

# mercado aguarda assembleias de fusão Azul-Gol

 capitalaberto.com.br/companhias-abertas/mercado-aguarda-assembleias-e-acordos-de-olho-em-efeitos-de-fusao-azul-gol-a-minoritarios

Amanda Meneses

17 de janeiro de 2025



- ✓ Notícias
- ✓ Matérias
- ✓ Entrevistas
- ✓ Análises

POR R\$ 9,90.

Vale muito mais do que custa.

ASSINE AGORA



Eduardo Silva, presidente do Instituto Empresa

Após rumores a respeito de uma possível fusão entre as companhias aéreas Azul e Gol desde o ano passado, o mercado finalmente recebeu a confirmação, nesta quarta (15), de que a Abra, controladora da Gol, assinou um memorando de entendimento (MOU, na sigla em inglês) com a Azul. Há, ainda, uma série de expectativas em torno dos detalhes, sobretudo porque a Gol vive um processo de recuperação judicial centralizado nos EUA. Em movimentações importantes como uma fusão Gol e Azul, as preocupações com regras de governança e a proteção aos minoritários é uma constante.

É comum que, em processos de fusão, sejam emitidas ações adicionais para equilibrar a estrutura de capital da nova empresa. Isso pode levar à diluição da participação dos acionistas minoritários, reduzindo seu peso na tomada de decisões e no recebimento de dividendos futuros, explica Eduardo Silva, presidente do Instituto Empresa.

Além disso, Silva comenta que a fusão pode alterar a governança corporativa, influenciando as dinâmicas de poder entre acionistas controladores e minoritários. “A falta de transparência ou proteção adequada neste processo pode fragilizar os direitos

dos minoritários e gerar desconfiança no mercado de capitais”, diz.

---

## Saiba o que mudou com a nova regras para OPA, aprofunde-se no Novo Mercado e no regime Fácil no curso “Resolução 215”

---

Por ora, as expectativas do mercado estão sobre os próximos (e mais) detalhes a respeito da transação, que ainda possui muitos entraves, como a própria RJ em andamento e a aprovação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), além de uma preocupação no mercado sobre os possíveis impactos aos investidores minoritários.

“Neste momento, todas as informações são preliminares, não temos maiores esclarecimentos sobre a ‘fusão’, que tem mais cara de parceria operacional, por enquanto”, diz Felipe Sant’Anna, especialista em investimentos da Star Desk.

Sant’Anna comenta que, nos próximos dias, a Gol deve divulgar o andamento e as datas das assembleias para decidir alguns pontos importantes. “A dívida será convertida em ações novas? Haverá possibilidade de aquisição por parte dos outros acionistas? Se a emissão for puramente um aumento de capital, com a entrega dessa fatia aos credores, sim, teremos uma diluição. O avanço da RJ nos Estados Unidos também será um passo importante neste caso”, lembra.

A Gol, que reestrutura uma dívida bilionária, está passando pelo processo de RJ nos EUA, no chamado “chapter 11”, etapa cuja conclusão é condicionante para a fusão, segundo o MOU, e que ainda deve dar algum trabalho. Isso porque no processo de reestruturação são dadas as definições para entender qual é o valor da nova companhia, sua nova estrutura de capital, nova projeção de receita e acionistas com composições diferentes.

Ainda conforme os termos do documento, caso a transação seja consumada, é esperado que as duas companhias mantenham suas marcas e seus certificados operacionais de forma independente, mas outros detalhes ainda devem ser resolvidos em assembleia.

“É importante lembrar que o MOU é não-vinculante, ou seja, não há obrigação de as empresas seguirem o que está escrito lá. Depois disso, vem o contrato e o ponto importante, o acordo de acionistas, onde vai estar, de fato, a definição e como se dará a questão da diluição”, comenta Enrico Cozzolino, sócio e head de análise da Levante Investimentos. “Certamente, vai ser preciso fazer a emissão de novas ações, isso é bastante comum. Mas isso virá um pouco mais para frente, no acordo de acionistas.”

O resultado da companhia será uma “corporation”, que não tem controlador definido, e ainda não foi determinado se a Azul será subsidiária da Gol ou o contrário. “Tem alguns pontos: o presidente do conselho, que vai ser definido pela Abra, e diretor e presidente,

pelos acionistas da Azul. Mas ainda não tem definição se é uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) de Azul ou de Gol, como vai ser. A gente vai ter que acompanhar mais um pouquinho”, diz Cozzolino.

Embora a perspectiva seja positiva em relação à valorização dos papéis após o negócio, a diluição, que ocorre quando uma empresa emite novas ações reduzindo a participação percentual dos acionistas atuais, pode afetar a participação dos acionistas minoritários na nova empresa, a menos que acompanhem as emissões por meio de subscrição.

“Na fusão Azul-Gol, caso a transação envolva a emissão de novas ações para financiar o acordo ou recompor estrutura de capital pós-fusão, os acionistas minoritários podem ver sua participação acionária reduzida proporcionalmente”, lembra Eduardo Brasil, advogado societário, sócio do Fonseca Brasil.

Em algumas fusões, pode haver também a alteração nos direitos de voto, dividendos ou participação no conselho de administração, que pode afetar diretamente os minoritários, ressalta o advogado.

Sem a devida proteção e planejamento, a diluição pode impactar negativamente os interesses dos minoritários na nova estrutura societária, lembra o presidente do Instituto Empresa. A associação, que promove a Governança Corporativa e defende investidores, inclusive, afirmou que acompanhará a evolução do negócio anunciado pelas Companhias Gol e Azul.

