovadas, que limitem significativamente a negociação de ações ordinárias.

II. DA MANIFESTAÇÃO DA AMEC

22. Desde o início das discussões sobre as estruturas societárias que comportariam ações “superpreferenciais”, aquelas que apresentam direitos econômicos desproporcionais aos das ordinárias, a AMEC tem se manifestado de forma contrária, principalmente pela possibilidade quase ilimitada de alavancagem do controlador (ordinarista).
23. A AMEC afirma que tem participado ativamente dos processos públicos de discussão e reforma dos regulamentos da Bolsa, tanto na rodada de 2010 quanto na reforma prevista para 2016, para a qual a Associação afirma já ter oferecido sugestões. Dessa forma, ainda que a consulta pública não seja exigida nos regulamentos, a AMEC entendeu que não foi uma boa prática alterar os regulamentos para “acomodar” a situação particular de uma Companhia aberta, sem consultar o mercado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 148/2015

24. Afirma que a alteração no conceito de free float permite a redução significativa do número de ações em circulação, em relação ao número que compõe o Capital Social da Companhia.
25. Entende que a alteração, mesmo parecendo apenas técnica ou cosmética, acaba aceitando estruturas societárias alavancadas no âmbito dos segmentos diferenciados de governança, contrariando os princípios de sua criação.
26. A AMEC pede que a análise da CVM não se limite a “*chancelar alterações que não contenham vícios formais*”, além de pedir para que a CVM determine que a BM&FBovespa realize audiências públicas sobre o tema, em linha com o que faz quando o assunto envolve o aumento das proteções aos investidores.
27. Parece que a estrutura das superpreferenciais também busca respaldo em outros fóruns de governança. A reforma do “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”, do IBGC, que esteve recentemente em audiência pública, pedia para que os participantes da audiência escolhessem entre duas redações para o conceito “*uma ação = um voto*”.
28. Destaca-se a seguir como está, atualmente, a redação no Código em vigor:
- O Poder Político, representado pelo direito de voto, deve estar em equilíbrio com o direito econômico.
- O direito de voto deve ser assegurado a todos os sócios. Assim, cada ação ou quota deve assegurar o direito a um voto. Este princípio deve valer para todos os tipos de organização. A vinculação proporcional entre o direito de voto e participação no capital favorece o alinhamento de interesses entre todos os sócios.
- Exceções à regra “*uma ação = um voto*” devem ser evitadas. Caso ocorram é fundamental que haja uma justificativa forte o suficiente para compensar o desalinhamento de interesses gerado. Deve ser dada transparência sobre as razões dessa escolha, para que os sócios avaliem suas vantagens e desvantagens.
29. Para modificar esse texto o IBGC pede aos participantes da audiência pública que respondam ao seguinte questionamento:
- Duas abordagens podem ser consideradas para a formulação do conceito “*uma ação = um voto*”:
- Conceito 1:** O direito de voto deve ser assegurado a todos os sócios, de modo que cada ação ou quota deve assegurar o direito a um voto. Exceções a esta regra devem ser evitadas e estruturas em que não haja simetria entre direito de voto e participação no capital podem, eventualmente, ser avaliadas em caráter excepcional por todos os sócios.
- Conceito 2:** O direito de voto deve ser preferencialmente assegurado a todos os sócios, mas a flexibilidade deve ser admitida considerando-se aspectos como o papel positivo de acionistas controladores ou de referência para o desempenho de longo prazo das companhias. Cabe ao conjunto de acionistas avaliar se esse eventual desalinhamento de interesses poderá prejudicar o desempenho da organização ou seu acesso a capital, ou se os acionistas identificam o potencial benéfico para a Companhia de, ao permitir a alavancagem do controle, poder contar com acionistas de referência, mais comprometidos com o monitoramento da gestão e com o desempenho da Companhia no longo prazo.

