

Gol & Smiles: Conflitos Históricos entre Acionistas, Operações com Partes Relacionadas e o Papel dos Minoritários

A Amec entende que a participação de acionistas não controladores no processo decisório em ambiente de Operação com Parte Relacionada seria mecanismo eficiente para fornecer mais transparência e buscar alinhamento com práticas internacionais de Governança Corporativa.

O full disclosure das condições negociadas entre as partes é princípio básico para garantir ao acionista minoritário a compreensão de negociações em conflito de interesses, bem como para dar condições de avaliação dos efetivos resultados para a companhia.

Fábio Coelho

Presidente-Executivo

fabio.coelho@amecbrasil.org.br

O mercado de capitais brasileiro é conhecido por apresentar elevado número de companhias abertas com controle definido, o que evidencia a importância de serem adotados cuidados especiais para que haja fluidez no relacionamento entre as partes interessadas diante de possíveis conflitos inerentes ao exercício decisório.

Nesse contexto, uma das preocupações do legislador pátrio, ao regulamentar as atividades das sociedades por ações e as responsabilidades do acionista controlador e dos administradores, foi a da proteção do acionista minoritário. A exposição de motivos da Lei 6.404/76 trouxe trechos interessantes onde esse zelo se mostrou presente.

O documento cita que “os órgãos da administração - sobretudo nas grandes empresas - é que detém maior parcela do poder empresarial, condicionam o sucesso ou insucesso da empresa, e podem ser fonte dos maiores agravos aos minoritários”. Adicionalmente, registra que “para proteção de acionistas minoritários e credores, [trechos da lei] proibem a administradores de sociedades controladoras o uso de seu poder para favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada. As operações entre as sociedades devem manter condições estritamente comutativas, como entidades isoladas”.

Nesse contexto de busca pelo equilíbrio se inserem diversos dispositivos, tais como: os deveres e responsabilidade dos administradores, a figura do conflito de interesses, o direito de dissidência e, sem dúvida alguma, a ampla, clara e absoluta necessidade de divulgação das transações entre partes relacionadas.

Conflito de Interesse, Relação de Troca e Operações com Partes Relacionadas

Em situações de conflito de interesses, medidas adicionais de transparência e independência são necessárias para que haja mitigação de riscos. E são esses os princípios que devem prevalecer em Operações com Partes Relacionadas (OPR), que se caracterizam como um grande conflito (potencial) envolvendo os interesses das empresas envolvidas.

Muitas dessas medidas de reparação foram incorporadas na lei societária e no arcabouço regulatório da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e tantas outras existem no contexto de melhores práticas internacionais. Exemplos comuns são o impedimento de voto, a instauração de comitês independentes, mudanças estatutárias com criação de estruturas específicas, definição de políticas de Operações com Partes Relacionadas nas empresas e mecanismos de garantia de comutatividade nas relações comerciais.

Opinião Amec

29 de Julho de 2020



O conflito presente passa, portanto, a exigir demonstrações adicionais de reequilíbrio nessa relação. Essa interpretação vale também para as decisões dos administradores, que ganham holofote no escrutínio público. Isso tudo leva a uma construção de que em OPR, sem demérito aos envolvidos, a presunção da situação de conflito de interesses prevalece em detrimento da boa-fé dos agentes, o que faz com que o princípio de melhor julgamento dos atos dos administradores (*Business Judgment Rule*) seja estressado em busca do chamado *entire fairness*.

A própria CVM, quando da publicação do Parecer de Orientação 35, manifestou entendimento de que para cumprir com seus deveres e alcançar os resultados esperados pela lei societária brasileira, os administradores de companhias abertas deveriam instituir procedimentos e tomar todas as medidas necessárias para que a relação de troca e demais condições de operações em conflito fossem negociadas de maneira independente. O regulador sublinhou que um processo de negociação independente tende a propiciar a comutatividade da operação e a demonstrar o cumprimento dos deveres fiduciários previstos em lei.