Silva lembra que é essencial que as autoridades reguladoras, como a CVM, acompanhem de perto o processo para assegurar que a fusão seja conduzida com transparência e respeito aos direitos dos minoritários. “Eles devem ter suas participações protegidas contra diluições desproporcionais e contar com mecanismos para minimizar prejuízos. O Instituto Empresa acompanhará o desenvolvimento do caso”, afirma.

Fábio Coelho, presidente da Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC), pondera, no entanto, que a negociação está em uma fase inicial, havendo apenas o anúncio de uma possível fusão das duas companhias, dando origem a uma nova. “É óbvio que o histórico do relacionamento das aéreas com minoritários traz ‘um quê’ de atenção para o mercado de capitais, com relação a como se darão os passos daqui para frente. Mas acho precipitado, nessa altura do campeonato, já falar em preocupações ou riscos, dado que o mais importante daqui para frente, são os próximos anúncios que serão feitos”, diz.



Fabio Coelho, presidente da Amec

Segundo o executivo da AMEC, o mais importante para dirimir muitas dessas preocupações embrionárias são, especialmente, os termos de troca. “Ou seja, a proporção de quanto cada um dos acionistas de Gol e de Azul vão deter na relação de troca de uma nova companhia. Esse é o aspecto de atenção, e como as deliberações de assembleia vão se desenvolver”, argumenta.

Além da série de condicionantes para o desdobramento da operação, que passarão por assembleias e por si só podem ser mecanismos de proteção aos minoritários, Coelho acredita que nem sempre a diluição de participação seja ruim.

“Por si só, ela não necessariamente é algo ruim na companhia, a depender dos motivos para acontecer. Numa leitura preliminar, ela seria feita, como anunciado pela companhia, para comportar a reestruturação da dívida da companhia no exterior. Isso está escrito no documento de que os credores possivelmente terão as suas dívidas convertidas em ações e isso por si só daria margem a essa nova emissão. Ou seja, seria um dos requisitos de subsistência da companhia para sair do Chapter 11”, lembra o executivo da AMEC, citando que os próximos passos deveriam ser observados, mas que há uma certa visão de “naturalidade” dentro do processo de reestruturação permitir essa saída dos credores convertendo as dívidas em ações.

Outro fator tranquilizante é que os acionistas minoritários também podem ser parcialmente protegidos por acordos de proteção à diluição ou pelos direitos de preferência na subscrição de novas ações, conforme previstos na Lei das Sociedades por Ações ([Lei 6.404/1976](#) do Brasil), esclarece o advogado do Fonseca Brasil, mas esses detalhes dependerão dos contratos específicos e estatutos societários das empresas.

“Geralmente, em uma OPA, os acionistas minoritários têm a oportunidade de vender suas ações dependendo de fatores como a avaliação de mercado e sinergias esperadas da fusão ou aquisição. Isso pode ser benéfico aos investidores, que podem buscar maximizar seus ganhos frente às mudanças estruturais”, diz Brasil.

Outro aspecto positivo, citado pelo presidente da AMEC, é que as duas companhias possuem a chamada “poison pill”, tática que defende a empresa de aquisições hostis e estipula um limite máximo de ações da empresa a serem adquiridas. “Quando você fala que as duas companhias do nível 2 (na Bolsa) seriam convertidas numa única companhia de Novo Mercado, isso por si só significa que haveria atualmente uma melhoria da governança no sentido de unificação das classes acionárias para ter só ações ordinárias”, diz, citando que, se tiver, na nova companhia o limite deve ser de 15% e funcionar muito bem, se respeitado.

Para Coelho, as assembleias serão importantes para todo o processo e a garantia dos direitos de todos os acionistas e, do ponto de vista de governança, os pontos mais importantes para mitigar algumas questões são as figuras do conflito de interesse na presença dos controladores das duas companhias, que podem ter discrepâncias nas tomadas de decisão. “Mas já anunciaram um acordo de acionistas, que, numa primeira leitura, parece também bastante razoável. Inclusive, com uma composição de um novo conselho, sendo três indicados pelo controlador da Gol, três indicados pelo controlador da Azul, e três independentes”, comenta, lembrando que os próximos passos deliberados em assembleia é que ditarão o tom da vantajosidade da operação aos acionistas.

Já a Associação Brasileira de Investidores (Abradin), afirma que, em se concretizando, haverá potenciais ganhos em economia de escala, unificação de setores duplicados, volume que permitirá melhores negociações com fornecedores e um domínio do mercado que possibilitará melhores condições tarifárias pela redução da concorrência.

“Isso tudo é uma sinalização positiva para os investidores, mas justamente por esse último ponto, a operação deverá encontrar dificuldades de ser aprovada pelo CADE. A redução da concorrência com a formação de um gigante que deterá mais de 60% do mercado nacional pode ser prejudicial para a economia do país”, argumenta José Aurélio Valporto, presidente da [Abradin](#).

O analista da Star Desk comenta, inclusive, que é cedo para falar em OPA e que o acordo não vinculante deixa claro que as empresas serão mantidas independentes, não havendo a criação de uma terceira marca. “É improvável também que os órgãos de controle antitruste do Brasil liberem uma fusão completa, entregando 2/3 do mercado de aviação no país para uma só empresa. Vamos aguardar os próximos capítulos”, opina.