

SMILES FIDELIDADE S.A.
CNPJ/MF nº 05.730.375/0001-20
NIRE 35.300.493.095
COMPANHIA ABERTA

**ATA DA ASSEMBLEIA GERAL EXTRAORDINÁRIA
REALIZADA EM 20 DE AGOSTO DE 2020**

- 1. DATA, HORA E LOCAL:** Aos 20 dias do mês de agosto de 2020, às 11:00 horas, na sede social da Smiles Fidelidade S.A. ("Companhia"), situada na Cidade de Barueri, Estado de São Paulo, na Alameda Rio Negro, n.º 585, Edifício Padauri, Bloco B, 2º andar, conjuntos 21 e 22, Alphaville, CEP 06454-000.
- 2. CONVOCAÇÃO E PUBLICAÇÕES:** O Edital de Convocação da presente Assembleia foi publicado nos dias 22, 23 e 24 de julho no jornal Valor Econômico, páginas C7, E3 e E9, respectivamente, e também nos dias 22, 23 e 24 de julho de 2020 no Diário Oficial do Estado de São Paulo, Caderno Empresarial, páginas 35, 26 e 46, respectivamente.
- 3. PRESENCAS:** Participaram da Assembleia Geral Extraordinária acionistas representando 65,486% (sessenta e cinco vírgula quatrocentos e oitenta e seis por cento) do capital social votante da Companhia, conforme assinaturas constantes do Livro de Registro de Presença de Acionistas da Companhia, constatando-se, dessa forma, a existência de quórum de instalação da presente Assembleia.
- 4. MESA:** Presidente: Ivo Waisberg; Secretário: Hiram Pagano.
- 5. ORDEM DO DIA:** Deliberar sobre a eventual propositura de ação de responsabilidade civil, nos termos do artigo 159 da Lei nº 6.404, de 1976, conforme alterada ("Lei das Sociedades por Ações"), em face dos membros da Diretoria da Companhia que celebraram o 13º e o 14º contratos de compra antecipada de passagens aéreas com a Gol Linhas Aéreas S.A. ("GLA").
- 6. DELIBERAÇÕES:** Instalada a Assembleia Geral Extraordinária, após a discussão da matéria da ordem do dia, os acionistas presentes deliberaram o quanto segue:

6.1 Iniciada a discussão, acionistas minoritários arguíram o impedimento de voto da Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (“GLAI”) por suposta existência de conflito de interesses. Questionada sobre a sua posição, a mesa ponderou que, de acordo com o parecer jurídico da lavra do Prof. Nelson Eizirik contratado pela Companhia e entendimento do Colegiado da CVM, a avaliação sobre o hipotético conflito de interesses caberia ao próprio acionista. Assim, a mesa questionou a representante da GLAI se ele considerava que haveria algum conflito que o obrigasse a se abster de votar nas deliberações apontadas pelos acionistas minoritários. Obtida a resposta negativa do representante da GLAI, a mesa registrou que não identificava uma hipótese evidente de conflito ou uma violação manifesta da lei que lhe autorizasse a impedir o voto da referida acionista e, portanto, prosseguiu à votação. Posta em deliberação, foi reprovada, por maioria dos acionistas presentes que manifestaram seus votos, registrados os demais votos, bem como os protestos de acionistas minoritários (Anexo II), conforme Anexo I à presente ata, a propositura de ação de responsabilidade, nos termos do art. 159 da Lei das Sociedades por Ações em face dos membros da Diretoria da Companhia que celebraram o 13º e o 14º contratos de compra antecipada de passagens aéreas com a GLAI.

7. MANIFESTAÇÕES DE VOTO: Foram recebidas e rubricadas pelo Secretário da Mesa as manifestações de voto dos acionistas, as quais seguem anexas à presente ata e ficam arquivadas na sede da Companhia.

8. ENCERRAMENTO: Nada mais havendo a tratar e inexistindo qualquer outra manifestação, foram encerrados os trabalhos, lavrando-se a presente ata na forma de sumário, e que poderá ser publicada com omissão das assinaturas dos acionistas presentes, conforme o disposto no Artigo 130 da Lei das S.A., a qual foi lida, achada conforme e assinada.

Barueri, 20 de agosto de 2020.

Mesa:

Ivo Waisberg
Presidente

Hiram Pagano
Secretário

Acionistas Presentes:

| N. | Acionista | Procuradores |
|----|--|------------------------------------|
| 1 | GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A. | Luiz Octávio Duarte Lopes |
| 2 | MIRAE ASSET MULTIMERCADO MACRO STRATEGY FUNDO DE INVESTIMENTO | Felipe de Souza Queiroz Pascowitch |
| 3 | MIRAE ASSET IBOVESPA ATIVO GOLD FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES | |
| 4 | MIRAE ASSET IBOVESPA ATIVO FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES | |
| 5 | MIRAE ASSET DISCOVERY AÇÕES DIVIDENDOS FUNDO DE INVESTIMENTO | |
| 6 | ARGUCIA INCOME FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES | Raphael Manhães Martins |
| 7 | SPARTA FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES - BDR NÍVEL I | |
| 8 | ARGUCIA ENDOWMENT FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO | |
| 9 | DUST FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES - BDR NÍVEL I | |
| 10 | ARGUCIA QUARK FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO | |
| 11 | MISSOURI EDUCATION PENSION TRUST | Ricardo José Martins Gimenez |
| 12 | PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM OF OHIO | |
| 13 | ROBECO CAPITAL GROWTH FUNDS | |
| 14 | VANGUARD EMERGING MARKETS STOCK INDEX FUND | |
| 15 | VANGUARD TOTAL INTERNATIONAL STOCK INDEX FUND, A SERIES OF VANGUARD STAR FUNDS | |
| 16 | ARROWSTREET INTERNATIONAL EQUITY EAFE ALPHA EXTENSION CIT | |
| 17 | BEST INVESTMENT CORPORATION | |
| 18 | ACADIAN EMERGING MARKETS SMALL CAP EQUITY FUND LLC | |
| 19 | AJO EMERGING MARKETS SMALL-CAP FUND, LTD. | |
| 20 | AMERICAN CENTURY ETF TRUST - AVANTIS EMERGING MARKETS EQUITY ETF | |

| N. | Acionista | Procuradores |
|----|---|------------------------------|
| 21 | AMERICAN CENTURY ETF TRUST - AVANTIS EMERGING MARKETS EQUITY FUND | Ricardo José Martins Gimenez |
| 22 | ARROWSTREET (CANADA) GLOBAL ALL-COUNTRY FUND I | |
| 23 | ARROWSTREET (CANADA) INTERNATIONAL DEVELOPED MARKET EX US ALPHA EXTENSION FUND II | |
| 24 | ARROWSTREET CAPITAL GLOBAL ALL COUNTRY ALPHA EXTENSION FUND (CAYMAN) LIMITED | |
| 25 | ARROWSTREET CAPITAL GLOBAL EQUITY ALPHA EXTENSION FUND LIMITED | |
| 26 | ARROWSTREET US GROUP TRUST | |
| 27 | ARROWSTREET WORLD SMALL CAP EQUITY ALPHA EXTENSION FUND (CAYMAN) LIMITED | |
| 28 | CALIFORNIA PUBLIC EMPLOYEES' RETIREMENT SYSTEM | |
| 29 | CATERPILLAR INC. MASTER RETIREMENT TRUST | |
| 30 | CATERPILLAR INVESTMENT TRUST | |
| 31 | CITY OF NEW YORK GROUP TRUST | |
| 32 | COLLEGE RETIREMENT EQUITIES FUND | |
| 33 | FIRST TRUST EMERGING MARKETS SMALL CAP ALPHADDEX FUND | |
| 34 | GMAM INVESTMENT FUNDS TRUST | |
| 35 | GRANDEUR PEAK GLOBAL CONTRARIAN FUND | |
| 36 | IBM 401(K) PLUS PLAN | |
| 37 | INTERNATIONAL BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT, A T F S R P A T/RET STAFF BEN PLAN AND TRUST | |
| 38 | JAPAN TRUSTEE SERVICES BANK, LTD. RE: SMTB AXA IM EMERGING SMALL CAP EQUITY MOTHER FUND | |
| 39 | KAISER FOUNDATION HOSPITALS | |
| 40 | KAISER PERMANENTE GROUP TRUST | |
| 41 | LOCKHEED MARTIN CORPORATION MASTER RETIREMENT TRUST | |

| N. | Acionista | Procuradores |
|----|--|------------------------------|
| 42 | LOS ANGELES COUNTY EMPLOYEES RETIREMENT ASSOCIATION | Ricardo José Martins Gimenez |
| 43 | MERCER QIF FUND PLC | |
| 44 | MIRABAUD - EQUITIES GLOBAL EMERGING MARKETS | |
| 45 | MISSOURI LOCAL GOVERNMENT EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM | |
| 46 | NORGES BANK | |
| 47 | OPSEU PENSION PLAN TRUST FUND | |
| 48 | OREGON PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM | |
| 49 | PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM OF MISSISSIPPI | |
| 50 | ROCHE U.S. RETIREMENT PLANS MASTER TRUST | |
| 51 | ROTHKO EMERGING MARKETS ALL CAP EQUITY FUND, L.P. | |
| 52 | SEGALL BRYANT & HAMILL COLLECTIVE INVESTMENT TRUST | |
| 53 | SPDR S&P EMERGING MARKETS SMALL CAP ETF | |
| 54 | SSGA SPDR ETFS EUROPE I PLC | |
| 55 | STATE STREET EMERGING MARKETS SMALL CAP ACTIVE SECURITIES LENDING QIB COMMON TRUST FUND | |
| 56 | STATE STREET GLOBAL ADVISORS LUXEMBOURG SICAV- STATE STREET EMERGING MARKETS SMALL CAP EQUITY FUND | |
| 57 | STATE STREET GLOBAL ADVISORS TRUST COMPANY INVESTMENT FUNDS FOR TAX EXEMPT RETIREMENT PLANS | |
| 58 | STATE STREET GLOBAL ADVISORS TRUST COMPANY INVESTMENT FUNDS FOR TAX EXEMPT RETIREMENT PLANS - STATE STREET MSCI EMERGING MARKETS SMALL CAP INDEX SECURITIES LENDING FUND | |
| 59 | STATE STREET MSCI EMERGING MARKETS SMALL CAP INDEX NON-LENDING COMMON TRUST FUND | |
| 60 | SUNSUPER SUPERANNUATION FUND | |
| 61 | TEACHERS' RETIREMENT SYSTEM OF THE STATE OF ILLINOIS | |

