OS NOVOS DILEMAS DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

Ana Novaes[1]

Escrevo este artigo em homenagem ao amigo, professor e sócio, Dionísio Dias Carneiro.

Em 2002, Dionísio publicou um pequeno artigo crítico da alteração da Lei das Sociedades por Ações (LSA) de 2001. Sua preocupação era com a separação entre a propriedade e a administração. Escreveu: "Instituições que favorecem o desenvolvimento dos mercados, aprendemos com a experiência, são mais difíceis de produzir do que políticas macroeconômicas de qualidade" (2002, p. 10). Sua observação não poderia ser mais atual.

De fato, dez anos após a segunda mudança da LSA e da criação do Novo Mercado pela Bovespa (hoje BM&F Bovespa), surgiram as primeiras companhias de capital disperso no Brasil. Estas companhias exigem uma governança diferenciada daquela onde há um acionista controlador. Não surpreende que tanto a CVM quanto a BM&F Bovespa (Bolsa) estejam introduzindo mudanças na regulação das ofertas públicas (nova Instrução 361) e propostas de alteração do regulamento de listagem da Bolsa, respectivamente. Infelizmente as principais mudanças propostas pela Bolsa, no âmbito da auto-regulação, não foram aceitas pelas companhias em 2010. Entretanto, conforme o Mestre ensinou, estas mudanças são mesmo difíceis de alcançar. Seus proponentes não devem desanimar.

Este artigo procura contribuir para este debate analisando os principais dilemas de governança corporativa para companhias de capital disperso. A primeira seção traz a evolução dos últimos dez anos do mercado acionário, pontuado a importância da criação no Novo Mercado. A segunda seção analisa os novos temas do mercado acionário a partir do surgimento das companhias sem acionista controlador, a saber, a introdução da oferta obrigatória de aquisição de ações por atingimento de participação acionária relevante, o novo papel do conselho de administração, e a necessidade de introduzir o comitê de auditoria quando uma companhia tem capital disperso. A seção seguinte discute a escolha entre regulação estatal *versus* auto-regulação para lidar com estes temas. A última seção conclui o artigo trazendo uma proposta de como a Bolsa poderia prosseguir para retomar o debate e aprimorar a governança corporativa.

1. Evolução Recente do Mercado Acionário

Até a criação do Novo Mercado, o mercado acionário brasileiro era irrelevante como fonte de capital para as companhias. Sua capitalização em relação ao PIB era inexpressiva e os investidores o percebiam como um mercado de alto risco (um cassino). Contribuíam para esta percepção o ambiente macroeconômico, mas também características intrínsecas do mercado, tais como governança e informações corporativas que deixavam muito a desejar.

[1] Este artigo beneficiou-se de discussões no seminário em homenagem ao Prof. Dionísio Dias Carneiro realizado, em 24 de setembro de 2010, na Casa das Garças, no Rio de Janeiro. Agradeço aos participantes e a Cristiane Pereira da BM&F Bovespa pelos comentários recebidos. Agradeço ainda a BM&F Bovespa pela disponibilização dos dados do mercado acionário nos últimos dez anos e da estrutura de proteção à dispersão acionária das companhias com base em julho de 2010. As ideias aqui apresentadas são exclusivamente da autora e não devem ser de forma nenhuma associadas às companhias nas quais serve com conselheira ou consultora.

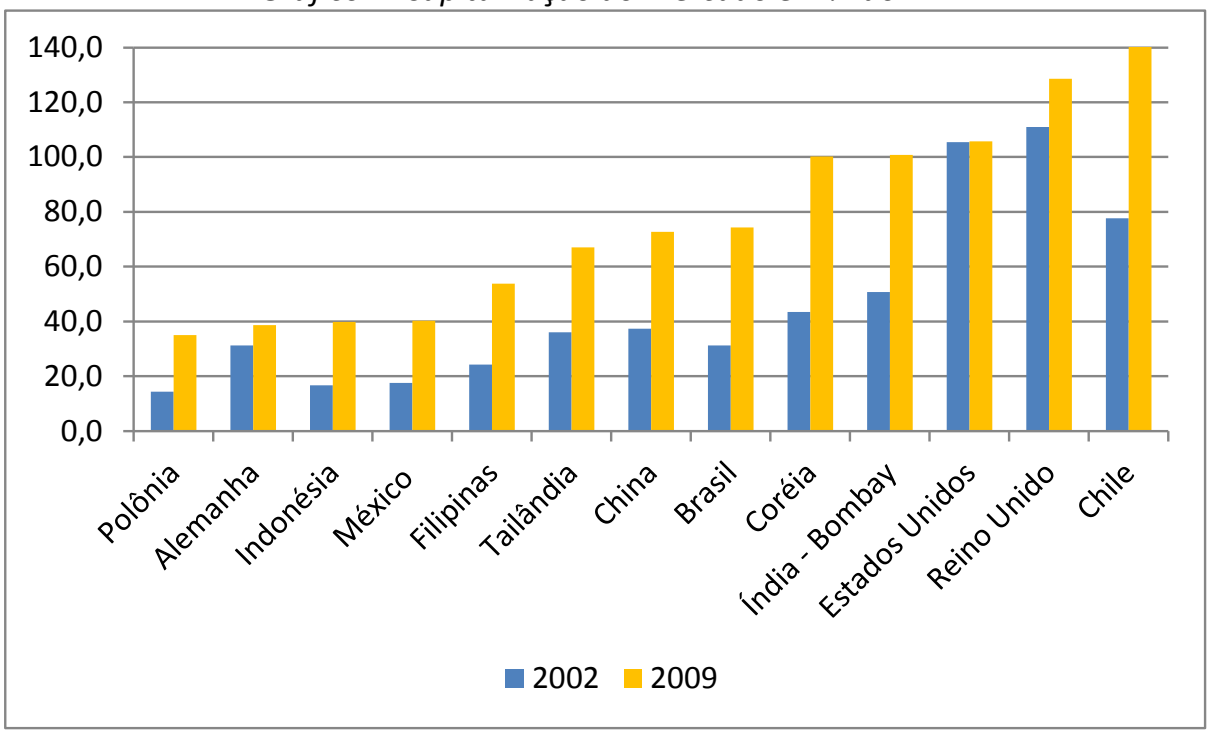
Durante as décadas de 1980 e 1990, o mercado acionário sofreu com a instabilidade macroeconômica e a migração de parte do mercado para a Bolsa de Nova York, onde a governança era superior. Além disso, ao contrário do que muitos investidores esperavam, a privatização de companhias estatais para companhias submetidas a uma governança corporativa de qualidade superior em seus países de origem não resultou em melhoria do mercado. O governo até que exigiu que as companhias privatizadas continuassem listadas, mas o que se viu foi o fechamento de capital branco[2] de várias companhias e a diminuição da qualidade da informação prestada ao público.