III. DAS ESTRUTURAS ALAVANCADAS



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 148/2015

30. Muito brevemente entendo ser necessário recuperar um pouco do entendimento proferido pelo Colegiado no processo CVM Nº RJ 2013/5993, para verificar mais profundamente seus desdobramentos do ponto de vista de governança.
31. Os detalhes do processo, bem como os votos das Diretoras, a manifestação da PFE etc., estão em anexo ou podem ser acessados através do site da CVM.
32. A principal questão que, em princípio, levou a SEP a negar o pedido de registro para a AZUL S/A, diz respeito a eventual descumprimento do artigo 15 da LSA.
- 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.
33. A interpretação literal da lei indica que o percentual envolvido diz respeito apenas à quantidade de ações emitidas e não à sua representatividade econômica para o capital social.
34. No caso da AZUL, a Companhia conferia superpoderes patrimoniais e econômicos às ações preferenciais (75 vezes mais dividendo, 75 vezes mais participação no acervo da Companhia em caso de liquidação etc.), de forma que faria sentido que os aportes dos preferencialistas fossem significativamente maiores do que os dos ordinaristas, apesar de o controle permanecer com os últimos.
35. Com base nesse entendimento, outra Companhia aérea, a GOL, alegando limitações à capitalização por força do Código Brasileiro de Aeronáutica, promoveu uma reestruturação societária para permitir maior alavancagem ao controlador.
36. A Companhia promoveu um desdobramento de 1:35 em suas ações ordinárias, o que ampliou em 35 vezes o número de ações dessa espécie. Na mesma reestruturação alguns direitos das ações preferenciais foram ampliados em 35 vezes, tais como o valor do reembolso das ações e a participação nos dividendos.
37. Independente de qualquer análise pretérita ou futura a respeito do caso, vale reiterar que a estrutura, ainda que seja legal, destina-se a permitir alavancagem bastante elevada ao controlador. No caso da AZUL, poder-se-ia controlar a Companhia com menos de 1% de aporte econômico.
38. O Colegiado da CVM, por unanimidade, proferiu que esse entendimento literal está correto e que as estruturas societárias derivadas estão de acordo com a legislação, ao menos no que tange ao artigo em análise.

Das implicações e do entendimento das estruturas alavancadas

39. As avaliações do Colegiado, da PFE e da SEP, embora bastante profundas, a meu ver, não anteciparam alguns efeitos práticos e objetivos das mudanças conceituais.
40. O entendimento pela literalidade, ao que me parece, assume que as estruturas “superalavancadas” não são vedadas pela legislação. Esse parece ser a principal inovação admitida pela decisão do Colegiado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 148/2015

41. Entretanto, assume-se que outro instituto essencial permanece intocado, aquele que indica que a menor parte do Capital Social é a ação, em outras palavras, quando se trata de participação no Capital Social a representatividade de cada ação é a mesma, independente dos direitos econômicos.

42. Lê-se com alguma clareza esse entendimento nos doutrinadores (Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, vários volumes, Modesto Carvalhosa, Saraiva, 2011):

“O clássico conceito de ação como uma das partes iguais em que se divide o capital, representada por um título negociável, não mais se adapta à lei vigente.

[...] Isto porque o capital não mais se divide em partes de valor monetário se houver ações sem valor nominal. [...]

Em face do regime legal em vigor pode-se definir ação como a fração negociável em que se divide o capital social. [...]

As ações passam, dessa forma, a ter um sentido de participação societária e de divisão numérica do capital (share), deixando de se apresentar como parcela monetária do valor total do capital (stock). (páginas 231 e 232).

Ações sem valor nominal. São aquelas que não expressam o valor em dinheiro que representam. Embora tenham um valor aferível, nelas não se menciona qualquer valor em moeda corrente. **Em consequência dessa característica, a participação dos sócios passa a ser medida em razão do número de ações de que são titulares, em proporção com o número total das ações emitidas pela Companhia.** (Página 238).”Grifo nosso.

43. Carvalhosa comenta que a mudança na legislação, para permitir ações sem valor nominal, permitiu desequilíbrio nos aportes econômicos, mas não mexeu na participação de cada ação no capital social da Companhia.

44. Há fartas evidências desse entendimento. Na megacapitalização da Petrobras o preço de emissão das ações ON e PN saíram com diferença próxima a 10% (a mais para as ON), mas não há qualquer dúvida de que cada ação corresponde a uma parcela idêntica no patrimônio líquido e no capital social. A Petrobras, inclusive, vem pagando dividendos mínimos aos preferencialistas com base no patrimônio líquido que lhes cabe, que é calculado pela proporção das ações PN no total de ações emitidas.