| N. | Acionista | Procuradores |
|----|---|------------------------------|
| 62 | THE BOEING COMPANY EMPLOYEE SAVINGS PLANS MASTER TRUST | Ricardo José Martins Gimenez |
| 63 | UTAH STATE RETIREMENT SYSTEMS | |
| 64 | VANECK VECTORS BRAZIL SMALL- CAP ETF | |
| 65 | VANGUARD INVESTMENTS FUNDS ICVC-VANGUARD FTSE GLOBAL ALL CAP INDEX FUND | |
| 66 | VIRGINIA RETIREMENT SYSTEM | |
| 67 | WASHINGTON STATE INVESTMENT BOARD | |
| 68 | WISDOMTREE EMERGING MARKETS DIVIDEND INDEX ETF | |
| 69 | WISDOMTREE EMERGING MARKETS HIGH DIVIDEND FUND | |
| 70 | WISDOMTREE EMERGING MARKETS SMALLCAP DIVIDEND FUND | |
| 71 | CENTAURO I FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO DE CRÉDITO PRIVADO INVESTIMENTO NO EXTERIOR LONGO PRAZO | Cesar Augusto Fagundes Verch |
| 72 | SAMBA THETA FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO | |
| 73 | RAPIER T FUNDO DE MULTIMERCADO | |
| 74 | CSHG SUPRASSUMO FIA - IE | Vladimir Joelsas Timermam |
| 75 | WILMA FI MULTIMERCADO CREDITO PRIVADO IE | Cesar Augusto Fagundes Verch |
| 76 | VICENTE DALVO CAMILLO NETO | - |
| 77 | FÁBIO LEMOS DE OLIVEIRA | - |
| 78 | ALFREDO SÉRGIO LAZZARESCHI NETO | - |
| 79 | GROWTH - FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO - CREDITO PRIVADO | Cesar Augusto Fagundes Verch |
| 80 | NHL FIM CP INESTIMENTO NO EXTERIOR | |

| N. | Acionista | Procuradores |
|-----|--|------------------------------|
| 81 | FZR FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO INVES | Cesar Augusto Fagundes Verch |
| 82 | FSR FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO CREDITO PRIVADO INVES | |
| 83 | CORUJA AZUL FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO CREDITO PRIVADO | |
| 84 | SINERGY FIM CP IE | |
| 85 | ETOILE FI MULTIMERCADO CRED PRIVADO INVESTIMENTO NO EXTERIOR | |
| 86 | IU CONFIANÇA FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO | |
| 87 | LELI FIM CREDITO PRIVADO INESTIMENTO NO EXTERIOR | |
| 88 | STS FIM CREDITO PRIVADO INVESTIMENTO NO EXTERIOR | |
| 89 | SERENDIPITY FIM CREDITO PRIVADO INVESTIMENTO NO EXTERIOR | |
| 90 | SAINT GERMAIN FIM CP INVESTIMENTO NO EXTERIOR | |
| 91 | ICATU SEG ALPHA PREVIDENCIARIO FIM CP | |
| 92 | CINCO ESTRELAS FIM CRED PRIV INVEST EXTERIOR | |
| 93 | BETA F FIM CP IE | |
| 94 | LIGHT BLUE FIM CRED PRIV IE | |
| 95 | MCMS FIM CRED PRIV IE | |
| 96 | ZEHAVA FIM CP IE | |
| 97 | CARCASSONNE FIM CREDITO PRIVADO IE | |
| 98 | RED FIM CP IE | |
| 99 | KKVV FIM CREDITO PRIVADO IE | |
| 100 | SAINT MALO FIM CP IE | |
| 101 | GENEBRA FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO CP IE | Cesar Augusto Fagundes Verch |
| 102 | AJSP1 FUNDO DE INVESTIMENTO EM ACOES INVESTIMENTO NO EXTERIOR | |
| 103 | DEZEMBRO FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS FIM | |

| N. | Acionista | Procuradores |
|-----|---------------------------------|--------------|
| 104 | COLORADO FIM CREDITO PRIVADO IE | |

*_*_*

SMILES FIDELIDADE S.A.
CNPJ/MF nº 05.730.375/0001-20
NIRE 35.300.493.095
COMPANHIA ABERTA

**ANEXO I À ATA DA ASSEMBLEIA GERAL EXTRAORDINÁRIA
REALIZADA EM 20 DE AGOSTO DE 2020**

| ITEM DA ATA DA AGE | APROVAÇÕES | REJEIÇÕES | ABSTENÇÕES |
|-------------------------------|----------------------|-----------------------|-------------------|
| 6.1 | 8.767.536 10,783% | 72.142.502 88,728% | 397.000 0,488% |

*_*_*

SMILES FIDELIDADE S.A.
CNPJ/MF nº 05.730.375/0001-20
NIRE 35.300.493.095
COMPANHIA ABERTA

**ANEXO II À ATA DA ASSEMBLEIA GERAL EXTRAORDINÁRIA
REALIZADA EM 20 DE AGOSTO DE 2020**

**Assembleia Geral Extraordinária de 20 de agosto de 2020 Smiles Fidelidade S.A.
Manifestação de Voto**

Prezado Sr. Presidente da Assembleia Geral

Em relação às matérias submetidas à deliberação pelos acionistas da Smiles Fidelidade S.A. ("Smiles" ou "Companhia") constantes da ordem do dia, na qualidade de acionistas minoritários, votamos pela **aprovação da totalidade das matérias propostas**, destacando, abaixo, apenas parte dos motivos que nortearam os votos.

Em primeiro lugar, a não concessão de desconto equivalente ao custo de captação de dívida da controladora, Gol, conforme é comprovado pela Nota Técnica emitida em 19/08/2020, de autoria de Carlos Heitor Campani (anexo 1), determina a ocorrência de violação ao artigo 16, ii), (ii), do Estatuto Social da Companhia, na celebração pelos diretores do 13º e 14º contratos de compra antecipada de passagens, sem prévia análise e aprovação pelo Comitê Independente e pelo Conselho de Administração da Companhia. Tal circunstância cominou vício de invalidade às operações, devido ao fato de terem os diretores incorrido em excesso/desvio dos poderes a eles conferidos pelo Estatuto Social da Companhia e, ainda, por ter tido como contraparte a própria controladora que sabia (ou deveria saber) da limitação de poderes dos diretores.

Afora a violação do Estatuto Social praticada pela diretoria (art. 158, II, Lei SAs), as operações celebradas mostraram-se lesivas aos interesses da Companhia, por terem bases não comutativas e não refletirem condições de mercado quanto às taxas de juros que seriam oferecidas à Controladora em operações de crédito. Tal circunstância configura violação a diversos deveres impostos pela Lei das SAs aos Diretores, entre os quais, os deveres de diligência e lealdade para com os interesses da Companhia (art. 153, 154, § 1º, 155 e 245 da Lei SAs).

À luz do artigo 142, III e VI, da Lei das SAs, era da competência e o dever dos membros do Conselho de Administração, entre outros, exercer fiscalização sobre a atuação dos diretores no contexto da 13ª e 14ª operações de adiantamento a fornecedor (controladora), zelando para que fosse cumprido o procedimento de governança exigido pelo Estatuto Social [artigo 16, ii), (ii), §§ 1º e 2º] para o caso de operações entre partes relacionadas, inclusive se manifestando previamente sobre tais contratos.

Não tendo os membros do Conselho de Administração atuado em observância aos deveres a eles cometidos pelo Estatuto Social e pela Lei das SAs, incorreram estes, por sua omissão, na hipótese de responsabilização pelos prejuízos suportados pela Companhia prevista no artigo 158, § 1º, e 245 da Lei das SAs.

Por fim, registram os acionistas que a administração da Companhia divulgou ao mercado, em 04/02/2020, a proposta da administração acerca da ordem do dia da assembleia geral extraordinária convocada para deliberação sobre a proposta de reorganização societária da Companhia que seria realizada 05/03/2020. No que toca às despesas relacionadas ao processo de reorganização societária, estas foram as informações divulgadas pela administração da Companhia ao mercado através do formulário emitido em atendimento ao Anexo 20-A, da Instrução CVM 481/09:

b. Custos

As administrações da GOL e da GLA estimam que os custos de realização da Reorganização serão, para essas companhias, em conjunto, aproximadamente, RS72.6000.000.00, incluídas as despesas com publicações, auditores, avaliadores, advogados e demais profissionais contratados para assessoria na Reorganização.

1

A administração da SMILES estima que os custos de realização da Reorganização serão, para a SMILES, aproximadamente, RS6.100.000.00, incluídas as despesas com publicações, auditores, avaliadores, advogados e demais profissionais contratados para assessoria na Reorganização.



**Assembleia Geral Extraordinária de 20 de agosto de 2020 Smiles Fidelidade S.A.
Manifestação de Voto**

Como se vê, a estimativa de despesas que seriam incorridas caso a operação fosse aprovada pelos acionistas das respectivas companhias e efetivamente consumada totalizaria R\$ 78,7 milhões, dos quais caberiam à Smiles custos estimados em R\$ 6,1 milhões.

Ocorre, todavia, que, após a não instalação da assembleia geral extraordinária convocada para 05/03/2020 por falta de quórum, o processo de reorganização societária foi cancelado, conforme comunicado pela Companhia através de fato relevante publicado em 13/03/2020.

Assim, era de se supor, obviamente, que não haveria ou seriam diminutas as despesas relacionadas ao processo de reorganização societária em comparação às informações prestadas através do formulário emitido em atendimento ao Anexo 20-A, da Instrução CVM 481/09, mormente pelo fato de que, a teor do fato relevante publicado pela Controladora em 09/12/2019, “os termos e condições da Reorganização (...) não serão objeto de negociação com a administração da Smiles” e “não haverá formação de comitê especial independente, na forma prevista no Parecer de Orientação CVM nº 35/2008”.

Entretanto, com a divulgação do formulário ITR relativo ao 1º trimestre, a administração da Companhia divulgou ao mercado as seguintes informações:

| Despesas Operacionais (R\$ milhões) | 1T20 | 4T19 | 1T19 | 1T20 vs. 4T19 (%) | 1T20 vs. 1T19 (%) |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|-------------------|-------------------|
| Despesas operacionais | (68,8) | (10,6) | (57,7) | 549,1% | 19,2% |
| Despesas comerciais | (33,3) | (33,3) | (28,2) | 0,00% | 18,1% |
| Despesas administrativas | (39,0) | (23,9) | (30,4) | 63,2% | 28,3% |
| Outras despesas/receitas | 3,5 | 46,6 | 0,9 | -92,5% | 288,9% |

Despesas operacionais: As despesas operacionais no 1T20 aumentaram, expressivamente, quando comparadas ao 4T19 e, 19,2% versus 1T19. Entretanto, se excluíssemos o impacto não-recorrente de R\$ 46,6 milhões contabilizados no 4T19 (provenientes do reconhecimento de créditos de insumos gastos nos últimos 5 anos, antes caracterizado como despesa administrativa), o aumento das despesas operacionais no trimestre teria sido de 20,3%.