Além das companhias privatizadas e das estatais remanescentes, o mercado continuou dominado por companhias de controle familiar que frequentemente usam estruturas piramidais nas quais há uma divergência entre o poder de controle e o recebimento do fluxo de caixa das companhias. Para essas estruturas, muito contribuiu o amplo uso das ações preferenciais, sem direito a voto. Em operações de compra e venda de controle de companhias listadas em bolsa, o que se via era o acionista preferencialista ser a variável de ajuste que explicava o pagamento de altos prêmios de controles para o acionista controlador. DYCK e ZINGALES (2004, p. 538) estimaram o valor do benefício privado do controle de companhias em 39 países e concluíram que o Brasil era o campeão da amostra com 65%. Este percentual é a diferença entre o preço da ação ordinária com direito a voto e a preferencial sem direito a voto após anúncio de transação onde há mudança de controle.

O marasmo do mercado acionário no início da década de 2000 é demonstrado no Gráfico 1, no qual se compara a capitalização do mercado em relação ao PIB em 2002 (ano da primeira emissão do NM) e 2009. O valor de mercado das companhias mal passava de 30% do PIB em 2002 e, nos sete anos anteriores (1995-2001), houve apenas cinco ofertas públicas iniciais de ações. O Gráfico 1 também mostra a mudança deste paradigma. Nos últimos sete anos, houve um aumento significativo da importância do mercado acionário no Brasil. Ao final de 2009, a capitalização da Bolsa já era superior a 70% do PIB.

[2] O fechamento de capital branco ocorre quando o controlador faz uma oferta para adquirir as ações no mercado e o acionista minoritário se vê obrigado a vender as suas ações para não ficar com um ativo ilíquido. Diante dos abusos, a CVM editou a Instrução 361 em março de 2002.

Gráfico 1: Capitalização do Mercado em % do PIB

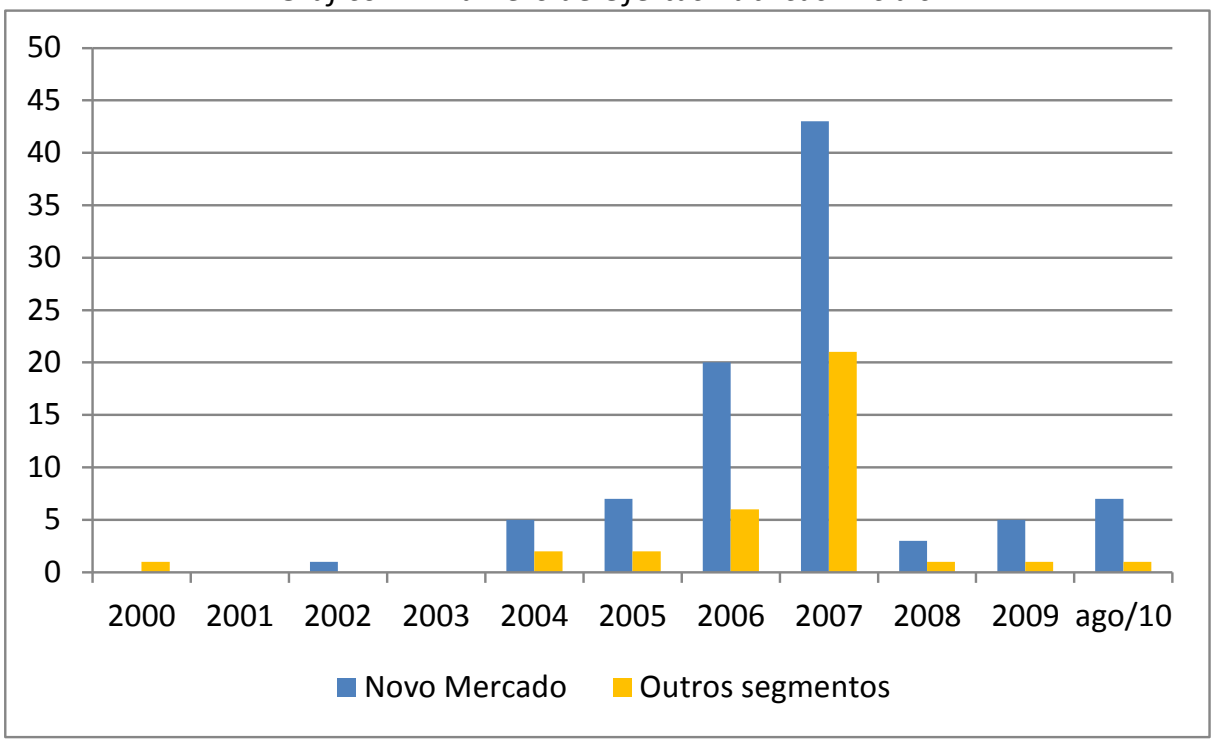


Nota: Os dados da China incluem as bolsas de Xangai e de Shenzhen.
Fonte: World Federation of Exchanges e Banco Mundial para o PIB de 2009. Para o Brasil, o dado da capitalizado de 2009 é da BM&F Bovespa e o PIB do Ipeadata

A criação do Novo Mercado, com regras de governança diferenciadas, pela Bovespa, em 2000, foi um dos fatores que contribuiu para este expressivo aumento da importância do mercado acionário. A Tabela 1 traz os dados da evolução do NM e do mercado de ações como um todo, para a última década. Nos últimos cinco anos, a capitalização das companhias listadas no NM, o volume transacionado, e o número de companhias listadas neste segmento passaram de menos de 5% em 2004 para mais de 20% do total do mercado no final de 2009. A capitalização do NM em relação ao PIB no final de 2009 era 17,7% em comparação com 56,5% dos demais segmentos. O forte crescimento da capitalização do NM explica 40% do aumento da capitalização do mercado brasileiro do Gráfico 1.

É importante destacar também o aumento do número de companhias que abriram o capital depois de anos de inatividade deste mercado. Conforme mostra o Gráfico 2, as ofertas públicas iniciais (OPI) neste período ocorreram predominantemente no NM. Em 2007, auge da atividade de abertura de capital no Brasil, 43 companhias o fizeram no NM e apenas 21 nos demais segmentos.

Gráfico 2 – Número de Ofertas Públicas Iniciais



Fonte: BM&F Bovespa

A discussão acima demonstra a relevância da criação do NM para a retomada do mercado acionário após anos de marasmo. No que se segue, as razões para o sucesso do NM são analisadas e os seus novos desafios são confrontados.