45. Parece-nos que a GOL também compartilha desse entendimento, uma vez que criou um artigo específico em seu estatuto para “recuperar” os direitos perdidos pela diluição de 35:1 na quantidade das ações preferenciais.

ARTIGO 5º- O Capital Social, totalmente subscrito e integralizado, é de R\$ 2.618.837.134,50 (dois bilhões, seiscentos e dezoito milhões, oitocentos e trinta e sete mil, cento e trinta e quatro reais e cinquenta centavos), dividido em 5.174.355.497 (cinco bilhões, cento e setenta e quatro milhões, trezentos e cinquenta e cinco mil, quatrocentas e noventa e sete) ações, sendo 5.035.037.140 (cinco bilhões, trinta e cinco milhões, trinta e sete mil e cento e quarenta) ações ordinárias e 139.318.357 (cento e trinta e nove milhões, trezentos e dezoito mil, trezentas e cinquenta e sete) ações preferenciais, todas nominativas e sem valor nominal.

§8º - Quaisquer direitos conferidos por lei aos acionistas em função de sua titularidade de determinado percentual do capital social poderá ser exercido por acionistas que sejam titulares de ações representando igual percentual de Participação nos Dividendos nos termos deste Estatuto Social.

46. Sendo que essa “participação nos dividendos” refere-se ao seguinte artigo do estatuto:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 148/2015

ARTIGO 53 - 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, e determinada mediante a aplicação da seguinte fórmula:

$$PnD = \frac{100 \times [XON + 35x(XPN)]}{TON + 35xTPN}$$

Onde:

PnD = expressão em porcentagem da Participação nos Dividendos de determinado acionista;

XON = número de ações ordinárias de emissão da Sociedade detidas pelo acionista ou envolvidas no negócio em questão na data de apuração;

XPN = número de ações preferenciais de emissão da Sociedade detidas pelo acionista ou envolvidas no negócio em questão na data de apuração;

TON = número total de ações ordinárias emitidas pela Sociedade na data de apuração;

TPN = número total de ações preferenciais emitidas pela Sociedade na data de apuração

Estruturas alavancadas de início e estruturas alavancadas a posteriori

47. Pelo entendimento literal da legislação, nada impediria uma Companhia de ser constituída com superpreferenciais cujo valor de emissão dá-se em múltiplos elevados do valor de emissão das ações de controle.

48. No caso da AZUL, conforme colocado, poder-se-ia constituir a Companhia com o grupo minoritário preferencialista aportando mais de 99% do capital e não tendo acesso ao controle direto.

49. Parece-me que o legislador não se ocupou dessa distorção, pois é uma estrutura que não parece ter sentido econômico, ao menos para Companhias Abertas que se expõem à captação de poupança popular. Talvez por isso não haja limite superior na lei para os benefícios econômicos oferecidos às ações preferencias, ou seja, não seria necessário impor limites maiores do que a racionalidade econômica e financeira imporia.

50. Apesar de, em minha opinião e da própria área técnica, o objetivo do legislador, com o artigo 15 da LSA, era bloquear estruturas alavancadas (diz isso abertamente o deputado Emerson Kapaz, relator da reforma da LSA), a interpretação que vigora a partir da decisão do Colegiado é a de que a alavancagem está permitida.

51. Além disso, a meu ver, as preferências ou vantagens das ações preferenciais a serem estabelecidas no estatuto (art. 17 da LSA) têm como finalidade estabelecer uma vantagem patrimonial correlativa à supressão do direito de voto, direito este que pode ser negado aos preferencialistas. Dessa forma, entendo que a finalidade da concessão de preferências ou vantagens das ações preferenciais não é permitir a criação de estruturas alavancadas.

52. No caso em análise parece claro que a vantagem oferecida ao preferencialista (35 vezes mais dividendos) não visa compensar a perda do direito de voto. Tanto é verdade que esse



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 148/2015

direito econômico não foi suficiente para compensar a perda de voto, que a Companhia procurou, em seu estatuto, restaurar os direitos baseados em participação no capital social.

53. Ficamos numa situação, no mínimo, estranha, em que a Companhia dá vantagem econômica às ações preferenciais, mas também dá vantagens políticas. Ficaré claro no exemplo a seguir.

54. A GOL tinha cerca de 270 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.

55. Ocorre que, na prática, esses 13,5 milhões de ações representam, após a reestruturação, apenas 0,26% do Capital Social.