O acréscimo foi, em grande parte, ocasionado pelas despesas administrativas, que evoluíram 63,2% no trimestre e 28,3% versus o 1T19. Tais despesas compreenderam a contratação de consultorias, basicamente *advisors* financeiros e jurídicos externos ligados ao processo de reorganização societária. No caso das despesas comerciais, estas se mantiveram relativamente estáveis no trimestre, mas aumentaram 18,1% em comparação ao 1T19, em parte devido a gastos com a infraestrutura na Smiles Argentina, além de campanhas de marketing associadas a alguns produtos como o Cartão Smiles Co-branded.

Com efeito, de acordo com as informações registradas pela administração da Companhia no ITR, as despesas administrativas no primeiro trimestre de 2020 teriam tido um incremento de cerca de **R\$ 15 milhões**, que, nas palavras da administração, “compreenderam a contratação de consultorias, basicamente *advisors* financeiros e jurídicos externos ligados ao processo de reorganização societária”, o que, considerando que a reorganização societária foi cancelada, representou **o dispêndio pela Companhia superior a 146% em relação aos custos estimados registrados no formulário emitido em atendimento ao Anexo 20-A, da Instrução CVM 481/09.**

Além disso, pela análise do formulário ITR da Controladora relativo ao 1º trimestre de 2020

**Assembleia Geral Extraordinária de 20 de agosto de 2020 Smiles Fidelidade S.A.
Manifestação de Voto**

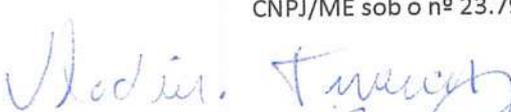
não há registro de despesas relacionadas ao processo de reorganização societária. Tal circunstância constitui evidência de que a administração da Companhia realizou acordos com os *advisors* financeiros e jurídicos, assumindo a Smiles mais do que o dobro das despesas previstas que seriam despendidas com tais serviços para a **consumação** da operação, desonerando, assim, a Controladora de tais obrigações, embora, pela proporção informada no formulário emitido em atendimento ao Anexo 20-A, da Instrução CVM 481/09, devesse ela suportar 92,25% de tais despesas.

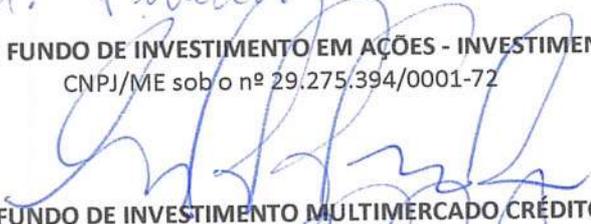
Diante do exposto, ante as ilegalidades e irregularidades acima relacionadas, sem prejuízo de outras que estão igualmente presentes, os acionistas minoritários votam pela:

- a) Não ratificação (invalidez) do 13º e 14º contratos de compras antecipadas de passagens, devendo a administração providenciar junto à controladora o ressarcimento/renegociação quanto aos termos e condições não comutativos originalmente previstos;
- b) Aprovam que a administração da Companhia diligencie junto à controladora para que sejam ressarcidos os custos imputados à Companhia, sem causa legítima, relativamente às despesas com *advisors* financeiros e jurídicos ligados externos ligados ao processo de reorganização societária;
- c) Aprovam a propositura de ação de responsabilidade contra os diretores da Companhia que firmaram o 13º e 14º contrato de compra antecipada de passagens, para ressarcimento quanto aos prejuízos causados à Companhia; e
- d) Aprovam a propositura de ação de responsabilidade contra os conselheiros de administração que se omitiram e foram coniventes com as práticas desempenhadas pela diretoria no que toca às compras antecipadas de passagem e às despesas com *advisors* relativas ao processo de reorganização societária.

Barueri, 20 de agosto de 2020.


SAMBA THETA FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
CNPJ/ME sob o nº 23.799.268/0001-30


CSHG SUPRASSUMO FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES - INVESTIMENTO NO EXTERIOR
CNPJ/ME sob o nº 29.275.394/0001-72


CENTAURO I FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO
INVESTIMENTO NO EXTERIOR LONGO PRAZO
CNPJ/ME sob o nº 07.667.580/0001-14


RAPIER T FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
CNPJ/ME 25.108.749/0001-88



NOTA TÉCNICA

Sobre operações de
compra antecipada de
passagens aéreas pela
Smiles perante a Gol

CHC Treinamento e Consultoria

Prof. Carlos Heitor Campani, Ph.D.
www.carlosheitorcampani.com



Handwritten signature in blue ink, consisting of a large, stylized initial 'C' followed by 'H' and 'C'.

Remetente: vtimerman@gmail.com
Transmissão Data/Hora: Thu, 20 Aug 2020 07:56:37 -0300
Recepção Data/Hora: 2020.08.20 08:01:14
Assunto: Nota Técnica_Prof Carlos Heitor Campani.pdf
Ficheiros anexados: Nota Técnica_Prof Carlos Heitor Campani.pdf

1. INTRODUÇÃO

Eu, Carlos Heitor Campani, Professor de Finanças com minicurrículo em anexo¹, fui solicitado a responder, de forma objetiva e embasada, os questionamentos abaixo. Tais questionamentos versam sobre operações de compra antecipada de passagens pela *Smiles* perante a companhia aérea Gol. Em março, houve adiantamento de compra de passagens aéreas no valor total de R\$ 425 milhões, ao passo que em julho, o total em adiantamento de compra de passagens aéreas foi de R\$ 1,2 bilhões.

Cabe citar que não sou investidor de nenhuma das empresas e não tenho nenhum interesse além de responder às perguntas de forma competente, técnica e respeitando-se a boa teoria de Finanças. Importantíssimo ressaltar que algumas respostas dependem de dados e/ou de premissas. Quando precisei utilizar qualquer tipo de dado de mercado, sempre indicarei a seguir a fonte de forma absolutamente transparente. Quando precisei construir premissas, me baseei sempre no bom senso e no respeito absoluto à teoria econômico-financeira, deixando-as igualmente claras e precisas nas respostas abaixo. Quando diante de diferentes alternativas, procurei ser realista com viés conservador, ou seja, adotei premissas a fim de tornar as conclusões desta Nota Técnica ainda mais robustas.

Este documento não tem caráter opinativo, mas sim técnico por se basear em teorias consistentes e modelos econômico-financeiros aceitos e utilizados pelo mercado internacional e brasileiro. As perguntas que me foram feitas seguem abaixo, com minhas respostas.

2. PERGUNTAS E RESPOSTAS

A. Quais os benefícios para a Gol na captação mais recente de R\$ 1,2 bilhões em julho, referente a adiantamento de compra de passagens aéreas pela *Smiles*?

No meu entendimento, percebo os benefícios diretos abaixo:

- i. Reforçar sua estrutura financeira em um período extremamente difícil, onde a empresa sofre com iliquidez (falta de caixa) em consequência da drástica redução da demanda no setor aéreo (fruto dos efeitos da pandemia).
- ii. O fato de a empresa poder amortizar (isto é, pagar) a dívida não com caixa (dinheiro), mas sim com seus serviços, ou seja, com passagens aéreas. Isto se traduz em benefício porque é reconhecido que o setor aéreo trabalha com uma ociosidade inerente, ou seja, não são todos

¹ Meu currículo completo pode ser encontrado aqui: <https://www.carlosheitorcampani.com/sobre>.

os voos que lotam. É notório que esta ociosidade aumentou sob os efeitos da pandemia. Além disso, como em qualquer negócio, a venda de serviços incorpora lucro. A soma desses dois fatores (venda de um espaço ocioso com lucro natural do serviço vendido) resulta, em última instância, em um pagamento de fato menor que a dívida, ou seja, menor que o montante em caixa tomado pela companhia (R\$ 1,2 bilhões).

- iii. Outro importante benefício auferido pela Gol foi ter obtido este montante a uma taxa de juros subsidiada, ou seja, menor que se a empresa tomasse empréstimo pelas usuais linhas de crédito no mercado. Isso significa menos juros pagos à contraparte, traduzindo-se em benefício financeiro direto e evidente.

Pelas documentações às quais tive acesso, não fica claro se a *Smiles* tem ou não uma data limite para a utilização de tal crédito. Fala-se apenas que haverá “garantia de um inventário promocional substancial de bilhetes para a *Smiles* até junho de 2023” (trecho retirado do documento público “Release de resultados 2T20” da *Smiles*, datado de 28 de julho de 2020²). Caso haja alguma data limite (como por exemplo julho de 2023), existe chance real da *Smiles* não conseguir utilizar todo esse crédito, se tornando este um benefício adicional para a Gol.

B. Porque podemos afirmar que a taxa negociada, 115% do CDI, é subsidiada?

Uma taxa de juros deve sempre refletir o risco daquela operação: quanto maior o risco, maior a taxa de juros que deve ser cobrada. A menor taxa de juros no Brasil é a taxa que o Governo Federal toma dinheiro emprestado no mercado, taxa essa conhecida como taxa Selic (taxa básica do mercado, comumente denominada nos livros como “taxa livre de risco”). No mercado brasileiro, o CDI é normalmente utilizado como proxy para esta taxa básica (ou seja, livre de risco), em substituição à Selic, por representar um mercado bastante líquido e ter um histórico muitíssimo semelhante à taxa Selic (as pequeníssimas diferenças observadas ao longo da história são totalmente desprezíveis tendo em vista os objetivos desta Nota Técnica). A título ilustrativo, em 11 de agosto de 2020, ambas as taxas Selic e CDI eram iguais a 1,90% ao ano.

A partir daí, modelos econômico-financeiros calculam o prêmio de risco (também conhecido como *spread* de risco). Um ponto relevante é que todos os modelos para cálculo de taxas de juros em operações de risco tomam o prêmio de risco somado à taxa básica do mercado, o que se traduz fundamental para garantir que este prêmio seja calculado de forma adequada independentemente do

² Este documento pode ser encontrado neste link, disponibilizado pela *Smiles*: <http://ri.smiles.com.br/>. Acesso em 12/08/20.

nível da taxa básica de juros daquela economia (e isso ficará claro ao longo da explicação contida no parágrafo a seguir):

$$\text{Taxa_de_Juros} = \text{Taxa_básica} + \text{Prêmio_de_risco}$$

Não obstante, o mercado comumente compara a taxa final assim obtida com o CDI, expressando-a como um fator (percentual) deste. Um exemplo é do caso em tela: ao expressar a taxa de juros como 115% do CDI, torna-se simples interpretar 100% do CDI como a taxa básica da economia e 15% do CDI como o prêmio de risco.