Tabela 1 – Mercado Acionário, Novo Mercado e PIB do Brasil, 2000-2002

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	ago/10
Segmento Novo Mercado											
No. Cias listadas	*0*	*0*	*2*	*2*	*7*	*18*	*44*	*92*	*99*	*105*	*107*
Valor Emissões primárias - IPO, R$ milhões	*0*	*0*	*351*	*0*	*940*	*2.342*	*6.824*	*22.265*	*7.474*	*904*	*6.118*
Valor de mercado, R$ milhões	*0*	*0*	*3.248*	*6.836*	*31.079*	*79.867*	*226.678*	*439.268*	*248.123*	*557.656*	*612.930*
Volume transacionado no ano em R$ milhões	*0*	*0*	*856*	*1.743*	*5.252*	*16.844*	*71.430*	*214.361*	*259.231*	*330.206*	*261.849*
Mercado Inteiro											
No. Cias listadas	*495*	*468*	*436*	*410*	*390*	*381*	*394*	*449*	*439*	*434*	*465*
Valor Emissões primárias - IPO, R$ milhões	*33*	*0*	*351*	*0*	*1.705*	*3.049*	*9.071*	*32.050*	*7.495*	*14.087*	*6.279*
Valor de mercado, R$ milhões	*440.997*	*430.302*	*438.278*	*676.706*	*904.943*	*1.128.492*	*1.544.748*	*2.477.555*	*1.375.272*	*2.334.720*	*2.245.192*
Volume transacionado no ano em R$ milhões	*185.191*	*150.305*	*138.969*	*204.584*	*304.102*	*401.091*	*598.880*	*1.199.307*	*1.375.848*	*1.300.558*	*1.047.287*
PIB Nominal em R$ milhões	*1.179.482*	*1.302.136*	*1.477.822*	*1.699.948*	*1.941.498*	*2.147.239*	*2.369.484*	*2.661.344*	*3.004.881*	*3.143.015*	*n.d.*
Percentual do Novo Mercado do mercado total											
No. Cias listadas	*0,0%*	*0,0%*	*0,5%*	*0,5%*	*1,8%*	*4,7%*	*11,2%*	*20,5%*	*22,6%*	*24,2%*	*23,0%*
Valor Emissões primárias - IPO	*0,0%*	*n.s*	*100,0%*	*n.s*	*55,1%*	*76,8%*	*75,2%*	*69,5%*	*99,7%*	*6,4%*	*97,4%*
Valor de mercado	*0,0%*	*0,0%*	*0,7%*	*1,0%*	*3,4%*	*7,1%*	*14,7%*	*17,7%*	*18,0%*	*23,9%*	*27,3%*
Volume transacionado anual	*0,0%*	*0,0%*	*0,6%*	*0,9%*	*1,7%*	*4,2%*	*11,9%*	*17,9%*	*18,8%*	*25,4%*	*25,0%*
Percentual Novo Mercado sobre o PIB											
Valor Emissões primárias - IPO	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,1%*	*0,3%*	*0,8%*	*0,2%*	*0,0%*	*n.d.*
Valor de mercado	*0,0%*	*0,0%*	*0,2%*	*0,4%*	*1,6%*	*3,7%*	*9,6%*	*16,5%*	*8,3%*	*17,7%*	*n.d.*
Volume transacionado anual	*0,0%*	*0,0%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,3%*	*0,8%*	*3,0%*	*8,1%*	*8,6%*	*10,5%*	*n.d.*
Percentual Total Mercado Acionário sobre o PIB											
Valor Emissões primárias	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,4%*	*1,2%*	*0,2%*	*0,4%*	*n.d.*
Valor de mercado	*37,4%*	*33,0%*	*29,7%*	*39,8%*	*46,6%*	*52,6%*	*65,2%*	*93,1%*	*45,8%*	*74,3%*	*n.d.*
Volume transacionado anual	*15,7%*	*11,5%*	*9,4%*	*12,0%*	*15,7%*	*18,7%*	*25,3%*	*45,1%*	*45,8%*	*41,4%*	*n.d.*

Nota: em 2009, o Banco Santander realizou IPO no valor de R$ 14,1 bilhões no Nível 2 da Bovespa, segmento de governança diferenciada para companhias com ações preferencias e que requer o pagamento do tag along de 80% para acionistas preferencialistas em caso de alienação de controle.
Fonte: BM&F Bovespa e Ipeadata (PIB)

2. O Novo Mercado e os Novos Dilemas

Diante do estado lamentável do mercado acionário brasileiro no final dos anos 90s, a Bolsa resolveu agir e introduziu segmentos especiais de listagem que exigem um nível de governança diferenciado. O objetivo foi diminuir o custo de captação para as companhias bem como reduzir a percepção de risco por parte dos investidores. As exigências para os novos segmentos incluíam regras bem mais severas de governança corporativa do que aquelas exigidas pela Lei das Sociedades por Ações (LSA) de 1976. Exemplos das regras do NM que vão além da lei incluem: (i) emissão apenas de ações ordinárias (uma ação, um voto); (ii) *tag along* de 100% para todos os acionistas, em caso de alienação do controle da companhia (a lei só exige 80%); (iii) apresentação das demonstrações financeiras em padrão internacional (USGaap ou IFRS[3]); (iv) divulgação de informação sobre transações com partes relacionadas e de negociação de valores mobiliários pelos administradores; (v) mandato uniforme e eleição na mesma data dos membros do conselho de administração que deve contar com pelo menos 20% de conselheiros independentes; e (vi) adesão à Câmara de Arbitragem da Bolsa para dirimir disputas entre acionistas.

Observe-se que a Bolsa agiu como um agente coordenador das boas práticas de governança corporativa, há muito desejadas pelos investidores. Não houve mudança na legislação, mas uma mudança voluntária, nos moldes da auto-regulação. Em princípio, qualquer companhia poderia ter adotado estas práticas, mas foi necessária a coordenação da Bolsa para que os ganhos resultantes da boa governança ficassem mais claros para investidores e companhias. A adesão das companhias foi voluntária, mas havia um incentivo a fazê-lo, pois os investidores estavam dispostos a pagar um múltiplo mais alto por companhias com melhores práticas de governança. Após um início tímido, o NM mercado deslanchou em 2005 (ver Tabela 1).

Contudo, ao completar 10 anos de existência em dezembro de 2010, o Novo Mercado enfrenta novos dilemas. Avança o número de companhias listadas que têm uma estrutura de capital pulverizada, isto é, elas não possuem um acionista ou grupo de acionistas que, isolada ou conjuntamente, detenham mais de 50% das ações com direito a voto. Em julho de 2010, 41 das 106 companhias listadas no Novo Mercado não tinham acionista controlador. Este é o embrião das futuras corporações brasileiras, tal como existe nos mercados de capitais acionários mais desenvolvidos. Na medida em que mais recursos são exigidos das companhias por conta do desenvolvimento tecnológico, ampliação das atividades de fusões e aquisições[4], ou projetos cada vez mais intensivos em capital, é de se esperar que o fenômeno da dispersão do controle passe a predominar. É possível fazer a previsão de que, num espaço curto de tempo, menos de uma década, companhias tradicionais e/ou familiares passem a ter capital difuso.

A lei que rege as sociedades anônimas é de 1976, época em que predominava o controle familiar e concentrado das companhias. A qualidade desta legislação é indiscutível, mas após 35 anos, algumas lacunas começam a surgir, em particular, no que diz respeito à realidade das companhias de controle disperso. Podemos mencionar pelo menos três temas importantes: (i) o tratamento dos acionistas minoritários no âmbito de uma aquisição de controle diretamente no mercado acionário; (ii) o papel do conselho de administração e do conselheiro independente, em especial quando há uma oferta de aquisição de controle; e

[3] A Lei 11.638/2007 passou a exigir o padrão IFRS a partir de 2010 para todas as companhias listadas.