56. Parece por demais evidente que houve compensação dupla, nos direitos econômicos e políticos, para as preferenciais.

57. Aliás, cabe até questionar, em concedendo os direitos próprios de quem tem 5% do capital social ao preferencialista que tem apenas 0,26% do mesmo, como ficaria o ordinarista que tem também 0,26% do capital social. Poderia este exercer os direitos de quem tem 5% do capital social?

58. Em estruturas geradas sem alavancagem e que passam a adotar as superpreferenciais, ou as mini-ordinárias (termo que me parece ser mais adequado para a GOL), não me parece trivial que os direitos previstos em lei, inclusive os inalienáveis, estariam resguardados durante a transição. Tanto para os preferencialistas quanto para os ordinaristas.

59. Vejamos outros exemplos do próprio estatuto da GOL (é importante mencionar o caso GOL, pois estamos analisando essa nova percepção de Governança para acomodar a Companhia no nível 2, fato assumido nos próprios documentos da Bolsa).

“§4º- As ações preferenciais terão direito a voto em quaisquer deliberações da Assembleia Geral sobre (“Matérias Especiais”):

(a) transformação, incorporação, cisão e fusão da Sociedade;

(b) aprovação de contratos entre a Sociedade e o Acionista Controlador (conforme definido no Regulamento), diretamente ou por meio de terceiros, assim como de outras sociedades, nas quais o Acionista Controlador tenha interesse, sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em Assembleia Geral; etc.” ...

60. São vários itens que dão direito a voto aos preferencialistas, mas não é necessário descrever todos para identificar dúvidas sobre a interpretação dos direitos dos acionistas, sob a estrutura alavancada *a posteriori*.

61. A dúvida é bem simples. Há uma quantidade substancialmente maior de ações ON na estrutura societária da Companhia. As preferenciais correspondem, atualmente, a cerca de 2,5% do total de ações. Em pleitos onde votam ordinaristas e preferencialistas, como garantir a tal participação econômica, considerando que o voto plural é proibido em lei?

Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembléia-geral.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 148/2015

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

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

62. Esse desequilíbrio é tão sério e tão evidente que a Comissão de Listagem nos Segmentos Especiais da Bolsa recomendou à AZUL que o direito de voto dos preferencialistas fosse equiparado ao dos ordinaristas nas Assembleias que forem deliberar sobre remuneração dos executivos (ver voto da Diretora Ana Novaes).

63. Não é, de forma alguma, trivial resolver essa questão. Como não me parece possível dar superpoderes de voto às preferenciais, poder-se-ia imaginar que, no intuito de equilibrar os “pesos” dos votos em estruturas alavancadas, o poder de voto das ordinárias pudesse ser reduzido, por hipótese, na proporção de 35:1, semelhante ao que foi feito para os direitos econômicos.

64. Ocorre que essa solução também geraria problemas, ainda que menos explícitos que dar voto plural aos preferencialistas. Se a GOL quisesse “equilibrar” os votos na Assembleia Geral limitando o direito das ações ON, poderia incorrer em dar poderes políticos superiores a 50% às preferenciais.

65. Antes do desdobramento a GOL tinha 137 milhões de ações ON e 133 milhões de ações PN, aproximadamente. Hoje, tem perto de 200 milhões de ações PN e mais de 5 bilhões de ações ON (pelo desdobramento de 1:35). Se a GOL limitar o direito de voto do ordinarista em 1:35, as preferenciais teriam mais direitos políticos que os ordinaristas.

66. Parece-me que, nesse caso, o artigo 15 não poderia ser desrespeitado. O limite de 50% no número de ações preferenciais, em minha opinião, quer, ao menos, garantir que terá sempre, no mínimo, 50% dos direitos políticos da Companhia (no caso de votação conjunta em AG) e 50% de participação no capital da Companhia.

67. Na prática em quaisquer hipóteses de voto conjunto em Assembleia de preferencialistas e ordinárias haveria desequilíbrio, no caso específico da GOL, o que, pelo que entendo, não estaria devidamente equacionado no Estatuto.

68. O Artigo 141 da LSA também traz previsão de voto em conjunto e não fica claro se o desequilíbrio causado pela diluição dos preferencialistas (no que tange a direitos políticos) deveria ser tratado pelo Estatuto Social.

Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários.

§ 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e

II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18.

§ 5º Verificando-se que nem os titulares de ações com direito a voto e nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizeram, respectivamente, o quorum exigido nos incisos I e II do § 4º, ser-lhes-á facultado agregar suas ações para elegerem em



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 148/2015

conjunto um membro e seu suplente para o conselho de administração, observando-se, nessa hipótese, o quorum exigido pelo inciso II do § 4º.

69. Ainda que se utilize o conceito (criado pela Companhia) de “*participação nos dividendos*” como substituto para as “participações no capital social”, como se daria o voto no caso de agregar as ações dos preferencialistas e ordinaristas? Faz sentido que, na configuração anterior o preferencialista votasse com quase 49% do capital e hoje com menos de 2,5%? A reestruturação societária poderia causar esse desequilíbrio, impor esse ônus aos preferencialistas, ainda que aprovada por eles?

70. O Artigo 109 trata de direitos dos acionistas cuja modificação não estaria ao alcance da Assembleia Geral do Estatuto, ou seja, são direitos essenciais.

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; (Vide Lei nº 12.838, de 2013)

V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

§ 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembléia-geral.

§ 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.

71. Todos os direitos de fiscalização da gestão de negócios estão diretamente ligados à participação no capital social. Parece-me que, com a diluição do poder político, o acionista que detinha 5% do capital social passou a deter menos de 0,3% do mesmo, porém teve o percentual de 5% “devolvido” com base no direito aos dividendos.

72. Como tantos exemplos de potencial confusão, eu não me sinto seguro o suficiente para afirmar de forma categórica que não houve privação de direitos, o que seria vedado tanto para a Assembleia quanto para o estatuto, menos ainda que a “*participação nos dividendos*” seja um substituto pleno e legal para a participação no capital social.

73. A solução proposta pela GOL para manter os direitos de fiscalização da gestão de negócios foi utilizar o conceito de “*participação nos dividendos*” como substituto para as “*participações no capital social*”.

74. Como se sabe, a LSA estabelece os direitos de fiscalização da gestão de negócios com base na participação no capital social, dessa forma, a Gol parece reconhecer que esses direitos previstos não são decorrentes meramente de uma participação em termos de quantidade de ações, mas sim de uma participação em termos econômicos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 148/2015

75. Dessa forma, parece fazer sentido a leitura feita pela área técnica e pela Procuradoria Federal Especializada de que o § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404/1976, não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações.

76. Em relação a esses pontos, segue trecho do PARECER/Nº 009/2013/PFE-CVM/PGF/AGU:

Politicamente, o Estatuto Social da Azul revela-se incompatível com o sistema de direitos e obrigações previsto na Lei das S.A., o qual foi estruturado, como visto, de acordo com a premissa de que há relação entre poder político e participação no capital social.^[1]

Neste aspecto, cumpre-nos ressaltar que os diversos direitos políticos previstos na Lei das S.A., sobretudo de acionistas minoritários, são condicionados à observação de *quorum* correspondente ao percentual de participação no capital social.

Os exemplos são fartos, conforme se verifica: instalação de assembleia de constituição (art. 87, *caput*); aprovação do ato de constituição (art. 87, § 3º); propositura de ação de exibição dos livros da companhia (art. 105); competência supletiva para convocação de Assembleia-Geral (Art. 123, § único, “c”); instalação de Assembleia-Geral (art. 125); solicitação de relação de endereço dos acionistas (art. 126, § 3º); requerimento de adoção de voto múltiplo (art. 141, *caput*); direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração (art. 141, § 4º, II); requerimento de informações ao administrador (art. 157, § 1º); propositura de ação de responsabilidade contra o administrador (art. 159, § 4º); requerimento de informações ao conselho fiscal (art. 163, § 6º); e ação de dissolução da companhia (art. 206, II, “b”).

77. Em que pese o fato de os preferencialistas terem aprovado a nova estrutura societária (alavancada) e concordado com as mudanças no Estatuto, vale questionar se a Assembleia Geral ou o Estatuto poderiam retirar direitos dos acionistas, e se eles foram realmente retirados.

78. Aliás, a hipótese de não pagamento de dividendos traz mais uma dúvida a respeito da manutenção dos direitos das ações preferenciais após a diluição:

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.