Entretanto, cabe ressaltar que nenhum modelo conceitual de taxa é linear no CDI, ou seja, proporcional ao CDI. Isto pois 115% do CDI quando este é igual a 10% representa um prêmio de risco igual a 1,5% ao ano, enquanto 115% do CDI com este igual a 1,90% significa um prêmio muito menor, de apenas 0,285% ao ano. Por outro lado, sabemos que em algumas ocasiões (principalmente diante de condições econômicas estáveis), contratos são estabelecidos como um fator do CDI mas não é demais ressaltar que tal formulação expõe as partes a um risco totalmente desnecessário: o credor arrisca receber um prêmio de risco diminuto caso haja uma queda brusca da taxa básica de juros, enquanto o tomador do empréstimo arrisca pagar um prêmio de risco inadequadamente alto caso a taxa básica aumente muito. Frise-se: desconheço modelos teóricos na literatura internacional e nacional que justifiquem um prêmio de risco proporcional à taxa livre de risco.

O cálculo do prêmio de risco para operações de crédito se correlaciona com a probabilidade da empresa devedora não ter capacidade de pagamento conforme acordado. E essa probabilidade é uma variável latente, ou seja, sabemos que ela existe de fato, mas não a observamos. Com isso, sempre haverá incerteza quanto ao valor do prêmio de risco justo de mercado.

Mesmo reconhecendo que tal incerteza existe, a experiência nos permite reconhecer disparidades. Um exemplo simples ilustrativo: apesar de haver boa dose de incerteza quanto à temperatura na cidade do Rio de Janeiro em um ano a partir de hoje, podemos afirmar com convicção absoluta que tal temperatura não será de -20 ou +60 graus Celsius. Da mesma maneira, tendo por base minha experiência acadêmica e profissional, posso afirmar que o prêmio de risco da operação em tela é subsidiado, ou seja, significativamente abaixo da taxa de juros que a Gol obteria no mercado, junto a uma instituição financeira ou através de títulos de dívida. Vamos agora a esse ponto.

Convém dizer que, neste momento da análise, não podemos tomar por base o CDI atual de 1,90% ao ano: esta taxa reflete o curtíssimo prazo. Para nossos objetivos, importa a projeção atual do CDI para o prazo médio da operação. Para tanto, precisamos estipular o prazo médio da operação, que deve em rigor ser ponderado pelo fluxo de pagamentos da dívida (nesse caso: pelo fluxo de passagens emitidas

pela *Smiles*). Pelas informações públicas disponíveis às quais a minha pesquisa conseguiu alcançar, por um lado, faltam informações, como por exemplo: há um prazo pré-estabelecido para emissão dessas passagens? A *Smiles* pode emitir passagens desse acordo em detrimento de outras compras antecipadas, tendo em vista que ainda há estoque anterior de compras antecipadas?

Além da falta de informações, ainda há bastante incerteza quanto à capacidade da *Smiles* em emitir passagens aéreas nos próximos meses e até anos, incerteza essa fruto da pandemia e do consequente isolamento social ao qual estamos limitados. Ademais, o “novo normal quando tudo isso passar” ainda é muito obscuro e há opiniões desde “tudo voltará ao normal” até “as pessoas viajarão muito menos” por conta da popularização de ferramentas virtuais de aproximação social.

Não obstante a enorme incerteza quanto ao fluxo de pagamento (i.e., fluxo de emissão de passagens da *Smiles* junto à Gol referentes a esse contrato de R\$ 1,2 bilhões), precisamos estimar algum fluxo para podermos avançar com respostas. Para tal, tomaremos como base um fluxo contínuo de emissão de passagens até esgotamento desse estoque (R\$ 1,2 bilhões) na data explicitada no “Release de resultados 2T20” da *Smiles*: junho de 2023. Para maior clareza, tomaremos como fluxo de pagamento do crédito antecipado os seguintes valores: R\$ 200 milhões neste segundo semestre de 2020, R\$ 400 milhões em 2021 e em 2022, culminando com R\$ 200 milhões no primeiro semestre de 2023. Pela análise de emissão de passagens pela *Smiles* antes da pandemia e considerando-se que a pandemia ainda não passou, frise-se que esta premissa soa, no mínimo, realista frente aos desafios que esta pandemia impõe e continuará imponto ao setor aéreo. Não posso negar a possibilidade real de a *Smiles* não lograr êxito no consumo deste crédito nesta velocidade e até 2023 (some-se a isto o estoque de passagens antecipadas à Gol já existente e anterior a esta emissão³).

De acordo com informações acessadas online (fonte: B3⁴), o mercado em 11 de agosto de 2020 negociava a taxa CDI para pouco menos de 3 anos (de hoje até junho de 2023) em torno de 4,6% ao ano. Para dar robustez a esse valor, no mesmo dia, os títulos pré-fixados Tesouro Selic negociavam para o mesmo prazo também a 4,6% ao ano (fonte: Anbima⁵). Com isso, seguiremos com este valor como proxy para a taxa básica, dada a premissa de fluxo contínuo até 2023.

Em consequência, o prêmio de risco (15% do CDI) está estimado pelo mercado para o prazo em tela como 0,69% ao ano. Tal prêmio de risco, em condições normais de mercado, já seria extremamente baixo para uma companhia aérea brasileira e afirmo isso justificando que nenhum modelo econômico-financeiro competente e bem utilizado seria capaz de demonstrá-lo. Se ainda considerarmos o momento atual, onde companhias aéreas foram atingidas no cerne de seu negócio e várias pelo mundo

³ Conforme afirmado anteriormente neste documento, eu não consegui identificar se a *Smiles* possui realmente a opção de escolher créditos recentes e manter créditos anteriores. Caso o contrato a obrigue ao sistema PEPS (“Primeiro a Entrar, Primeiro a Sair”), isso dificulta ainda mais a realização do fluxo explicitado.

⁴ Acesso em 12/08/20: <http://www2.bmf.com.br/pages/portal/bmfbovespa/boletim1/TxRef1.asp?Data=10/08/2020&Data1=20200810&slcTaxas=PRE>.

⁵ Acesso em 12/08/20: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/curvas-de-juros-fechamento.htm.

estão publicamente com sérias dificuldades financeiras, tal prêmio de risco soa inacreditável, de forma que não tenho dúvidas em afirmar se tratar de uma taxa de juros subsidiada (ou seja, muito abaixo da taxa que a Gol tomaria no mercado).

A título ilustrativo, o website do reconhecido Prof. Aswath Damodaran, da New York University, famoso por manter um acervo histórico de diversos dados de mercado, indica um prêmio de risco para dívidas de companhias aéreas em média ao redor de 3,5% ao ano em dólar⁶ (diferença entre custo médio da dívida no setor e a taxa livre de risco). Para converter esta taxa para nossa moeda, conforme a boa teoria, precisamos adicionar o spread de inflação anual esperada em reais e em dólares. De acordo com dados do *Federal Reserve* norte-americano⁷, a expectativa de inflação nos EUA até 2023 é de 2,0% ao ano. De acordo com o Relatório de Inflação do Banco Central do Brasil de junho de 2020⁸, a expectativa de inflação no Brasil até 2023 é de 3,5% ao ano. Isso indica um ajuste inflacionário de 1,5% ao ano, resultando em algo próximo de 5,0% ao ano como prêmio de risco em moeda nacional. Note que esses 5% são bem superiores aos 0,69%, confirmando a conclusão desta última se tratar de uma taxa subsidiada.

Entretanto, para um cálculo mais preciso e alinhado à atualidade, faz-se mister considerar o presente momento do setor aéreo brasileiro, já comentado e notoriamente enfrentando dificuldades e muita incerteza. Como o prêmio de risco depende desses fatores, resta claro que mesmo os 5% ao ano, calculados a partir de dados históricos e pré-pandêmicos do Prof. Damodaran, subestimam o prêmio de risco atual do custo da dívida da Gol.

C. A Gol hoje possui títulos de dívida? Qual a taxa de juros que tais títulos estão pagando atualmente caso um investidor decida comprar tais títulos e se tornar um credor da Gol?

Sim, a Gol possui títulos de dívida no mercado. Consegui identificar ao menos dois títulos de dívida com prazos os mais próximos possíveis da operação analisada, a saber: *Gol Exchangeable Senior Notes* (vencimento: 2024) e *Gol Senior Notes* (vencimento: 2025). Em pesquisa ao provedor de dados Bloomberg, realizada em 14 de agosto de 2020, identifiquei ambos os títulos e, a seguir, divido nesta Nota Técnica os prints de tela com as informações sobre eles nesta data.

⁶ Dado calculado em 14/08/20 a partir de planilha disponibilizada aqui: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/waccemerg.xls>. Para se chegar ao valor apresentado no texto, deve-se inserir na célula D11 da planilha o custo do CDS brasileiro, que mede o risco Brasil acima do risco norte-americano. Neste link (<http://www.worldgovernmentbonds.com/cds-historical-data/brazil/5-years/>), tal valor era de 2,2% ao ano em dado coletado em 14/08/2020. Para se chegar ao prêmio de risco, subtraímos o valor obtido na célula G22 ("Air Transport": 5,5%) da inflação norte-americana projetada e indicada no texto (2,0% ao ano).

⁷ Acesso em 14/08/20: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm>.