[4] Na medida em que fusões e aquisições são pagas com ações, há um aumento da diluição do controlador. Este fenômeno ocorreu no final do início do século XX nos EEUU e no Reino Unido e contribuiu para criar as grandes corporações. Para uma discussão sobre o assunto ver Gorga (2009).

(iii) a escolha entre ter conselho fiscal *versus* comitê de auditoria. Estes temas não são diretamente tratados na LSA. A Bolsa tentou introduzi-los na proposta de mudança do regulamento do NM em 2010, mas não obteve sucesso. No que se segue, a importância de cada um destes temas é analisada e uma proposta para retomar o debate por parte da Bolsa é apresentada.

2.1. Aquisição do Controle de uma Companhia Diretamente no Mercado

Há uma lacuna na LSA no que diz respeito à aquisição de controle de companhias dispersas no mercado. A Lei prevê o pagamento ao acionista minoritário, com direito a voto, de 80% do preço recebido pelo controlador, quando este último ALIENA o controle, mas não possui dispositivo para o caso em que o controle é ADQUIRIDO diretamente no mercado. Esta última possibilidade aumentou com o surgimento de companhias de capital disperso no mercado.

Como não há uma regulação sobre o assunto, várias companhias, que realizaram ofertas públicas iniciais recentemente no NM, incluíram cláusulas de proteção à dispersão orçamentária (as chamadas pílulas de veneno ou *poison pill*). Em linhas gerais, estas cláusulas dispõem que se um investidor (ou grupo de investidores) adquirir um determinado percentual do capital da companhia (tipicamente entre 10% e 20%), ele será obrigado a fazer uma oferta a todos os acionistas da companhia a um preço que prevê prêmios excessivos em relação ao preço de mercado. Na teoria, esta cláusula impede que um investidor adquira uma determinada quantidade de ações da companhia e diminua a liquidez. Na prática, é uma forma de perpetuação no poder de controle da companhia de ex-acionistas controladores e administradores.

Algumas companhias foram além e incluíram cláusula adicional segundo a qual o acionista que propuser retirar a cláusula da proteção da dispersão do estatuto, será obrigado a realizar a oferta de acordo com a cláusula. Esta é a chamada cláusula pétrea, pela qual o proponente da mudança toma o *veneno* disposto no estatuto. Segundo dados da BM&F Bovespa, em julho de 2010, de 106 companhias listadas no NM, 54 tinham cláusula de proteção da dispersão acionária e destas, 25 a cláusula pétrea. Em um primeiro instante, estas cláusulas foram bem aceitas pelo mercado, mas após maior entendimento de seu significado, percebeu-se o seu lado negativo. Elas poderiam destruir valor para o acionista ao impossibilitarem a mudança de controle e perpetuarem no comando da companhia administradores que não estão gerando valor para o acionista[5]. A disposição estatutária brasileira que inviabiliza a remoção da chamada cláusula pétrea retira dos acionistas o direito de definir os destinos da companhia e sua validade jurídica é discutível, pois prevê sanções ao acionista pelo simples exercício do direito de votar além de retirar da Assembleia Geral de Acionistas o direito de tomar resoluções que julga conveniente para o desenvolvimento da companhia (art. 121 LSA). Para efeitos comparativos, veremos na próxima seção que mecanismos de defesa também foram considerados ilegais nos Estados Unidos quando considerados impeditivos da troca de controle da companhia.

Observe-se ainda que na ausência de uma regulação sobre a aquisição do controle no mercado, se uma companhia passa a ter capital disperso e não possui disposição estatutária regulando o assunto (e há 16 companhias assim no mercado em 2010), é possível que um investidor (ou grupo de investidores) adquira o controle diretamente no mercado e substitua o conselho de administração. Fará isto sem pagar nenhum prêmio ao

[5] Para exemplificar o debate no mercado ver reportagem de Yuki YOKOI (2009, pp.23-26) e MARTINS NETO (2010, pp. 48-52).

acionista disperso, diferentemente do que ocorre quando há um controlador e este aliena a sua participação. A mudança de controle de uma companhia é momento crucial na sua vida. O novo controlador pode fechar e/ou vender linhas de negócio, alterar a estratégia, endividar a companhia, mudar a política de dividendos etc. O acionista que vendeu as suas ações no mercado o fará totalmente no escuro, pois não sabe da real intenção do adquirente (ou dos adquirentes) quando a oferta pública não é obrigatória. Mais grave: os acionistas serão tratados de forma diferente. O adquirente pode ter pago pouco para um acionista e muito para um outro acionista. É justamente esta falta de transparência e tratamento diferenciado que a regulação busca eliminar.

Para preencher o vácuo regulatório, a Bolsa propôs alteração do regulamento do NM introduzindo a exigência da realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA) no caso de um investidor (grupo de investidores) adquirir 30% do capital de uma companhia[6]. O preço da OPA seria o maior preço pago pelo acionista adquirente nos 12 meses que antecederam a oferta. Esta regra é inspirada na Diretiva 25 de 2004 da Comunidade Europeia. O objetivo tanto da Diretiva quanto da Bolsa é proteger o acionista de companhias quando estas são alvos de aquisições e mudanças de controle. A ideia por traz da regra é assegurar tratamento igual a todos os acionistas. Infelizmente esta proposta foi rejeitada em setembro de 2010 por 60 das 105 companhias listadas no NM e o regulamento não pode ser alterado. Aparentemente, as companhias rejeitaram a proposta por entenderem que este assunto deve ser tratado pelas próprias companhias ou regulado por lei e não imposto pela Bolsa. Para ser aprovada, a proposta não poderia ser rejeitada por mais de um terço das companhias listadas no segmento.

A rejeição das companhias do NM implica na continuidade do vácuo regulatório e coloca em questão se este assunto deve ser tratado por lei ou através da auto-regulação, conforme proposto pela Bolsa. A experiência internacional sugere que ambos os caminhos podem ser adotados. Nos Estados Unidos e no Reino Unido, a tomada de controle de companhias é regulada desde 1968. Em seguida a uma série de tomadas hostis de companhias tradicionais americanas, o objetivo do *William Act* americano foi prover os investidores com informações completas e protegê-los de ações que favorecessem a administração da companhia alvo (contra o desejo desta administração de se perpetuar no poder) ou o comprador hostil. A lei prevê que o mesmo preço seja pago a todos os acionistas. Esta lei também delegou à *Security and Exchange Commission* (SEC) importantes poderes para regular a recompra de ações pelas companhias e impor a divulgação de informações detalhadas por parte de qualquer pessoa (ou grupo de pessoas agindo em conjunto com um interesse comum) que adquira mais de 5% do capital de uma companhia. A SEC requer ainda, em caso de oferta de tomada de controle, a divulgação detalhada da operação e que a administração da companhia alvo se pronuncie sobre a oferta de compra de controle (HAZEN e MARKHAM (2006, pp. 1085-1099).