Nesse contexto, é imprescindível que a alta administração das companhias envolvidas busque um efetivo equilíbrio dos negócios e que se cerque de nível adicional de transparência na comunicação dessas ações, sob pena de prevalecer a percepção de desconfiança sobre a efetiva presença de condições comutativas na relação de preços das operações em detrimento daqueles praticados no mercado em condições de efetiva liberdade comercial e concorrencial.

Os termos do contrato, suas garantias e a comutatividade da relação havida são elementos essenciais para afastar toda e qualquer dúvida sobre a existência de algum benefício particular contrário à vontade e ao efetivo interesse da companhia.

É por isso que se defende que nessas situações, as transações entre partes relacionadas devem ser divulgadas de modo a fornecer ao acionista não controlador, elementos informativos suficientes para compreender a magnitude, as características e os efeitos da transação em curso sobre os resultados, o caixa e o balanço da companhia. No entanto, a última rodada do litígio envolvendo Gol & Smiles sugere esse entendimento de que nem sempre aos acionistas não participantes do bloco de controle tem pleno e completo acesso a informações que lhes permita grau de conforto suficiente para avaliar se as decisões tomadas foram devidamente informadas, refletidas e justificadas.

Modelo de Negócios, Comutatividade de Operações e o “tal dos 115% do CDI”

Desde o IPO da Smiles, a relação estratégica e simbiótica com o grupo controlador e a natureza do modelo de negócios das duas companhias dificulta ainda mais a análise independente de cada operação comercial, uma vez que há sinergias (entre

Opinião Amec

29 de Julho de 2020



companhia aérea e empresa de milhagem) nem sempre facilmente identificáveis e que geram desconfiança sobre as reais intenções das partes.

Portanto, não se pode ignorar o histórico de conflitos de interesse na relação comercial das duas companhias. Nos últimos anos, algumas condutas do controlador poderiam ser interpretadas como se fossem abusivas, visando o benefício particular em detrimento dos acionistas minoritários. Em linha com princípios de melhores práticas, e também com recomendações regulatórias, o processo negocial das empresas se sofisticou com a instauração de comitê independente previsto em estatuto, o que de fato foi uma sinalização muito positiva.

No entanto, as medidas adotadas não foram suficientes para afastar a desconfiança dos agentes diante dessa relação de discórdia entre acionistas. Isso faz com que medidas adicionais de transparência sejam exigidas para que os próprios investidores tenham mais condição de analisarem cada passo das empresas.

No contexto da última rodada negocial das companhias, Smiles e Gol divulgaram fato relevante no início de julho[1] comunicando Operação entre Partes Relacionadas de antecipação de compra de passagens aéreas da Gol pela Smiles no expressivo montante de R\$ 1.200.000.000,00 (um bilhão e duzentos milhões de reais), além de outros compromissos colocados em pacote negocial em condições acertadas pelas companhias.

Tal transação chamou a atenção do mercado por vários aspectos. O primeiro diz respeito ao volume financeiro da operação, na medida em que representa parte bastante considerável dos recursos disponíveis no caixa da Smiles, sendo também o maior volume de recursos já antecipado pela Smiles à Gol desde a abertura de seu capital.

O contexto de pandemia da Covid-19 também se coloca como variável de incerteza que gerou questionamentos, visto que a falta de liquidez e necessidade de capitalização de muitas companhias naturalmente fez com que consideráveis prêmios de risco fossem exigidos nas relações de troca. O setor aéreo foi um dos setores mais impactados, tendo sofrido no segundo trimestre deste ano uma queda superior a 80% das suas atividades pelo fechamento dos aeroportos e cancelamento de voos. Em especial, foram verificados diversos casos de companhias aéreas entrando com pedido de recuperação judicial ou mesmo indo à falência.