⁸ Acesso em 14/08/20: <https://www.bcb.gov.br/contenidos/relatorioinflacao/202006/n202006p.pdf>.

| 25) Tít conversível | | 26) Descrição do ativo-objeto | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|------------------|---|----------|------------|------------|-------------|--|------|----|-------|-----|------|------------------|-------|------|-----------|---------|------------|---------|----------|--------|------------|----------|----------|---------|---------|---------|-------|----------|-----------|--------|------|------|------|----|
| <p>GOLLBZ 3 3/4 07/15/24 \$ 52.228 - .010 51.968 / 52.489 23.038 / 22.725 Às 8:00 -- X -- Source BVAL</p> | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| <p>GOLLBZ 3 3/4 07/15/24 C Config Opções Pág 1/12 Descrição do Ativo: Conversível 94) Sem notas 95) Compra 96) Venda</p> | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| <p>Páginas</p> <ul style="list-style-type: none"> 11) Info título 12) Info adic 13) Reg/Imp 14) Cláusulas 15) Fiadores 16) Ratings 17) Identificadores 18) Bolsas 19) Partes env 20) Taxas, restr 21) Calendário 22) Cupons <p>Links rápidos</p> <ul style="list-style-type: none"> 32) ALLQ Precificação 33) QRD Resumo cot 34) TDH Hist negoc 35) CACS Atos corp 36) CF Prospectus 37) CN Notícias ativ 38) HDS Titulares 39) OVCV Avaliação 66) Enviar título | | <p>Informações do emissor</p> <p>Nome GOL EQUITY FINANCE SA Industry Linhas aéreas (BCLASS)</p> <p>Informação do conversível</p> <table border="1"> <tr> <td>Merc emiss</td> <td>Euro-dólar</td> <td>Conversível</td> <td></td> </tr> <tr> <td>País</td> <td>LU</td> <td>Moeda</td> <td>USD</td> </tr> <tr> <td>Rank</td> <td>Sem garantia ...</td> <td>Série</td> <td>REGS</td> </tr> <tr> <td>Coef conv</td> <td>49.3827</td> <td>Preço conv</td> <td>20.2500</td> </tr> <tr> <td>Tkr ação</td> <td>GOL US</td> <td>Preço ação</td> <td>6.650000</td> </tr> <tr> <td>Paridade</td> <td>32.8395</td> <td>Premium</td> <td>59.8350</td> </tr> <tr> <td>Cupom</td> <td>3.750000</td> <td>Prêm inic</td> <td>35.000</td> </tr> <tr> <td>Tipo</td> <td>Fixo</td> <td>Freq</td> <td>Sm</td> </tr> </table> <p>Data de precificação 03/22/2019 Data 1o. cupom 07/15/2019 Conversível até 07/11/2024 Matur 07/15/2024</p> <p>\$45MM OPT GREENSHOE. CVR INTO ADS- EACH REPRESENTING 2 SHRS OF PFD STOCK OF GOL LINHAS AEREAS INTELLIGENTES SA.</p> | | Merc emiss | Euro-dólar | Conversível | | País | LU | Moeda | USD | Rank | Sem garantia ... | Série | REGS | Coef conv | 49.3827 | Preço conv | 20.2500 | Tkr ação | GOL US | Preço ação | 6.650000 | Paridade | 32.8395 | Premium | 59.8350 | Cupom | 3.750000 | Prêm inic | 35.000 | Tipo | Fixo | Freq | Sm |
| Merc emiss | Euro-dólar | Conversível | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| País | LU | Moeda | USD | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rank | Sem garantia ... | Série | REGS | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Coef conv | 49.3827 | Preço conv | 20.2500 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tkr ação | GOL US | Preço ação | 6.650000 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Paridade | 32.8395 | Premium | 59.8350 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Cupom | 3.750000 | Prêm inic | 35.000 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tipo | Fixo | Freq | Sm | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| <p>Funções sugeridas</p> <p>GP Gráfico de ativos e estudos técnicos</p> | | <p>Identificadores</p> <p>ID AX8444132 ISIN USL4441GAA87 FIGI BBG00NPW0313</p> <p>Ratings do título</p> <p>Moody's Caa2</p> <p>Emissão e negociação</p> <p>Vlr Agr emitido/Em circ USD 425,000.00 (M) / USD 425,000.00 (M)</p> <p>Quantidade mín/incremento 100,000.00 / 1,000.00</p> <p>Valor par 1,000.00 Book Runner JOINT LEADS Divulgado Trace</p> <p>BVAL Avaliação Bloomberg</p> | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

| 25) Descrição do título | | 26) Descrição do emissor | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|------------------|--|----------|-----------|------------|--|--|------|----|-------|-----|------|------------------|-------|------|-------|----------|------|--|---------|----|--|--|------|--------|----------|----------|-------|------------|--|--|
| <p>GOLLBZ 7 01/31/25 \$ 53.592 + .105 Yld 24.786 Às 11:16 Source BMRK</p> | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| <p>GOLLBZ 7 01/31/25 Cor Config Opções Pág 1/12 Descrição do Ativo: Título 94) Sem notas 95) Compra 96) Venda</p> | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| <p>Páginas</p> <ul style="list-style-type: none"> 11) Info título 12) Info adic 13) Reg/Imp 14) Cláusulas 15) Fiadores 16) Ratings 17) Identificadores 18) Bolsas 19) Partes env 20) Taxas, restr 21) Calendário 22) Cupons <p>Links rápidos</p> <ul style="list-style-type: none"> 32) ALLQ Precificação 33) QRD Resumo cot 34) TDH Hist negoc 35) CACS Atos corp 36) CF Prospectus 37) CN Notícias ativ 38) HDS Titulares 66) Enviar título | | <p>Informações do emissor</p> <p>Nome GOL FINANCE SA Industry Linhas aéreas (BCLASS)</p> <p>Informações do ativo</p> <table border="1"> <tr> <td>Merc e...</td> <td>Euro-dólar</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>País</td> <td>LU</td> <td>Moeda</td> <td>USD</td> </tr> <tr> <td>Rank</td> <td>Sem garantia ...</td> <td>Série</td> <td>REGS</td> </tr> <tr> <td>Cupom</td> <td>7.000000</td> <td>Fixo</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Freq cp</td> <td>Sm</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Dias</td> <td>30/360</td> <td>Prç emis</td> <td>98.60400</td> </tr> <tr> <td>Matur</td> <td>01/31/2025</td> <td></td> <td></td> </tr> </table> <p>CALL 01/31/22@103.50 Iss Yield 7.250 Tipo cál (1) STREET CONVENTION Data de precificação 12/06/2017 Data acum dos juros 12/11/2017 Data 1a. liquidação 12/11/2017 Data 1o. cupom 07/31/2018</p> | | Merc e... | Euro-dólar | | | País | LU | Moeda | USD | Rank | Sem garantia ... | Série | REGS | Cupom | 7.000000 | Fixo | | Freq cp | Sm | | | Dias | 30/360 | Prç emis | 98.60400 | Matur | 01/31/2025 | | |
| Merc e... | Euro-dólar | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| País | LU | Moeda | USD | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rank | Sem garantia ... | Série | REGS | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Cupom | 7.000000 | Fixo | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Freq cp | Sm | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Dias | 30/360 | Prç emis | 98.60400 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Matur | 01/31/2025 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| <p>Funções sugeridas</p> <p>CRPR Ratings de crédito de um emissor de divi...</p> | | <p>Identificadores</p> <p>ID AQ3211598 ISIN USL4441RAA43 FIGI BBG00JF71K82</p> <p>Ratings do título</p> <p>S&P CCC- + Fitch B- + Composite CCC</p> <p>Emissão e negociação</p> <p>Vlr Agr emitido/Em circ USD 650,000.00 (M) / USD 650,000.00 (M)</p> <p>Quantidade mín/incremento 10,000.00 / 1,000.00</p> <p>Valor par 1,000.00 Book Runner JOINT LEADS Divulgado Trace</p> <p>TDH Histórico de negociação de título</p> | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

Note que não podemos confundir o cupom pago pelo título com a taxa de juros requerida pelo mercado. O cupom é definido pela companhia no ato de lançamento do título, sendo constante até o vencimento. Ele serve como referência de cálculo para os repagamentos periódicos antes do

vencimento. Por sua vez, a taxa de juros requerida pelo mercado é negociada diariamente e representada pelo *yield* (rentabilidade) do título. É esta taxa que representa a melhor estimativa do que os credores consideram justo receber dado o risco da companhia. Esta taxa emerge da relação natural entre oferta e demanda no mercado, entre credores compradores e credores vendedores do título.

Pelas figuras acima, nota-se que a taxa de juros do primeiro título está entre 22,725% e 23,038% ao ano (*bid-ask spread*), enquanto o segundo título paga atualmente um juro de 24,786% ao investidor. Frise-se que estas taxas são garantidas até os respectivos vencimentos dos títulos (15/07/2024 e 31/01/2025), desde que a companhia obviamente honre seus compromissos de pagamentos. A expectativa atual de insolvência da Gol é o que pressiona essas taxas a patamares mais elevados que outrora (como por exemplo, antes da pandemia).

Lembro que estes títulos estão no mercado internacional, portanto dolarizados. Portanto, faz-se necessário converter as taxas acima para nossa moeda. Tal ajuste, conforme explicado na resposta ao item anterior, é estimado em acréscimo de 1,5%⁹, de forma que as taxas de juros dos títulos, em reais, seriam da ordem de 25% a 27% ao ano até o vencimento.

D. Qual o valor financeiro que a operação traz para a Gol em benefício a valor presente?

Como os benefícios (i) e (ii) expostos na resposta à pergunta A são de muito difícil avaliação e faltariam dados para tal cálculo, concentrar-me-ei na avaliação do benefício (iii). Utilizando-se da boa teoria de *Valuation*, o valor gerado por um financiamento subsidiado nasce da diferença entre a taxa de juros que será paga para a taxa de juros que a empresa pagaria no mercado, não fosse o subsídio.

Manteremos a premissa de fluxo mencionada na pergunta anterior, ou seja, de que os R\$ 1,2 bilhões serão integralmente consumidos pela *Smiles* até 2023, de forma que R\$ 400 milhões em passagens aéreas sejam emitidas a cada um ano. Para o cálculo dos juros que seriam pagos anualmente pela Gol ao emitir novos títulos no mercado com prazo semelhante a 2023, tomei por base a taxa média do intervalo indicado na resposta anterior: 26% ao ano. Para a expectativa de juros que serão efetivamente pagos pela Gol, seguindo o raciocínio da resposta à pergunta B, utilizei a taxa de 5,3% (115% x 4,6%) ao ano.

