



Beto Nejme/Graut80.com

É com  
você,  
investidor

**Azul desiste do IPO,  
mas deixa a pista  
aberta para outras  
companhias que  
queiram lançar  
superpreferenciais.  
A fórmula, no  
entanto, traz riscos**

Por Bruna Maia Carrion



**A**zul causou burburinho nos últimos meses de 2013. Em outubro, teve seu registro de companhia aberta negado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o que a impediu de levar adiante uma oferta pública inicial de ações (IPO). Num momento em que o mercado de capitais anseia por novas companhias, todos se perguntaram o que a Azul teria feito de errado. A resposta é: nada. O motivo do banho de água fria estava no ineditismo da operação. A Superintendência de Relações com Empresas (SEP) da CVM não gostou da ideia de a companhia ofertar, em seu IPO, ações preferenciais (PNs) que pagariam dividendo 75 vezes maior que o das ordinárias. Na visão do órgão técnico, o desalinhamento entre interesses políticos e econômicos nesse caso vai de encontro ao que se tentou garantir com a reforma da Lei das S.As.,

em 2001. Em fevereiro, entretanto, uma reviravolta: o colegiado da CVM discordou do entendimento da SEP e deu sinal verde à ação especial. Mas fez questão de chamar atenção aos riscos que papéis desse tipo podem representar.

A Azul agora está livre para se tornar uma companhia aberta, embora, no fim de março, tenha cancelado o pedido de registro junto à CVM, devido às condições desfavoráveis do mercado.

### **Interesses acomodados**

A escolha da Azul por uma composição de capital tão diferente remete à constituição da empresa. Quando fundou a aérea em 2008, David Neeleman, atual CEO, exibia em seu currículo empreendimentos bem-sucedidos no setor, mais notadamente a americana JetBlue Airways. O bom histórico permitiu que atraísse investimentos de venture capital e, com eles, fundasse a Azul. Entre os que compraram a ideia estavam

os grupos nacionais Bozano e Águia Branca e os fundos internacionais das gestoras TPG Growth, Weston Presidio e Gávea Group.

Para abarcar as aplicações estrangeiras, Neeleman precisou criar uma estrutura de capital pouco tradicional. É que, de acordo com o Código Brasileiro de Aeronáutica (Lei 7.565, de 1986), os investidores de fora podem ter, no máximo, 20% do capital votante das empresas aéreas. A participação externa na Azul, contudo, seria bem superior a esse percentual. A solução foi investir por meio de preferenciais, mas nesse campo também há limites: a Lei das S.As. restringe o número de PNs a 50% do capital total.

Diante disso, a empresa construiu uma estrutura em que as ações sem direito a voto valem muito mais do que as ordinárias e recebem uma parcela do lucro proporcionalmente maior. De acordo com Sérgio Laclau Marques, sócio do

Veirano Advogados, escritório que assessorou a companhia na elaboração da engenharia societária, a disparidade entre o valor das ações preferenciais e o das ordinárias era, inicialmente, de 20 vezes. E foi aumentando com o tempo, devido a novos aportes de recursos (como o teto para emissão de PNs tinha sido atingido, eles inflavam o valor das ações), até alcançar o patamar atual. As preferenciais valem 75 vezes mais e têm direito a receber dividendos 75 vezes maiores. As injeções de capital foram destinadas, entre outras finalidades, para compras como a da empresa aérea Trip, em 2012.

A concepção da superpreferencial, portanto, esteve na gênese da companhia. Porém, se ela foi uma forma de obter recursos contornando as limitações legais, por outro lado concentrou muito poder nas mãos de David Neeleman, detentor das ações ordinárias. Ao aceitar essa situação, os acionistas estrangeiros mostraram a confiança depositada no fundador da Azul. “Se fosse outra pessoa, sem o mesmo histórico, dificilmente os investidores teriam aceitado”, diz uma fonte ouvida pela reportagem.

## Bom para quem?

A proposta não trazia nenhuma ilegalidade ao conferir a determinados acionistas muito mais vantagens econômicas do que aos outros. A Lei das S.As. prevê que as ações preferenciais ofereçam dividendo, no mínimo, 10% maiores que o das ordinárias — e não estabelece nenhum teto para esse benefício. A SEP, no entanto, não viu com bons olhos a intenção da companhia de ofertar publicamente ações PN com tamanha disparidade. Na opinião da

É plausível que o gordo dividendo oferecido pela superpreferencial resulte em nada: os controladores da Azul podem distribuir o mínimo e destinar boa parte dos lucros para reservas. A prática, porém, pode frustrar o investidor. Afinal, quem compra ações que se diferenciam pelos dividendos espera recebê-los

área técnica, o descasamento entre poder político e investimento econômico ia muito além do que a essência da lei previa, ao abrir espaço para diversos conflitos de interesse entre controladores e preferencialistas e contrariar o parágrafo 2º do artigo 15 da Lei das S.As., que limita as ações PN a 50% do total das ações emitidas. O percentual expresso pela lei, segundo a leitura da SEP, não se refere apenas à quantidade de ações, mas a sua representação econômica no capital.