^[1] Ainda no tocante ao exercício de direitos políticos, consideramos necessário tecer breves comentários sobre o poder de controle que pode resultar do modelo proposto pela Azul. Como se sabe, o poder de controle é caracterizado pela conjugação de dois requisitos: (i) titularidade de direitos de sócio que correspondam à maioria dos votos nas deliberações sociais e que assegurem a eleição da maioria dos administradores da companhia, de forma permanente; e (ii) efetiva utilização do poder de comandar as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia (Bocater, Maria Isabel do Prado. In Poder de Controle e Influência Significativa. Temas essenciais de direito empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. Kuyven, Luiz Fernando Martins (Coordenador). São Paulo : Saraiva, 2012, p. 834). Conforme aponta a doutrina, o controle minoritário é admitido implicitamente na Lei das S.A., conforme os acionistas minoritários alcancem ou não o quorum previsto em lei para o exercício de determinados direitos políticos. Já o controle gerencial, fundado nas prerrogativas diretoriais e não na participação acionária, ocorre em situações de extrema dispersão acionária e elevado absentismo social. Tais hipóteses não se confundem com o caso ora analisado, em que o poder de controle pode ser exercido por meio de participação correspondente a 0,7% do capital social, por força exclusivamente de previsão estatutária (COMPARATO, Fábio Konder. FILHO, Calixto Salomão. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. 5ª edição. Rio de Janeiro : Forense, 2008, p. 64-75).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 148/2015

§ 1º As ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a 3 (três) exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus, direito que conservarão até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso.

§ 2º Na mesma hipótese e sob a mesma condição do § 1º, as ações preferenciais com direito de voto restrito terão suspensas as limitações ao exercício desse direito.

79. Ainda que esse caso não se aplique à GOL, pois a Companhia não tem dividendo mínimo ou fixo para as preferenciais, ilustra um caso clássico em que se deve conceder direito de voto às preferenciais. Num caso de alavancagem como o analisado, a diluição dos preferencialistas seria brutal.

80. Cabe colocar aqui que não se está afirmando que as estruturas alavancadas a posteriori são incompatíveis com o dispositivo legal, tão somente se colocam algumas dúvidas sobre a eficácia de artigos da LSA após a diluição, ainda que haja, para alguns artigos, previsão de equiparação ao direito econômico das ações (35:1).

81. Por fim vale lembrar que os direitos dos preferencialistas estariam bastante diminuídos no que se refere ao artigo 4º, parágrafo 5º da LSA:

Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

§ 5º 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 assembleia-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.

82. Esse artigo fala expressamente em quantidade de ações emitidas, de forma que não poderia ser equilibrado pelo índice de “participação nos dividendos”.

83. Antes, bastava que pouco mais de 10% dos preferencialistas não vendessem suas ações para garantir que continuariam como acionistas da Companhia. Na atual configuração, mesmo que 100% dos preferencialistas não adiram à oferta pública, a Assembleia Geral poderia resgatar suas ações. Isso, parece-me, é uma redução significativa de direitos.

84. Para ilustrar de forma clara a necessidade de cuidados adicionais em estruturas alavancadas *a posteriori*, veja o exemplo do próprio estatuto da GOL:

Artigo 5º, §3º - As ações preferenciais não terão direito a voto, exceto quanto às matérias especificadas no parágrafo 4.º abaixo, consistindo as preferências e vantagens em:

(a) prioridade em relação às ações ordinárias no reembolso do capital, em caso de liquidação da Sociedade, no valor por ação preferencial correspondente à divisão do valor do capital social da Sociedade pelo número total de ações de emissão da Sociedade, multiplicado por 35 (trinta e cinco);

85. Esse artigo, na estrutura de hoje da GOL, prevê um reembolso às ações preferenciais superior ao capital social da Companhia. A GOL, após a última emissão de ações, tem capital social de R\$ 3,08 bilhões, dividido em 5,24 bilhões de ações, ou seja, R\$ 0,58 por ação que multiplicados por 35, daria R\$ 20,58 a reembolsar a cada preferencial.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 148/2015

86. Ocorre que, com a emissão de novas preferenciais, seu montante atingiu, hoje, 203 milhões de ações, que multiplicados por R\$ 0,58, daria um montante a reembolsar de R\$ 4,19 bilhões, valor maior do que o capital social da Companhia.
87. Não é simples construir a interpretação do direito em estruturas alavancadas.