Com essas premissas, a tabela abaixo indica o cálculo dos valores referentes ao benefício da taxa subsidiada oferecida pela *Smiles* para a Gol: R\$ 207 milhões daqui a um ano, R\$ 124 milhões daqui a

⁹ Lembre-se que a conta correta não se dá pela simples soma de 1,5%, mas sim pelo efeito Fisher para ajuste inflacionário. Na prática, os fatores devem ser multiplicados. Como exemplo ilustrativo, 1,5% de *spread* sobre uma taxa de 20% resultaria no cálculo: $1,20 \times 1,015 = 1,218$ indicando uma taxa final de 21,8%.

dois anos e R\$ 41 milhões daqui a 3 anos. Devemos então trazer esses valores a presente. Para tal, sempre respeitando-se a boa teoria, utilizei como taxa de desconto a taxa de 26% a.a. correspondente ao risco Gol. Um cálculo incorreto, que não raramente vejo no mercado, seria utilizar a taxa subsidiada (5,3%): esse cálculo inflaria o valor presente do benefício de maneira falaciosa. Com cálculos corretos, o benefício quantificado a valor presente resulta em cerca de R\$ 295 milhões.

| | (A) Estoque Inicial | (B) Consumo | (C) = (A) - (B) Estoque Final | (D) = [(A) + (C)] / 2 Estoque Médio no Ano | (E) Taxa de Juros Subsidiados | (F) = (D) x (E) Valor Pago de Juros | (G) Taxa de Juros de Mercado | (H) = (D) x (G) Valor Teórico de Juros | (I) = (H) - (F) Valor do Benefício |
|-----------------------------------|------------------------|----------------|----------------------------------|---|----------------------------------|--|---------------------------------|---|---------------------------------------|
| 2020 (2º Sem) - 2021 (1º Sem.) | R\$ 1.200.00 | R\$ 400.00 | R\$ 800.00 | R\$ 1.000.00 | 5.30% | R\$ 53.00 | 26.0% | R\$ 260.00 | R\$ 207.00 |
| 2021 (2º Sem) - 2022 (1º Sem.) | R\$ 800.00 | R\$ 400.00 | R\$ 400.00 | R\$ 600.00 | 5.30% | R\$ 31.80 | 26.0% | R\$ 156.00 | R\$ 124.20 |
| 2022 (2º Sem) - 2023 (1º Sem.) | R\$ 400.00 | R\$ 400.00 | R\$ 0.00 | R\$ 200.00 | 5.30% | R\$ 10.60 | 26.0% | R\$ 52.00 | R\$ 41.40 |
| Obs. Valores em milhões de reais. | | | | | | | | VALOR PRESENTE GOL: | R\$ 295.46 |

O cálculo do valor presente acima se deu matematicamente da maneira abaixo, onde consideramos os fluxos em seus pontos médios no tempo (o que explica os expoentes fracionados pelo efeito meio ano):

$$R\$ 295 = \frac{R\$ 207}{(1 + 26\%)^{0,5}} + \frac{R\$ 124,2}{(1 + 26\%)^{1,5}} + \frac{R\$ 41,4}{(1 + 26\%)^{2,5}}$$

E. Quais os benefícios para a Smiles no adiantamento mais recente referente à compra antecipada de passagens aéreas no valor de R\$ 1,2 bilhões em julho?

Segundo o fato relevante emitido pela própria Smiles no dia 6 de julho de 2020¹⁰, são eles:

- i. A aquisição de passagens na tarifa padrão pelo restante de 2020 com um desconto médio de 11% sobre o preço atualmente exercido entre as partes no âmbito dos contratos operacionais; e
- ii. Garantia, até 30 de junho de 2023, de um inventário mínimo de passagens na tarifa promocional correspondente a um percentual mínimo considerável e fixo do total de passagens resgatadas pelos clientes Smiles. Acredita-se que o prazo de concessão desse benefício acelerará tanto o consumo das passagens anteriormente adquiridas e ainda não utilizadas, quanto os créditos para passagens adquiridos no contexto da operação¹¹.

¹⁰ Este documento pode ser encontrado neste link, disponibilizado pela Smiles: http://n.smiles.com.br/conteudo_pt.asp?idOrna=0&conta=28&tipo=63050. Acesso em 14/08/20.

¹¹ Mais adiante, no mesmo FR de 06/07/20, o documento cita outros 3 pontos "assegurados na negociação" que não indicam, ao menos claramente, benefícios econômico-financeiros para uma ou outra parte, mas sim tratativas para melhor geração de valor para ambas as companhias a partir da relação comercial que elas mantêm. Um dos itens inclusive se autodeclara como "benefícios não quantificáveis". Diante disso, parece bastante razoável assumir que tais pontos preservam a comutatividade, fazendo com que esta Nota Técnica foque nos benefícios mensuráveis para uma parte em detrimento da outra.

O item (ii) acima, ao melhor da interpretação, não indica um benefício econômico financeiro direto, já que a disponibilização de mais passagens em tarifas mais baratas não se reflete em mais receitas para a *Smiles*, mas apenas funciona como estímulo para que ela consiga emitir todo o montante de R\$ 1,2 bilhões até 2023. Como esta condição já está sendo considerada nesta Nota Técnica, ao prever sucesso na emissão integral dos R\$ 1,2 bilhões em passagens aéreas até esta data, tal ponto já está devidamente incorporado nesta análise.

Na tabela da pergunta anterior, mantendo as premissas, no período 2020-21 (isto é, meados de 2020 a meados de 2021), o total de passagens emitidas seria da ordem de R\$ 400 milhões. A hipótese de emissão ainda em 2020 de metade desse valor soa bastante desafiadora, tendo em vista o atual momento de isolamento social (pandemia) ao qual estamos submetidos. Mas como essa Nota Técnica objetiva chegar a conclusões imparciais e seguras, assumiremos que este será o montante emitido até o final de 2020. Com isso, torna-se fácil calcular o benefício financeiro até o final deste ano para a *Smiles*, a saber, 11% de R\$ 200 milhões = R\$ 22 milhões¹².

F. Qual o valor financeiro que a operação traz para a *Smiles* em benefício a valor presente?

Conforme indicado na resposta à pergunta anterior, estima-se que o benefício financeiro que a *Smiles* terá com o desconto de 11% até o final de 2020 não seja maior do que R\$ 22 milhões.

G. Com base nas respostas acima, é possível afirmar que houve comutatividade entre ambas as companhias Gol e *Smiles* na operação de R\$ 1,2 bilhões ocorrida em julho?

Dado que não há indícios (ao menos claros e diretos) de que os benefícios qualitativos não tenham sido comutativos (ou seja, não há benefício claro de uma parte em detrimento da outra), resta-nos comparar os valores calculados nas respostas às perguntas D e F. Dado que o benefício unilateral auferido pela Gol foi da ordem de R\$ 295 milhões a valor presente e que o benefício unilateral da *Smiles* foi da ordem de apenas R\$ 22 milhões, resta concluir que **não houve comutatividade na operação de compra antecipada de passagens da Gol pela *Smiles* em julho.**

Não obstante os valores calculados serem razoavelmente distantes, sabemos que um *Valuation* não decorre de ciência exata por conta das premissas necessárias para qualquer tipo de cálculo de valor, onde sempre valoramos algo com olhar futuro e, então, naturalmente munido de incertezas.

¹² Observe que o desconto pelo valor do dinheiro no tempo foi desconsiderado por estarmos lidando com um período muito curto. Esta singela aproximação, frise-se, apenas reforça as conclusões às quais esta Nota Técnica chega, pois acaba por superestimar o benefício da *Smiles*.

Na academia, estamos acostumados a lidar com a incerteza. E para dar robustez e reduzir incertezas em conclusões de trabalhos acadêmicos, duas estratégias precisam se fazer presentes. Primeiramente, as premissas devem sempre ser razoáveis, justificáveis e jamais tendenciosas: isto foi rigorosamente seguido ao longo desta Nota Técnica.

Em segundo lugar, devemos fazer testes de robustez do resultado. As duas premissas mais importantes da análise aqui desenvolvida dizem respeito à taxa de juros que a Gol conseguiria captar no mercado atual e o fluxo de passagens que a *Smiles* poderá emitir ao longo do tempo. Variando essas duas premissas, devemos observar a diferença entre os valores dos benefícios unilaterais auferidos pela Gol e pela *Smiles*. Se esta diferença rondar o valor nulo, há indícios de comutatividade, enfraquecendo a conclusão obtida acima. Por outro lado, se essa diferença permanecer positiva mesmo em casos extremos, a incerteza da conclusão acima se reduz substancialmente.

Na tabela abaixo, analisamos o valor diferencial dos benefícios com uma ampla variação da taxa de captação da Gol no mercado de crédito e com um fluxo ainda mais agressivo, onde a *Smiles* conseguiria emitir R\$ 600 milhões em passagens aéreas por ano, consumindo todo seu adiantamento no meio de 2022. Notemos que quanto mais alongado for esse fluxo, mais exacerbado fica o benefício unilateral da Gol frente ao benefício unilateral da *Smiles*, por isso os cálculos abaixo trabalharam com um fluxo ainda mais favorável para a *Smiles*, funcionando como um teste de estresse.

| Taxa de Juros Gol | Emissão de R\$ 400 M Por Ano | Emissão de R\$ 600 M Por Ano |
|-------------------|------------------------------|------------------------------|
| 9% | R\$ 38.91 | R\$ 8.65 |
| 10% | R\$ 54.66 | R\$ 19.55 |
| 11% | R\$ 70.13 | R\$ 30.31 |
| 12% | R\$ 85.32 | R\$ 40.94 |
| 13% | R\$ 100.24 | R\$ 51.42 |
| 14% | R\$ 114.91 | R\$ 61.78 |
| 15% | R\$ 129.32 | R\$ 72.00 |
| 16% | R\$ 143.50 | R\$ 82.11 |
| 17% | R\$ 157.44 | R\$ 92.08 |
| 18% | R\$ 171.15 | R\$ 101.95 |
| 19% | R\$ 184.65 | R\$ 111.69 |
| 20% | R\$ 197.93 | R\$ 121.32 |
| 21% | R\$ 211.00 | R\$ 130.84 |
| 22% | R\$ 223.87 | R\$ 140.25 |
| 23% | R\$ 236.54 | R\$ 149.56 |
| 24% | R\$ 249.03 | R\$ 158.77 |
| 25% | R\$ 261.33 | R\$ 167.87 |
| 26% | R\$ 273.46 | R\$ 176.88 |

Obs. Valores em milhões de reais.

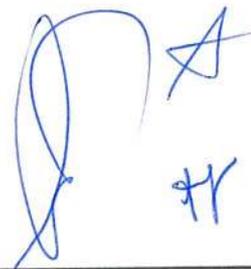
O intervalo para a taxa iniciou em 9% ao ano, número que justifico da maneira que segue. Lembremos que, conforme mostrei antes, o CDI para 3 anos gira próximo a 4,6% ao ano. O prêmio de risco calculado com dados do Prof. Damodaran na economia pré-pandemia (num cenário que dificilmente voltará a ser realista, ao menos no curto prazo) foi estimado em 5,0% ao ano. Só aí teríamos algo próximo de 10% ao ano, de forma que 9% pode ser considerada uma taxa bastante atraente para a Gol e que dificilmente esta conseguiria no mercado de crédito atualmente.

Pela leitura da tabela, salta aos olhos a robustez da conclusão anterior pois em nenhum caso o valor se torna negativo. Mesmo trabalhando com taxas de juros a partir de 9% e com a premissa de que a *Smiles* conseguirá emitir R\$ 600 milhões de passagens por ano (a partir de hoje!), extinguindo o crédito em dois anos, o benefício unilateral da Gol superaria o benefício unilateral da *Smiles* em R\$ 8,65 milhões.

Diante do exposto e de acordo com todo o raciocínio desenvolvido, resta-me concluir que a conclusão de que não houve comutatividade é robusta. A análise acima demonstra que a Gol logrou êxito em fechar um contrato em que recebe maior benefício financeiro que sua contraparte, a *Smiles*.