A Comunidade Europeia regulou o assunto através da Diretiva 25 de 2004, inspirando-se no *City Code on Takeover and Mergers* inglês de 1968. Este último é um exemplo de auto-regulação e buscou estabelecer regras que assegurassem a transparência e o tratamento justo de todos os acionistas. O ponto central da regra inglesa é exigir uma oferta pública de compra de todas as ações de uma companhia, se uma pessoa ou grupo de pessoas adquirirem no mercado um terço de suas ações. O preço a ser pago deve ser igual

[6] A aquisição deste percentual do capital de uma companhia de capital disperso presume o controle e dispara a necessidade de se fazer a oferta pública. Embora o percentual seja arbitrário, ele está em linha com o padrão internacional.

para todos. Além disso, a regulação impede que a administração da companhia alvo introduza qualquer medida que impeça a compra da companhia (p.ex. criar *poison pills*) sem a autorização dos acionistas e se pronuncie sobre a oferta.

A breve descrição acima das experiências europeia e americana demonstra o papel importante do conselho de administração da companhia quando há uma oferta de aquisição. Este ponto é analisado na próxima seção

2.2. O Novo Papel do Conselho de Administração

O Conselho de administração ganha relevância nas companhias de capital disperso. Isto decorre da natureza do conflito existente em função da estrutura de capital de uma companhia. Quando uma companhia tem controlador, o conflito ocorre entre os interesses do controlador e os do acionista minoritário. Já no caso de uma companhia de controle disperso, o conflito se dá entre a administração e os milhares/centenas de acionistas dispersos. No Brasil, os investidores estão acostumados ao primeiro conflito conforme ilustrado por várias disputas entre acionistas controladores e minoritários[7]. Só muito recentemente, com a dispersão acionária, o investidor brasileiro está sendo introduzido ao conflito entre eles e a administração da companhia.

Nas companhias onde há um acionista controlador, é ele quem escolhe a maioria dos conselheiros e estes, na prática, seguem a vontade do controlador. Nas companhias onde um grupo de acionista forma maioria, em geral, estes acionistas estão ligados por acordo de acionistas. Nestes acordos, há a previsão de uma reunião prévia àquela do conselho e o conselheiro de administração escolhido por cada um destes acionistas deve votar de acordo com a orientação da reunião prévia entre acionistas. A administração da companhia não pode computar voto deferido em sentido contrário a este acordo (art. 118 da LSA de acordo com a redação dada pela reforma de 2001). Na prática, estas situações retiram a independência do conselheiro, embora, de acordo com os artigos 153 a 158 da LSA, ele continue sujeito aos deveres de atuar com diligência e lealdade à companhia (e não ao acionista controlador).

Observe-se a diferença da situação acima de uma companhia onde não há nenhum acionista com mais de 5% do capital social, isto é, na qual a maioria do capital encontra-se disperso na mão de centenas/milhares de acionistas. Neste caso, o administrador não responde diretamente ao acionista que lhe elegeu, mas a milhares de acionistas dispersos pelo mercado. Nestas situações, o conselheiro deve ser independente, isto implica, por exemplo, em não ter vínculo com a companhia, não ter sido empregado ou diretor da companhia, não ser fornecedor ou comprador de serviços ou produtos da companhia em magnitude que implique em perda de independência, não ter relação de parentesco com administradores da companhia e não receber outra remuneração que não a de conselheiro. A definição de conselheiro independente da Bolsa exige estes pré-requisitos. Estes pré-requisitos fazem sentido. Imagine-se o conflito entre um conselheiro que tem um contrato relevante para ele com a companhia (mas não relevante para a companhia), como ter certeza que os termos são de mercado? A melhor forma é exigir independência.

O papel do conselheiro, em especial nas companhias de capital disperso, é particularmente relevante quando há uma oferta para a aquisição do controle da

[7] Estes conflitos emergiram, por exemplo, na compra da Ambev pela Inbev, na reorganização societária da Telemar e da COSAN, oferta pública de aquisição de ações da Arcelor Brasil, aquisição da Aracruz pela VCP, e mais recentemente a capitalização da Petrobrás. Estas operações dispararam ações e reclamações na CVM por parte dos acionistas minoritários.

companhia. Esta situação ilustra claramente o conflito latente entre a administração da companhia (continuar exercendo poder na companhia) e o acionista disperso que gostaria de alienar o controle da companhia, recebendo um prêmio de controle ou ver mudanças na administração que potencialmente gerem valor. Vale a pena ilustrar o papel do conselho de companhias dispersas em outros países, pois situações semelhantes vão começar a acontecer no Brasil.

Nos Estados Unidos, no julgamento do caso que criou jurisprudência (Unocal vs Mesa), a Corte de Delaware foi clara sobre o papel de um conselho composto por maioria de independentes. Na decisão, a Corte decidiu que além de agir de forma informada, de boa-fé e diligentemente (Regra do Julgamento Negocial), o conselheiro, quando confrontado com uma oferta de aquisição de controle, tem a obrigação de determinar se a oferta está de acordo com os melhores interesses da "companhia e seus acionistas" (HAZEN e MARKHAM, 2006, p.978). A Corte também reconheceu que, no caso do conselho impor dificuldades à tomada de controle (p.ex. introduzir uma pílula de veneno), é necessário que o conselho satisfaça um teste adicional, a saber, que a decisão foi no melhor interesse da companhia e acionistas e não para que os administradores se perpetuarem no poder. Neste sentido, a prova de que o conselho agiu no melhor interesse (exclusivamente) da companhia e seus acionistas ao tomar uma determinada decisão, "é materialmente ampliada quando a aprovação é tomada por um conselho formado por maioria de conselheiros independentes" (HAZEN e MARKHAM, 2006, p.978). Esta presunção foi reforçada em outra decisão que marcou o direito societário americano, Moran *versus* Household.

A partir deste caso, a Corte de Delaware deixou claro que medidas defensivas que sejam impeditivas de mudança ou coercitivas para o acionista são consideradas draconianas e, portanto, ilegais. É importante mencionar aqui dois casos nos quais a atitude do conselho de administração foi julgada inadequada. O primeiro foi no caso Revlon vs MacAndrews & Forbes Holdings. Neste caso, a Corte de Delaware decidiu que o conselho quebrou a sua obrigação fiduciária para com os acionistas que foram prejudicados pela decisão do conselho que estabeleceu empecilhos à tomada de controle. Na decisão pesou o fato de que o conselho da Revlon não era formado por maioria de conselheiros independentes e que, portanto, não se poderia reforçar a presunção de que a decisão foi tomada no melhor interesse dos acionistas (HAZEN e MARKHAM, 2006, p.994). No caso Revlon, estava claro que a companhia estava à venda com a possibilidade de sua dissolução. Como havia uma disputa entre mais de um pretendente, o conselho deveria trabalhar para maximizar o preço a ser recebido pelo acionista e não proteger os detentores de títulos de renda fixa emitidos pela companhia. Outro caso foi o Quickturn Design System *vs* Shapiro, no qual a Suprema Corte de Delaware julgou ilegal a decisão do conselho de administração da Quickturn, alvo de tomada hostil, que introduziu um mecanismo de defesa limitando o poder de novos conselheiros para alterar um plano de subscrição de ações a valores inferiores ao de mercado, em caso de tentativa de tomada hostil da companhia. A Corte entendeu que este mecanismo de defesa tirava o poder de conselheiros legitimamente eleitos pelos acionistas, impedindo-os de exercerem os seus deveres fiduciários e de atuarem no melhor interesse dos acionistas (isto é, retirando a pílula de veneno). Pesou para a decisão o fato de que o dispositivo foi instituído por um conselho no qual apenas um membro era independente (HAZEN e MARKHAM, 2006, pp.1064-1071).