O colegiado da CVM, composto na ocasião pelos diretores Luciana Dias, Ana Novaes e Roberto Antunes Fernandes, discordou da área técnica. Foi fiel à letra da lei, que fala em número de ações e não em participação no capital, e lembrou que o desalinhamento entre direitos políticos e econômicos já ocorre de outras formas. Por meio de estruturas piramidais, por exemplo, é possível deter o controle de uma companhia com pequena parcela do capital utilizando-se de uma cadeia de empresas. Diante disso, não haveria motivo para proibir o acesso da Azul ao mercado de capitais com suas PNs aditivadas.

O modelo da companhia aérea, todavia, traz riscos. Para começar, as ordinárias não estarão disponíveis no pregão, portanto não será possível ao investidor fazer arbitragem de preços entre duas espécies de ação — circunstância em que o investidor aposta na queda de uma e na alta de outra ao observar uma diferença anormal de preço entre elas. Operações de curto prazo como essa ajudam a fornecer liquidez ao mercado. É plausível também que o gordo dividendo oferecido pela superpreferencial resulte em nada: os controladores podem deci-

## Um conselho de Buffett



Nenhum dos analistas do setor aéreo procurados pela reportagem se arriscou a palpitar sobre as perspectivas para o negócio da Azul. Sabe-se, contudo, que é um segmento complicado. O megainvestidor americano Warren Buffett que o diga. Em 1989, adquiriu ações preferenciais da US Air atraído pelo crescimento da receita. Porém, as coisas não correram como ele esperava, e as ações caíram. Mesmo assim, conseguiu desinvestir com algum lucro, certo tempo depois, mas ganhando bem menos do que esperava. Por causa disso, lançou a célebre frase: “Como ficar milionário? Torne-se um bilionário e depois compre uma companhia aérea”. A ojeriza de Buffett pelo setor é tanta que, em 2013, na assembleia anual de sua Berkshire Hathaway, deixou claro que não quer voltar a se aventurar nele. Os custos são altos e as margens, pequenas. “Os investidores derramaram seu dinheiro em companhias aéreas e fabricantes do setor por cem anos, com resultados terríveis”, disse. O alerta poderia funcionar como um desincentivo às superpreferenciais da Azul, caso a oferta seja retomada futuramente.

(B. M. C.)

dir em assembleia distribuir o mínimo possível e destinar boa parte dos lucros para reservas, por exemplo. Essa prática, aliada à manutenção de um caixa polpu-do e a reinvestimentos, pode ser considerada boa para a empresa, mas há grandes chances de frustrar o investidor: afinal, quem compra ações que se diferenciam pelos dividendos espera recebê-los.

Em seu voto, a diretora da CVM, Ana Novaes, apontou um problema na redação do estatuto da Azul. O artigo 35 dispõe que o dividendo mínimo obrigatório será de 0,1% do saldo do lucro líquido (o que sobrar após a formação das reservas legal e de contingência); em seguida, declara com todas as letras que o montante remanescente será distribuído como dividendo. Sim, é isso mesmo: de acordo com Ana, a redação induz o acionista a erro ao fazê-lo acreditar que os 99,9% restantes serão distribuídos. Nada impede, entretanto, que o controlador decida reservar grande parte do lucro — o artigo 37 do estatuto prevê a retenção para reinvestimento, por exemplo. O colegiado da CVM recomendou que a SEP avalie se esse ponto satisfaz o artigo 202 da Lei das S.As., que dispõe sobre a distribuição de dividendos.

### Mais liberdade

A Azul não pretendia se listar apenas no Brasil, mas também nos Estados Unidos. Por isso, submeteu documentos à Securities and Exchange Commission (SEC) e à Nyse. Nenhuma delas viu problema na estrutura proposta pela companhia. “A cultura legal dos Estados Unidos é dar liberdade de acordo as partes e apenas ratificar o contrato”, explica Carla Passos, advogada do escritório Shearman & Sterling. A aérea

cogitou, inclusive, transferir sua sede e listar-se apenas nos Estados Unidos, caso as barreiras para listagem por aqui fossem intransponíveis.

Jean Arakawa, sócio do escritório Mattos Filho e um dos responsáveis pela confecção do estatuto social da Azul, considerou a decisão do colegiado importante para o mercado de capitais, ao mostrar que o regulador possui entendimento favorável à liberdade de associação. A possibilidade de adotar estruturas de capital alternativas se torna ainda mais valiosa à medida que novos modelos de venture capital chegam ao Brasil. Nazir Takieddine, sócio do Trench, Rossi e Watanabe, observa que as gestoras de private equity e venture capital brasileiras optam por interferir na gestão das companhias para torná-las mais produtivas antes de sua abertura de capital. Em outros países, destacadamente nos Estados Unidos, esse modelo divide espaço com acionistas menos interessados em interferir na administração e mais afeitos a simplesmente financiar uma pequena empresa que pode se valorizar rapidamente. Nessa situação, o poder de voto é pouco importante e muitos optam por investir via subscrição de ações preferenciais, que normalmente oferecem dividendos maiores e têm a vantagem de receber recursos antes dos ordinários na hipótese de liquidação da empresa.

É pouco provável que estruturas exatamente iguais surjam no curto prazo — há várias especificidades no caso da empresa de aviação. Entretanto, sua história deixa um convite a outras companhias que queiram explorar a versatilidade das ações preferenciais. 