H. Prof. Carlos Heitor Campani: nas suas respostas acima, para não deixar nenhum resquício de dúvida, o senhor trabalhou com um cenário no qual a *Smiles* conseguiria emitir passagens decorrentes dessa compra antecipada (no valor de R\$ 1,2 bilhões) imediatamente. Entretanto, sabe-se que a *Smiles* ainda possui um saldo relevante remanescente de compras antecipadas anteriores (totalizando, conjuntamente à emissão de julho, cerca de R\$ 2,4 bilhões). Considere desta vez, por gentileza, um sistema PEPS ("Primeiro a Entrar, Primeiro a Sair"), onde os saldos anteriores seriam utilizados antes. Em consequência, considere que esse crédito de R\$ 1,2 bilhões só seja utilizado a partir do segundo semestre de 2022. Por outro lado, considere desta vez um fluxo de R\$ 400 milhões por semestre, ou seja, ainda mais desafiador que anteriormente. Desta maneira, temos em tela um cenário no qual a *Smiles* conseguirá utilizar esse crédito de R\$ 1,2 bilhões da seguinte forma: R\$ 400 milhões no segundo semestre de 2022 e R\$ 800 milhões ao longo de 2023. Com base nessa nova premissa de fluxo de emissão de passagens, você poderia refazer o cálculo acerca da falta de comutatividade na operação de julho de 2020? Lembra-se que sobre o saldo de compras antecipadas realizadas antes de julho de 2020, não está previsto o desconto de 11%.

Com esta nova premissa de fluxo de emissão de passagens pela *Smiles*, temos a tabela de fluxo e cálculo do benefício unilateral da Gol conforme abaixo:



| | (A) | (B) | (C) = (A) - (B) | (D) = [(A) + (C)] / 2 | (E) | (F) = (D) x (E) | (G) | (H) = (D) x (G) | (I) = (H) - (F) | Tempo | Valor |
|--------------------------------|-----------------|------------|-----------------|--------------------------|---------------------------|---------------------|--------------------------|------------------------|--------------------|-------------|---------------------------------------|
| | Estoque Inicial | Consumo | Estoque Final | Estoque Médio no Período | Taxa de Juros Subsidiados | Valor Pago de Juros | Taxa de Juros de Mercado | Valor Teórico de Juros | Valor do Benefício | Considerado | Presente |
| 2020 (2º Sem) - 2021 (1º Sem.) | R\$ 1.200,00 | R\$ 0,00 | R\$ 1.200,00 | R\$ 1.200,00 | 5,30% | R\$ 63,60 | 26,0% | R\$ 312,00 | R\$ 248,40 | 0,5 | R\$ 221,29 |
| 2021 (2º Sem) - 2022 (1º Sem.) | R\$ 1.200,00 | R\$ 0,00 | R\$ 1.200,00 | R\$ 1.200,00 | 5,30% | R\$ 63,60 | 26,0% | R\$ 312,00 | R\$ 248,40 | 1,5 | R\$ 175,63 |
| 2022 (2º Sem.) | R\$ 1.200,00 | R\$ 400,00 | R\$ 800,00 | R\$ 1.000,00 | 2,62% | R\$ 26,16 | 12,2% | R\$ 122,50 | R\$ 96,34 | 2,25 | R\$ 57,28 |
| 2023 (1º Sem.) | R\$ 800,00 | R\$ 400,00 | R\$ 400,00 | R\$ 600,00 | 2,62% | R\$ 15,69 | 12,2% | R\$ 73,50 | R\$ 57,80 | 2,75 | R\$ 30,62 |
| 2023 (2º Sem.) | R\$ 400,00 | R\$ 400,00 | R\$ 0,00 | R\$ 200,00 | 2,62% | R\$ 5,23 | 12,2% | R\$ 24,50 | R\$ 19,27 | 3,25 | R\$ 9,09 |
| | | | | | | | | | | | VALOR PRESENTE GOL: R\$ 493,90 |

Obs. Valores em milhões de reais.

Na tabela acima, acrescentei as duas últimas colunas para efeito de clareza. No tempo considerado (penúltima coluna), tomou-se por base o ponto médio do intervalo temporal. Por exemplo, de julho de 2020 (data inicial) ao ponto médio do segundo semestre de 2023 (última linha), temos 3 anos e metade de um semestre, ou seja, 3,25 anos. Por sua vez, a última coluna faz a conta de valor presente do benefício calculado na coluna (I), considerando a taxa de 26% ao ano e o tempo explicitado na coluna anterior. E, por último, cabe a explicação sobre o ajuste nas taxas de juros a partir de 2022 (2º sem.) nas colunas (E) e (G): como o período neste caso é de apenas um semestre, as taxas devem ser traduzidas para o semestre, conforme cálculos abaixo.

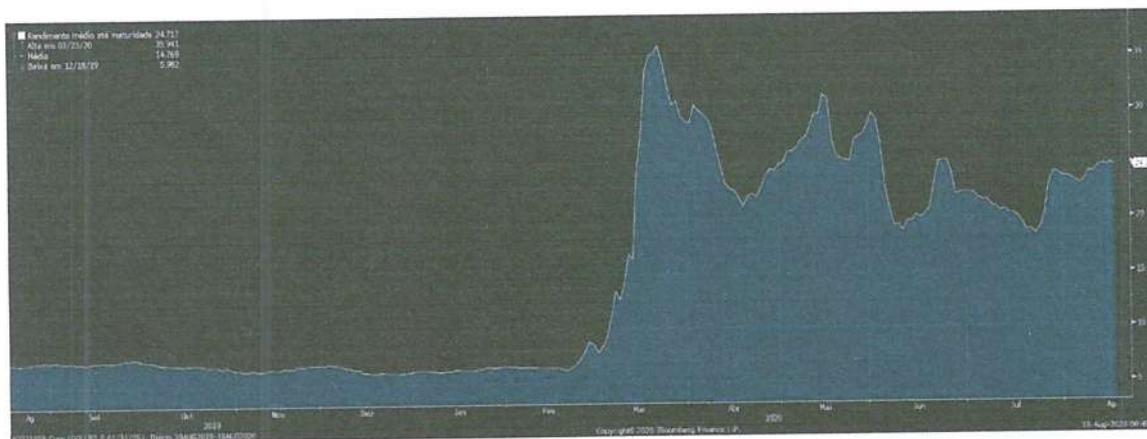
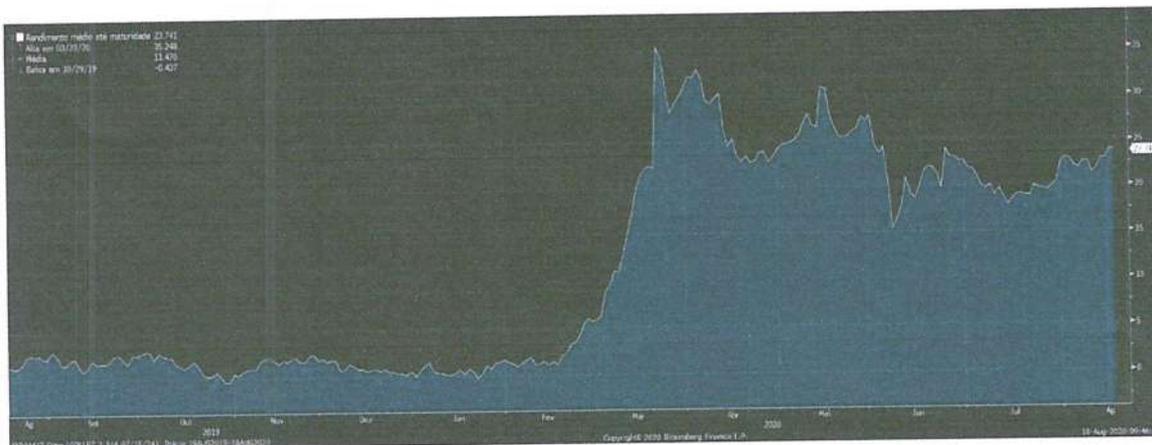
$$(1 + 5,3\%)^{0,5} = 1,0262 \rightarrow 2,62\% \text{ ao semestre}$$

$$(1 + 26\%)^{0,5} = 1,122 \rightarrow 12,2\% \text{ ao semestre}$$

Com isso, considerando-se que o desconto de 11% não será aplicado por não haver emissão desta antecipação agora em 2020, a falta de comutatividade exacerba-se neste cenário, atingindo o valor de R\$ 494 milhões para a operação de julho de 2020.

I. Qual a taxa de juros, em reais, que os títulos de crédito da Gol estavam pagando aos seus credores em 2 de março, em 10 de março e em 30 de junho de 2020? Com base nisso, o senhor pode afirmar que a taxa de 115% do CDI, mesmo à época de suas contratações, já estava abaixo da taxa de crédito da Gol no mercado?

Para responder a esta pergunta, recorro aos mesmos títulos que anteriormente: *Gol Exchangeable Senior Notes* (vencimento: 2024) e *Gol Senior Notes* (vencimento: 2025). A evolução das taxas requeridas pelo mercado até o vencimento dos títulos encontra-se nos gráficos abaixo, retirados da Bloomberg em 18 de agosto de 2020.



Pelas figuras acima, nota-se que a taxa de juros do primeiro título (2024) fica, em geral, menor que a taxa do segundo título (2025). Para efeito de robustez para esta resposta, considerarei a menor das taxas, ou seja, do título de 2024. Para as datas referidas na pergunta, este título era negociado no mercado sob as seguintes taxas de juros: 5,6% a.a. (2 de março), 10,9 % a.a. (10 de março) e 22,8% a.a. (30 de junho) – todas as taxas em dólar.

Da mesma forma que antes, faz-se necessário converter as taxas acima para nossa moeda. Tal ajuste, conforme já explicado, é estimado em acréscimo de 1,5% (pelo spread inflacionário das duas moedas), de forma que as taxas de juros acima seriam, em reais, da ordem de 7,2%, 12,6% e 24,6% ao ano. Mesmo considerando-se a expectativa de CDI no futuro, a taxa de juros esperada contratual que consegui estimar ficaria próxima a 5,3% ao ano.

Em consequência, concluo que a taxa contratada (115% do CDI) já tinha expectativa, nas três datas consideradas, abaixo da taxa requerida pelos credores da Gol no mercado internacional.

J. A valor presente, com base em taxas praticadas atualmente pelo mercado, quanto seria o valor do benefício auferido pela Gol frente à *Smiles* nos contratos de compras antecipadas assinados em março e que totalizaram R\$ 425 milhões? Houve comutatividade nestas operações? Para estes contratos, considere que não houve a contrapartida de desconto de 11% para emissão de passagens pela *Smiles*. Em consistência com o cenário apontado na pergunta H, considere que a *Smiles* conseguirá emitir esses R\$ 425 milhões em passagens ao longo do primeiro semestre de 2022, tendo em vista o estoque atual próximo de R\$ 800 milhões em compras antecipadas anteriores e o sistema PEPS ("Primeiro a Entrar, Primeiro a Sair")?