Não é à-toa que tanto nos Estados Unidos quanto na Comunidade Europeia, o conselho de administração de companhia alvo de tomada de controle deve se pronunciar sobre a oferta. No Brasil, a minuta de alteração da Instrução 361 da CVM, cuja audiência

pública estava em andamento quando este artigo era escrito, também torna obrigatória tal manifestação por parte do conselho. É interessante observar que as companhias do NM já se anteciparam a esta proposta, pois aprovaram proposta neste sentido da Bolsa na consulta de alteração do regulamento do NM em setembro de 2010.

A proposta de aumentar o percentual de conselheiros independentes de 20% para 30% não foi aprovado pelas companhias do NM na consulta da Bolsa para a revisão do Regulamento do NM. Votaram contra 54 das 105 companhias do NM. A recusa pode ser explicada pela presença no segmento de companhias com estruturas de controle diversas. O fato é que, para uma companhia de controle definido, não é relevante o aumento de 20% para 30% de conselheiros independentes, pois quem tem o controle é quem de fato decide, sendo o conselheiro independente mais um consultor e guardião das ações da companhia na área de governança corporativa (p.ex. ao votar a favor ou contra em transações entre a companhia e os seus controladores). Por outro lado, companhias que só recentemente passaram a ter o capital disperso ainda estão impregnadas pelos controladores e administradores anteriores à abertura de capital. Contudo para uma companhia de capital disperso, o recomendável é que o conselho seja composto por maioria de conselheiros independentes, conforme sugerido pela discussão acima. Esta exigência reduz o conflito potencial entre a administração da companhia e os seus acionistas.

A maioria de conselheiros independentes é a regra da boa governança para companhias de controle disperso. Contudo, no dia a dia da companhia de capital disperso, o conselho também exerce a função de monitoramento da diretoria quanto às práticas contábeis e prevenção de fraudes. E aqui cabe a pergunta, qual a melhor forma para monitorar uma companhia de capital disperso, o comitê de auditoria ou o conselho fiscal previsto na LSA (arts. 161 a 165-A da LSA)? Este é o próximo tópico.

2.3. Conselho Fiscal *versus* Comitê de Auditoria

Enquanto o conselho fiscal foi instituído pela LSA, o comitê de auditoria ganhou importância após o escândalo da Enron e a exigência da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) para a sua constituição pelas companhias listadas nos Estados Unidos. Acordo entre a SEC americana e a CVM permitiu que as companhias brasileiras com ADRs nos Estados Unidos continuassem com a estrutura do conselho fiscal, não sendo necessária a constituição de comitê de auditoria. Surgiu a figura do chamado "conselho fiscal turbinado" que combina características do conselho fiscal e funções do comitê de auditoria.

As principais diferenças entre os dois institutos são: (i) o conselho fiscal não pode ser composto por administradores da companhia enquanto o comitê de auditoria da SOX é composto por membros independentes do conselho de administração; (ii) o conselho fiscal fiscaliza a administração e OPINA sobre as demonstrações financeiras enquanto o comitê de auditoria SUPERVISIONA o trabalho das auditorias interna e externa da companhia, acompanhando a preparação das demonstrações financeiras da companhia e assegurando que haja um canal de denúncias em funcionamento para que fraudes e desvios possam ser denunciados. Note-se que o comitê de auditoria atua como órgão assessor do conselho de administração e atua de forma antecipada, durante a preparação das demonstrações financeiras.

Quando uma companhia tem capital disperso, aumenta a importância do órgão de monitoramento da integridade das demonstrações financeiras e prevenção de fraudes. A ausência de um dono (controlador) implica na necessidade da existência de uma estrutura de governança que busque assegurar a lisura da administração e das demonstrações

financeiras. O controlador exerce este papel numa companhia onde há um controlador, o que não ocorre quando a companhia tem capital disperso. O conselho fiscal tradicional brasileiro, tal como previsto na LSA, não satisfaz esta necessidade. Mais uma vez, a LSA estava mirando companhias de controle familiar e concentrado, daí o requisito de que o órgão fosse composto por pessoas externas à administração. A situação é bastante diferente numa companhia de capital disperso. Neste caso é muito melhor para o acionista que ele possa responsabilizar diretamente o conselho de administração por fraudes e desvios. Numa companhia com controlador, o acionista minoritário pode sempre apontar o dedo para o controlador, o que não é possível quando o capital é disperso. MICELI da SILVEIRA (2010, pp.60-61) lembra ainda que o comitê de auditoria "é o padrão no mundo e o conselho fiscal constitui uma notável peculiaridade brasileira".

Não é à toa que a Bolsa tentou tornar o comitê de auditoria obrigatório para as companhias do NM, na proposta de revisão do regulamento votada em setembro de 2010. A proposta da Bolsa, contudo, não era a criação de um comitê composto por membros independentes do conselho de administração, tal qual na SOX. Isto seria incongruente com a exigência de conselheiros independentes de apenas 30% do total. A proposta da Bolsa exigia a presença de um conselheiro independente e que os demais fossem escolhidos pelo conselho, mas não necessariamente dentre os membros do conselho de administração.

As companhias do NM, contudo, recusaram, por ampla maioria, a proposta da Bolsa. Votaram contra 61 das 105 companhias do NM. A estrutura de capital e o custo de criar outro órgão pesaram na decisão das companhias. Primeiro, a proposta da Bolsa não implica na eliminação do conselho fiscal, previsto em lei. Assim, uma companhia, atualmente sem conselho fiscal, seria obrigada a criar um comitê de auditoria e poderia ser requisitada, em uma assembleia de acionistas a criar também o conselho fiscal. Segundo, a proposta não satisfaz as exigências das companhias com ADRs nos Estados Unidos e que hoje tem o conselho fiscal turbinado, aceito pela SEC. Terceiro, para as companhias com controle, o fato do conselho fiscal ser composto por membros de fora do conselho de administração faz sentido, pois este é um órgão de fiscalização e não supervisão (esta exercida pelo próprio controlador).

Diante da recusa das companhias em aprovar as principais mudanças proposta pela Bolsa, analisamos na próxima seção os próximos passos para o mercado.