Os efeitos da crise se manifestaram de maneira semelhante para a Gol, que teve, à exemplo de suas *peers*, o seu custo de captação de recursos elevado sobremaneira, dada a situação do setor e as restrições à concessão de crédito pelos agentes do mercado. Se a insegurança já se manifestava de maneira contundente entre investidores, o anúncio sóbrio de que a aplicação de taxa de atualização do saldo de recursos não convertido em passagens seria remunerada com base em 115% do

Opinião Amec

29 de Julho de 2020



CDI fez com que o caso ganhasse repercussão midiática.

A leitura do fato relevante divulgado pela Gol dava a entender que se tratava de uma operação com fortes características de crédito, praticada à taxa de 3,5% a.a., enquanto a captação da própria Gol e também a de empresas com perfil de risco semelhante certamente levariam a taxas avaliadas muito acima dos dois dígitos.

Assim, a despeito da dificuldade de avaliação taxativa das reais intenções das empresas, há o entendimento de que os fatos relevantes do anúncio dessa operação de antecipação de compra de passagens aéreas foram excessivamente limitados e não permitiram a adequada avaliação pelos acionistas não controladores. A Smiles buscou esforço adicional de comunicação dias depois do anúncio inicial, no sentido de levar ao mercado detalhamento sobre as taxas e condições negociadas pelas empresas, mas que também não se mostraram suficientes para iluminar a questão.

Na sequência dos fatos, e também considerando as incertezas da atual crise, a Smiles enviou à CVM proposta conservadora da administração para a AGO, com sugestão de pagamento de dividendo mínimo de 25% do lucro líquido do exercício de 2019 e a retenção de grande parte do resultado na conta de reserva de contenção de lucros. No entanto, nesse mesmo contexto, parte dos investidores minoritários buscaram nível de conservadorismo semelhante ao questionarem publicamente a substituição da liquidez da companhia por ativos de liquidação futura, observada a magnitude do contrato firmado com o acionista controlador.

Em síntese, avalia-se que não houve condições adequadas que permitissem aos acionistas minoritários mensurarem adequadamente a operação de antecipação de compra de passagens de forma qualitativa e quantitativa, especialmente diante da magnitude dos valores envolvidos, da opção de transferir parte significativa do caixa da companhia para o seu acionista controlador e da consequente privação do recebimento pelos acionistas de parte dos dividendos.

Transparência e Comunicação adicionais e o Papel dos Minoritários

No cenário do caso concreto apresentado em que se desenrolaram diversos episódios de negociações (em conflito de interesses) entre as duas empresas ao longo dos últimos anos, há o entendimento de que a adoção de medidas adicionais de transparência e comunicação seriam fundamentais, mas não suficientes para demonstração de boa-fé das partes. Os desdobramentos observados revelam a necessidade de adoção de outros cuidados, sob pena de permanecerem dúvidas sobre as motivações e interesses que levaram ao recente contrato estabelecido com o acionista controlador.

Opinião Amec

29 de Julho de 2020



Diante de todo o cenário descrito, em especial pelo histórico de conflitos entre os acionistas, a Amec entende que a participação dos minoritários no processo de aprovação deste tipo de operação seria o melhor modelo a ser adotado para o caso. A participação dos acionistas não controladores na análise prévia de contratos entabulados entre partes relacionadas, na participação no comitê independente em sua essência, ou no exercício de voto em assembleia, permitiria a construção de mecanismo que poderia fornecer a garantia da transparência e da comutatividade deste tipo de operação.

A leitura é a de que se operação realmente se mostrar vantajosa para a companhia, a deliberação pela maioria da minoria poderia conferir expressiva legitimidade à operação, demonstrando que o acionista controlador não busca satisfazer interesses pessoais, mas que age no melhor interesse da companhia. Essa solução já se mostrou eficaz em diversos casos, situações em que o controlador voluntariamente se absteve de votar ou acompanhou a decisão da maioria da minoria.

Entendemos ainda que, independentemente do procedimento a ser adotado, o *full disclosure* das condições negociadas entre as partes é princípio básico para garantir ao acionista minoritário a compreensão da operação, bem como dar condições para avaliar os efetivos resultados para a companhia.