Dado que:

- A taxa de juros a pagar pela Gol é também igual a 115% do CDI (por hipótese que me foi passada e porque não consegui encontrar nenhum documento que indicasse algo em contrário);
- Desta vez não houve contrapartida de desconto (por hipótese que me foi passada e porque não consegui encontrar nenhum documento que indicasse algo em contrário);
- Exceto o item (a) acima, as condições gerais dessas compras antecipadas parecem não indicar nenhum benefício específico e unilateral (por hipótese que me foi passada e porque não consegui encontrar nenhum documento que indicasse algo em contrário); e
- Todo o exposto anteriormente nesta Nota Técnica;

Posso concluir, ainda com mais robustez, que não houve comutatividade, tendo a Gol auferido benefício unilateral em desproporção à contraparte.

Para o cálculo do valor presente do benefício, com base na taxa atual de mercado e mantendo as premissas explicitadas ao longo deste documento e na formulação da pergunta acima, a tabela abaixo mostra o passo-a-passo, com interpretações totalmente análogas à tabela da resposta à pergunta H (e, portanto, as mesmas explicações).

| | (A) | (B) | (C) = (A) - (B) | (D) = [(A) + (C)] / 2 | (E) | (F) = (D) x (E) | (G) | (H) = (D) x (G) | (I) = (H) - (F) | | |
|----------------|-----------------------------------|------------|-----------------|--------------------------|---------------------------|---------------------|--------------------------|------------------------|--------------------|---------------------|----------------|
| | Estoque Inicial | Consumo | Estoque Final | Estoque Médio no Período | Taxa de Juros Subsidiados | Valor Pago de Juros | Taxa de Juros de Mercado | Valor Teórico de Juros | Valor do Benefício | Tempo Considerado | Valor Presente |
| 2020-21 | R\$ 425.00 | R\$ 0.00 | R\$ 425.00 | R\$ 425.00 | 5.30% | R\$ 22.53 | 26.0% | R\$ 110.50 | R\$ 87.98 | 0.5 | R\$ 78.37 |
| 2021 (2º Sem.) | R\$ 425.00 | R\$ 0.00 | R\$ 425.00 | R\$ 425.00 | 2.62% | R\$ 11.12 | 12.2% | R\$ 52.06 | R\$ 40.94 | 1.25 | R\$ 30.67 |
| 2022 (1º Sem.) | R\$ 425.00 | R\$ 425.00 | R\$ 0.00 | R\$ 212.50 | 2.62% | R\$ 5.56 | 12.2% | R\$ 26.03 | R\$ 20.47 | 1.75 | R\$ 13.66 |
| | Obs. Valores em milhões de reais. | | | | | | | | GOL: | VALOR PRESENTE GOL: | R\$ 122.71 |

Conforme indicado acima, o benefício auferido pela Gol nas operações em março de compras antecipadas (no valor total de R\$ 425 milhões) pela *Smiles* pode ser precificado atualmente como próximo de R\$ 123 milhões.

K. Diante das respostas às perguntas H e J, e considerando as mesmas premissas, qual teria sido o valor, em moeda corrente, do benefício unilateral auferido pela Gol nas compras antecipadas efetuadas pela *Smiles* em março e em julho de 2020? É certo afirmar que tal valor mensura adequadamente a falta de comutatividade observada nessas operações?

A primeira parte da resposta é simples e decorre da soma dos valores obtidos nas respostas às perguntas H e J: R\$ 493,90 + R\$ 122,71 = R\$ 616,61 milhões.

Sim, julgo pertinente, diante das premissas estabelecidas, estabelecer o valor de R\$ 616,61 milhões como o valor, em moeda corrente, da falta de comutatividade observada nas operações de compras antecipadas da Gol pela *Smiles* em março e julho de 2020.

3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Reforço que todas as premissas que precisei formular no decorrer desta Nota Técnica foram escolhidas com a maior razoabilidade possível, com justificativa técnica e com o único intuito de responder adequadamente às respostas. No limite, pode-se argumentar por alguma premissa diferente, principalmente aquelas que fogem ao conceito técnico, mas o raciocínio lógico aqui desenvolvido é claro e irretocável.

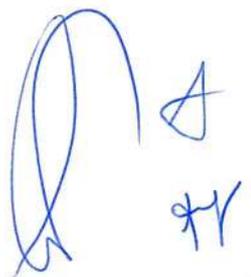
Diante disso, espero ter respondido as perguntas de forma clara e o mais preciso quanto possível. Procurei indicar todas as fontes de dados utilizados e me pautei sempre por fontes reconhecidas e fidedignas.

Portanto, assino e dou fé ao presente documento.

Rio de Janeiro, 19 de agosto de 2020.



Prof. Carlos Heitor Campani, Ph.D.
CHC Treinamento e Consultoria



ANEXO. MINICURRÍCULO

PROF. CARLOS HEITOR CAMPANI, Ph.D. (Responsável Técnico)

Ph.D. em Finanças pela EDHEC Business School (França) e Mestre em Administração pelo Instituto COPPEAD de Administração - UFRJ. Pós-Doc na Princeton University (USA). Professor concursado de Finanças do Instituto COPPEAD de Administração, da UFRJ, e Pesquisador Associado do Edhec-Risk Institute, França.

Seus interesses de pesquisa são: previdência pública e privada; estratégias ótimas de alocação de recursos e de consumo; precificação de ativos; avaliação de projetos; derivativos e análise de risco; opções reais; finanças empíricas e comportamentais; simulação; e finanças pessoais.

Carlos Heitor Campani já deu cursos para diversas instituições tais como EDHEC Business School na França, Londres e em Cingapura, International University of Monaco e Pittsburgh University. Ele também atua como consultor, tendo já trabalhado com empresas tais como Vale, Banco Plural PetroRio, TIM, Brasilprev, Leggio, Grupo Zayd, Light, Investidor Profissional, SENAC, Dufry, Riotur, Laep Investments, Racional Empreendimentos, Concer, Souza Cruz, Rio Quality, Soltec, Reit Securitizadora, Fenaprevi, Transportes Carvalho, Gaudio e Nasser Sociedade de Advogados, Iguá Saneamento, Fapes e BNDES, dentre outras que exigiram sigilo.

Carlos Heitor Campani é autor de mais de 35 artigos acadêmicos publicados (e 20 por publicar!), sendo bolsista da ENAP (Escola Nacional de Administração Pública), da ENS (Escola de Negócios e Seguros), do CNPq e da FAPERJ. Ele ainda desenvolve pesquisas em colaboração com a CVM e com a Brasilprev.

Para mais informações (inclusive o seu currículo completo): www.carlosheitorcampani.com.



Assembleia Geral Extraordinária de 20 de agosto de 2020 Smiles Fidelidade S.A.
Protesto

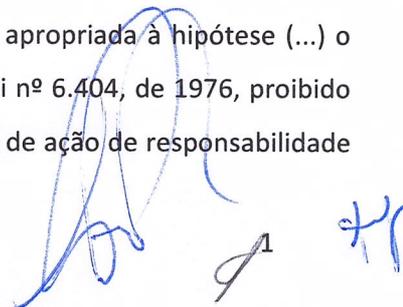
Prezado Sr. Presidente da Assembleia Geral

Os acionistas abaixo assinados protestam contra:

A) o fato de a Mesa ter dividido a assembleia em duas, como se fossem convocações distintas. A convocação realizada pelos acionistas deixa muito claro que se trata de complementação da ordem do dia da assembleia convocada pelo conselho de administração. Trata-se de complementação porque o conselho de administração ilegalmente indeferiu o pedido de convocação formulado pelos acionistas;

B) a ilegalidade cometida pela Mesa ao permitir manifestações da administração de forma completa na ata (com a transcrição de tudo), a despeito de ter sido previamente aprovada a lavratura da ata na forma de sumário; claramente há um tratamento desigual entre as partes, já que a forma sumária deveria ser seguida para todos;

C) o indeferimento, pela Mesa, da impugnação do voto do acionista controlador por manifesto conflito de interesses, a ensejar o seu impedimento de voto para todas as matérias objeto da ordem do dia. A decisão citada pela Mesa está superada há muito pelo Colegiado da CVM. A posição que prevalece hoje no Colegiado da CVM é a seguinte: "De todo modo, ainda que prevalecesse tal entendimento, o impedimento restaria configurado à luz da quarta hipótese prevista no art. 115, §1º, pois, a meu ver, revela-se flagrante o interesse conflitante com o da companhia que o acionista-administrador ostenta nessa deliberação. Afinal, sendo ele a parte a ser acionada, mostra-se contundente o seu interesse pessoal na rejeição da proposta, pois essa é necessariamente a decisão que preserva, em maior medida, a sua reputação e o seu patrimônio, que, de outro modo, se encontrariam expostos às consequências adversas que podem advir da ação de responsabilidade (...) Trata-se, com efeito, de deliberação em que a capacidade do acionista para votar no melhor interesse da companhia se encontra seriamente comprometida, uma vez que a ninguém interessa tornar-se réu. Não me parece condizente com a realidade humana exigir do acionista que se desprenda de tal forma de sua imagem profissional e de sua situação patrimonial para avaliar, no interesse da companhia, se ele merece figurar no pólo passivo da ação de responsabilidade civil. Por isso que, a meu ver, o impedimento de voto constitui solução jurídica apropriada à hipótese (...) o acionista-administrador se encontra, nos termos do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, proibido de votar em relação tanto à tomada de suas contas como à propositura de ação de responsabilidade



Assembleia Geral Extraordinária de 20 de agosto de 2020 Smiles Fidelidade S.A.
Protesto

contra si" (Colegiado da CVM, PAS RJ2014/10556, Rel. Diretor Pablo Renteria, j. 24.10.2017). Alertado sobre o entendimento do Colegiado da CVM sobre o tema, mesmo assim o acionista controlador insistiu no exercício indevido do seu direito de voto em manifesto conflito de interesses.

Barueri, 20 de agosto de 2020.


SAMBA THETA FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
CNPJ/ME sob o nº 23.799.268/0001-30


CSHG SUPRASSUMO FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES - INVESTIMENTO NO EXTERIOR
CNPJ/ME sob o nº 29.275.394/0001-72


CENTAURO I FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO
INVESTIMENTO NO EXTERIOR LONGO PRAZO
CNPJ/ME sob o nº 07.667.580/0001-14


RAPIER I FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
CNPJ/ME 25.108.749/0001-88