3. Mudança da Lei das Sociedades por Ações *versus* Auto-regulação

Um tema recorrente durante os debates da mudança do regulamento do NM foi a adequação de algumas propostas serem exigidas pela Bolsa em vez de reguladas por lei. Entre estes pontos, estão a necessidade da oferta pública de compra de ações no caso de aquisição de participação relevante e a constituição do comitê de auditoria quando a lei prevê o conselho fiscal. Por outro lado, a proposta de aumentar o percentual de conselheiros independentes deveria ser, na visão das companhias, uma opção delas e não uma exigência.

A governança corporativa é um tema que está sempre evoluindo e recorrer à lei para aprimorá-la pode atrasar o desenvolvimento de nosso mercado de capitais. A tentativa da Bolsa em avançar neste tema ao tentar mudar o regulamento do NM deparou-se com a resistência das companhias. Mas a experiência internacional mostra que outras bolsas, como a de Nova York e a alemã, promoveram a governança corporativa ao exigir padrões mais elevados de governança das companhias lá listadas. Só para dar um exemplo, já em 1900, a bolsa de Nova York exigia que as companhias lá listadas publicassem demonstrações

financeiras auditadas e resistiu ao desvio de uma ação um voto (COFFEE, 2010, p. 40). Aliás, vale observar que companhias com controlador não tem que satisfazer determinadas regras (NYSE, 2003, pp.1-2) na bolsa de Nova York, inclusive maioria de conselheiros independentes.

O Prof. Dionísio Dias Carneiro (2002) ao comentar a mudança da Lei das Sociedades por Ações de 2001 adiantou-se a um debate bastante atual:

> "O ponto mais controvertido que ilustra o papel que os interesses conjunturais desempenham nos esforços de reforma, diz respeito à obrigação do membro do Conselho de Administração de votar contra os eventuais interesses da empresa, por necessidade de seguir um acordo de acionistas. As questões e os interesses do momento se fizeram sentir de forma inequívoca nas discussões do tópico, passando muitas vezes, ao largo da questão mais ampla: a percepção da autonomia dos órgãos de administração de uma empresa aberta como requisito primário de governança corporativa e da imagem (para o público acionista em uma empresa de capital pulverizado), de que os Conselheiros são responsáveis pela gestão e, assim, vistos como capazes de zelar pelos interesses de longo prazo da empresa.
>
> Outro ponto polêmico foi a eleição do terceiro membro do Conselho Fiscal, que teve, por assim dizer, solução aquém do desejável, na medida em que, na prática, ficou sendo privilégio do grupo controlador, bastando a esse negar consenso[8]. Em nome do possível, que no caso foi a derrubada de 48 emendas que poderiam ter, no julgamento do governo, consequências piores, optou-se pelo indesejável.
>
> O fim desta tramitação não extingue os aprimoramentos. A exemplo da Lei de Responsabilidade Fiscal, que marcou uma etapa na condução dos negócios públicos, espera-se que os resultados obtidos ajudem a consolidar a imagem de que é possível, no setor privado brasileiro, obter-se efetivamente a separação entre a propriedade e a administração, que deve prevalecer em uma empresa de propriedade do público, como objetiva ser uma empresa de capital aberto."

Os comentários do Prof. Dionísio Dias Carneiro servem de alerta para aqueles que querem alterar a LSA que pode se tornar uma colcha de retalho. A melhor opção é recorrer ao debate no mercado e promover a auto-regulação.

Uma possibilidade de progredir seria adotar a regra inglesa "pratique ou explique" (*comply or explain*) adotada desde 1992 no Reino Unido e, a partir de 2006, pela Comunidade Europeia. Observadores do cenário brasileiro de governança têm sugerido este caminho. De acordo com esta regra, há um código de governança das melhores práticas que as companhias deveriam adotar. As companhias têm a opção de segui-las ou explicar para seus acionistas porque consideram que estas regras não são apropriadas para as circunstâncias particulares da companhia (HOGG, 2010). O caminho "pratique ou explique" é especialmente apropriado para que investidores avaliem a governança interna de uma companhia. Pela regra inglesa, é necessário que as companhias informem aos acionistas sobre o funcionamento do conselho de administração e de seus comitês (remuneração, nomeação e auditoria) incluindo tópicos tais como número de reuniões, presença dos conselheiros, avaliação do desempenho do conselho e comitês, participação de conselheiros em outras atividades/funções, detalhes das atividades exercidas pelo conselho e comitês etc. Um bom exemplo de uma regra "pratique ou explique" é informar se a companhia tem auditoria interna e se não tem, explicar.

[8] A mudança de 2001 retirou o § 5º do art. 161 da LSA que dispunha que o terceiro membro do conselho fiscal deveria ser escolhido de comum acordo entre o acionista controlador e os acionistas minoritários e se não houvesse consenso, a assembleia decidiria e cada ação, independente de sua espécie ou classe, teria direito a um voto. A redação atual garante ao acionista controlador eleger a maioria do conselho fiscal.

A efetividade da regra "pratique ou explique" depende da estrutura de cada mercado. Por exemplo, se há predominância de companhias com controlador, há necessidade de maior intervenção regulatória para proteger o direito de acionistas minoritários. Por outro lado, se a propriedade é muito dispersa (e a presença de estrangeiros é importante), pode ser difícil para o acionista ser ouvido. Há ainda o custo de acompanhamento de todas estas regras por investidores que pode ser elevado, mesmo para investidores institucionais. Isto tudo sem falar, na possibilidade das companhias simplesmente escreverem qualquer coisa e ficar por isso mesmo. O Reino Unido tem uma longa transição e já possuía regras de proteção aos direitos dos acionistas quando da adoção da regra "pratique ou explique". Embora seja um caminho possível para uma governança superior a vigente em nosso mercado, a regra "pratique ou explique" não parece ser adequada ou suficiente para lidar com questões básicas de direito de acionistas, atualmente em discussão no Brasil, tais como oferta pública pelo atingimento de percentual relevante do capital ou o requisito da criação de um comitê de auditoria por companhias de capital disperso.

Após a derrota das propostas da Bolsa, resta discutir o caminho que a Bolsa e o mercado poderiam seguir para atingir o seu objetivo de aprimorar a governança no Brasil. Este é o tópico da próxima seção.

4. Proposta para a BM&F Bovespa

A recusa das companhias do NM em aceitar as mudanças propostas pela Bolsa para o Regulamento do NM caiu como uma ducha de água fria. A dificuldade da Bolsa para conseguir a adesão das companhias do NM às mudanças propostas no regulamento é fruto de um momento muito particular do mercado brasileiro, a transição de um mercado preponderantemente dominado por grupos familiares para companhias de capital pulverizado. Ter sucesso em colocar companhias com estruturas tão diferentes sob um mesmo regulamento era de fato uma tarefa hercúlea. Aparentemente, os milhares de investidores que se beneficiariam da medida não foram tão ativos quanto as companhias diretamente afetadas.