A justificativa de limitação à capacidade de capitalização da Companhia

88. Para entender as modificações na estrutura societária da GOL como não ofensivas aos preceitos de governança corporativa, é fundamental avaliar se suas justificativas são cabíveis, se fazem sentido e se há equilíbrio, principalmente em comparação com outras estruturas não alavancadas.
89. A GOL afirma haver limites à capitalização da Companhia por força do Código Brasileiro de Aeronáutica, que exige, pelo menos, 80% do capital votante de Companhias aéreas em mãos de brasileiros.
90. No entanto, parece-me, não há limites à capitalização, mas apenas à alavancagem.
91. Na prática a Companhia poderia fazer uma capitalização, de qualquer valor que o mercado comporte, desde que o controlador subscreva as ações no aumento de capital.
92. Essa nuance é relevante, pois há um número razoável de Companhias Abertas necessitando de capitalização no mercado brasileiro, força de um endividamento crescente. Uma capitalização onde o controlador subscreve sua parte para manter seus direitos dá uma sinalização de confiança e justiça societária ao mercado. Se, em vez disso, cria-se uma estrutura alavancada para que o controlador não precise participar do aumento de capital e não sofra as consequências de diluição do poder político, a mensagem passada ao mercado, certamente, não será virtuosa, não poderia ser considerada um exemplo superior de governança corporativa.
93. Ademais, se o objetivo da reestruturação societária fosse apenas equiparar sua capacidade de alavancagem ao restante do mercado, entendo que desdobrar suas ações ordinárias em 35 vezes revela um exagero.
94. Antes do entendimento proferido pelo Colegiado sobre o artigo 15 da LSA a alavancagem máxima permitida ao controlador era de 25% (metade de 50% das ações emitidas), bastaria, portanto, uma reestruturação societária que desdobrasse as ações ON em 3:1, pois teria 50% do aporte econômico com 3 vezes mais ações. Quando os preferencialistas atingissem 50% do total das ações emitidas, teriam colocado $\frac{3}{4}$ do capital, o que deixaria a Companhia no mesmo patamar de alavancagem econômica ou financeira das outras empresas não sujeitas a limitações regulatórias.
95. Aliás, isso suscitaria dúvidas sobre o equilíbrio das próprias regras em análise, pois caso outra Companhia, sem restrições regulatórias, reestruturasse-se para permitir alavancagem, mas em níveis mais modestos que os da GOL, por exemplo, desdobrando suas ações ordinárias em 1:3, qual seria a lógica de permitir uma estrutura muito mais alavancada num nível diferenciado de governança, mas negar a outra estrutura menos alavancada, porém sem restrições regulatórias. Não me parece uma ponderação equilibrada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 148/2015

96. Isso leva a um ponto importante sobre a nova regra de *free float* mínimo para figurar nos níveis diferenciados de governança.
97. A argumentação da AMEC é pertinente, o percentual de 50% das ações preferenciais, no caso da GOL, representaria 1,35% do capital social. Seria um *free float* pouquíssimo relevante, em termos de participação na sociedade. A Companhia compensa essa questão com a “participação nos dividendos” em seu estatuto.
98. Entretanto, a regra proposta pela Bolsa não faz qualquer menção a possíveis compensações estatutárias para que esse *free float* seja, realmente, relevante. Sem essas compensações, o *free float* proposto, de 50% das ações preferenciais, não justificaria a presença da Companhia em nível diferenciado de governança.