O sucesso do NM é explicado pela redução do custo de captação das companhias. Ao aceitarem regras de governança, há muito demandadas pelo mercado, as companhias listadas neste segmento deram um sinal de que respeitariam os direitos básicos dos acionistas minoritários. Assim, o mercado aceitou pagar múltiplos mais elevados para estas companhias. Além disso, a adesão às regras era voluntária, o que não ocorre na mudança do regulamento do NM, pois se 66% das companhias aceitassem as mudanças, as demais teriam que aderir compulsoriamente ou retirar-se do segmento. Contudo, a governança corporativa está constantemente evoluindo e a nova realidade do mercado acionário brasileiro requer um passo adiante em relação às regras atuais. Uma nova proposta só terá chance de ter sucesso se partir dos pilares que estão na base do sucesso do NM: adesão voluntária, redução do custo de captação pela companhia, e aprimoramento da governança corporativa para as companhias de capital disperso.

Diante da nova realidade, a Bolsa poderia partir para criar um NM *SEGMENTO DISPERSO* em paralelo ao NM TRADICIONAL (capital concentrado). Os requisitos para listagem no SEGMENTO DISPERSO incluiriam:

(i) apenas companhias de capital disperso seriam admitidas (ausência de acionista ou grupo de acionistas com mais de 50% do capital da companhia);

(ii) conselho de administração formado por maioria de conselheiros independentes;
(iii) obrigatoriedade da instituição do comitê de auditoria formado apenas por conselheiros independentes[9];
(iv) adesão à definição de "grupo de acionistas" que inclua grupo de pessoas (físicas ou jurídicas) que atuem em conjunto visando ao mesmo interesse;
(v) exigência de realização de oferta pública de aquisição de ações pelo atingimento de participação de 30% no capital da companhia ao maior preço pago pelo acionista adquirente nosso últimos 12 meses; e
(vi) possibilidade da dispensa pela assembleia geral da companhia da oferta pública do item anterior ou alterações de sua característica.

A pergunta que se coloca é se haveria adesão ao NM SEGMENTO DISPERSO? Muito provavelmente, pois, entre duas companhias de capital disperso ou pulverizado, a qualidade da governança corporativa é fundamental para o preço da ação, baixando o custo de captação para as companhias tal como ocorreu no NM. É provável que companhias hoje listadas no NM, sem controlador, passem para o SEGMENTO DISPERSO na medida em que acionistas relevantes (detentores de 10 a 20% do capital) diminuam a sua participação. Pode-se imaginar inclusive que esta passagem se dê quando ocorrer um aumento de capital e/ou colocação secundária. Assim, uma companhia onde há um grupo de investidores com 30% - 40% do capital, hoje no NM, poderia migrar para o mercado SEGMENTO DISPERSO ao perceber que o seu custo de captação caiu, ou seja, que o mercado está disposto a pagar mais por esta companhia se ela for pulverizada no segmento SEGMENTO DISPERSO e não no atual NM cujas regras seriam mais adequadas a companhias de capital concentrado.

A ideia é ter duas regras de listagem diferenciadas no NM, uma adequada para as companhias de controle concentrado e para as quais o NM incialmente foi criado, e outra para as companhias de capital disperso que começam a surgir e cujo número deverá crescer continuamente nos próximos anos. Os requisitos de listagem seriam diferentes de acordo com a estrutura de capital das companhias e, portanto, das regras de governança das companhias. Esta estrutura dual não exigiria mudanças na lei e seria voluntária. Uma companhia de capital disperso ainda poderia escolher ser listada no segmento tradicional, mas isso não seria bem visto pelo mercado e o seu custo de capital seria maior. Ela teria um incentivo a migrar para o SEGMENTO DISPERSO.

É óbvio que o melhor seria ter um regulamento único para todas as companhias, mas a prática mostrou que este ideal não é factível. A particularidade do momento do mercado brasileiro em combinação com a nossa estrutura legal sugerem que a opção pela dualidade seria de fácil compreensão pelo investidor do NM e de aceitação mais fácil pelas companhias, pois seria voluntária.

É importante observar que a criação de um novo segmento para companhias de capital disperso não diminuiria a atratividade do NM TRADICIONAL, talhado para companhias de capital concentrado. Esta última estrutura ainda estará presente por muito tempo no mercado brasileiro e continuará atraindo companhias com esta estrutura de capital..

[9] As companhias deste segmento infelizmente teriam que arcar com o custo extra do conselho fiscal caso a assembleia de acionistas da companhia requeira a sua instalação. Contudo, este risco pode ser mitigado através da educação do investidor, já que numa companhia de capital disperso o comitê de auditoria faz muito mais sentido do que o conselho fiscal.

Em suma, esta proposta tornaria a governança corporativa compatível com a estrutura de capital da companhia de capital disperso, alinhando o mercado brasileiro às melhores práticas internacionais, atraindo mais investidores dispostos a investir em companhias dispersas no Brasil.

BIBLIOGRAFIA

COFFEE, John, 2010. *Dispersed Ownership: the Theories, theEvidence, and the Enduring Tension Between 'Lumpers' and 'Splitters*. Columbia Law and Economic Working Paper No. 363. The Center for Law and Economic Studies – Columbia University School of Law. Disponível em 8 de outubro de 2010 em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1532922

CARNEIRO, Dionísio Dias, 2002. "Crescimento de Longo Prazo e a Lei das S.A." *in* Revista CVM No. 34, janeiro de 2002. Disponível em 9 de outubro de 2010 em: www.cvm.gov.br.

DYCK, Alexander & ZYNGALES, Luigi, 2004. "Private Benefits of Control: an International Comparison"*in The Journal of Finance,* Vol LIX, No. 2, Abril, pp. 537-600. Disponível em 3 de outubro de 2010 em: http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/research/papers/privatebenefits.pdf

GORGA, Érica (2009). "Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries". *Forthcoming Northwestern Journal of International Law and Business*. Disponível em 4 de outubro de 2010 em: http://extranet.isnie.org/uploads/isnie2009/gorga.Gorga_Final_Isnie.pdf

HOGG, Christopher Sir, 2010. *The "Comply or Explain" Approach to Improving Standards of Corporate Governance*. Disponível em 31 de outubro de 2010 em: www.qfinance.com.

MARTINS NETO, Carlos, 2010. *Dispersão Acionária, Tomada Hostil de Controle e Poison Pills: Breves Reflexões.* Disponível em 11 de outubro de 2010 em: http://www.bocater.com.br/artigos.html.

MICELI DA SILVEIRA, Alexandre Di, 2010. "Qual a sua Bandeira, Investidor? Foco no Conselho Fiscal Vai na Contramão da Tendência Internacional" in *Revista Capital Aberto*, ano 7, número 84, agosto 2010, Editora Capital Aberto LTDA, São Paulo.

NEW YORK STOCK EXCHANGE, 2003. *Final NYSE Corporate Governance Rules.* Disponível em 9 de outubro de 2010 em http://www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf.

YOKOI, Yuki, 2009. "Droga de Pílula" in Revista Capital Aberto, an0 7, número 76, dezembro de 2009 pp. 23-26.