IV. CONCLUSÕES

99. A interação com a Bolsa, conforme descrito no início deste documento, já foi suficiente para retirar algumas imprecisões no texto original que trata do *free float* necessário para fazer parte dos níveis diferenciados de governança. O texto, tal qual ficou, parece-me correto, considerando o que a Bolsa passou a definir como *free float*.
100. A discussão mais profunda diz respeito a cancelar o novo regulamento dando espaço para que as estruturas alavancadas figurem em níveis elevados de governança.
101. Quanto a esse ponto seria necessário que a CVM fizesse, realmente, um julgamento de valor, conforme pedido pela AMEC ou, ao menos, que requeira à Bolsa que estenda ao mercado a avaliação do novo regulamento, ainda que audiências públicas não sejam obrigatórias nesse caso.
102. Na opinião da área técnica, parece-nos que a estrutura alavancada, ainda que permitida pela lei, não conversa com os princípios básicos de governança. Na estrutura superalavancada *a posteriori*, parece-me, esse diálogo fica ainda mais prejudicado, pois a relação entre aporte econômico e direito de participação na sociedade fica tão desequilibrada que faz-se necessário reformular o estatuto de forma profunda para a manutenção até de direitos essenciais dos acionistas garantidos pela LSA.
103. Não posso me furtar a dizer que dá a impressão de que voltamos ao entendimento de 1940, em que o aporte econômico e o direito político guardavam uma proporção rígida, exigida por lei (ação com valor nominal). Ainda que as ações da GOL não tenham valor nominal, o estatuto procura estabelecer uma relação fixa entre direito econômico e direito político. Tanto é verdade que estabelece um dividendo 35 vezes maior para a PN e garante um valor equivalente de poder de participação no capital social, por força de estatuto, que seria garantido pela “participação nos dividendos”.
104. Causa preocupação que estejamos discutindo mudanças nas regras do regulamento da Bolsa, e também no código do IBGC para acomodar estruturas que, essencialmente, visam permitir alavancagem ilimitada ao controlador (conforme demonstrado, o objetivo não foi só equilibrar a condição de alavancagem da GOL com a de outras Companhias).
105. Será que o entendimento sobre o que seria um grau elevado de governança corporativa mudou, principalmente no que se refere ao princípio básico de *one share, one vote*? Ainda que se



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 148/2015

possa considerar a GOL como um exemplo prático de governança, sua atitude, mesmo que forçada por uma regulação setorial, representa os valores e ideais desejados para o mercado?

106. Em resumo, valeria proferir e professar mudança tão substantiva nos princípios de governança para acomodar uma situação peculiar?

107. Entendo que não.

108. O entendimento de que poder político tem que estar alinhado com aporte econômico, ainda que a lei permita estruturas superalavancadas, está presente na literatura disponível sobre governança e direito societário.

109. É um princípio que permeia o próprio entendimento de sociedade por ações, tanto é que a simples aceitação de que a lei permite estruturas superalavancadas gerou uma profunda modificação na compreensão de vários dispositivos legais, o que fez a própria GOL buscar soluções em seu estatuto, ainda que imperfeitas, para reparar os danos causados aos direitos dos preferencialistas. E, como sugerido em parágrafos anteriores, não é possível afirmar que resolveu todos os potenciais conflitos.

110. Por fim entendo, como dito na carta da AMEC, que a decisão de cancelar o novo regulamento da Bolsa não deve ser meramente burocrática, pois será balizador para o próprio entendimento do que significa ter elevados padrões de governança corporativa daqui por diante, principalmente no que tange a estruturas alavancadas.

111. Ainda não há evidências de outras Companhias interessadas em modificar seus estatutos para acomodar estruturas alavancadas, e esperamos que isso não ocorra, pois, como espero ter demonstrado, o entendimento dos direitos econômicos e políticos fica fluido nesses casos. Cada empresa, com cada índice de desdobramento, poderá ter compensações estatutárias as mais diversas, o que, data vênia, prejudicaria o próprio entendimento dos conceitos de participação no capital social, participação política e aporte econômico. O que hoje é bastante claro, será representado por complexas equações, como no caso da GOL.

112. O entendimento da área técnica é pela não aprovação da mudança proposta pela bolsa, de forma que o *free float* mínimo exigido represente, de forma clara, uma participação relevante no capital social das Companhias que figuram em níveis diferenciados de governança.

113. Isto posto, encaminhamos o presente Relatório à Superintendência de Mercados e Intermediários para providências cabíveis, ressaltando que estamos à disposição para eventuais esclarecimentos que se fizerem necessários e que, caso necessário, poderíamos relatar o caso ao Colegiado.

Atenciosamente,

Original assinado por

PAULO ROBERTO PORTINHO DE CARVALHO

Analista – GEA-2

De acordo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 148/2015

À SEP,

Original assinado por

GUILHERME ROCHA LOPES

Gerente de Acompanhamento de Empresas 2

Em Exercício

De acordo.

À SMI,

Original assinado por

FERNANDO SOARES VIEIRA

Superintendente de Relações com Empresas