

Corporations Brasileiras: Ativismo, Comunicação e o Papel dos Boards

Há grande expectativa de que esse ambiente de pulverização da base acionária deva ocorrer de maneira consistente no Brasil, o que intensificará o surgimento de companhias abertas sem a figura de controlador definido.

O balanço dos episódios recentes envolvendo o maior ressegurador no país deixa importantes lições aprendidas para a necessidade de:

- *Amadurecimento do Ativismo no Brasil;*
- *A importância da formação de Conselhos em empresas de capital diluído;*
- *Relacionamento tempestivo com o mercado;*
- *Expectativa de apuração de responsabilidades.*

Fábio Coelho

Presidente-Executivo

fabio.coelho@amecbrasil.org.br

Em comparação aos períodos que marcam o início e o fim de ciclos econômicos, os movimentos de crescimento consistente do mercado de capitais são menos frequentes e chamados de "anos bons". Até a escalada dos riscos externos capitaneados pela COVID-19, que culminou em recordes de queda nas bolsas mundiais e restrições de liquidez em vários mercados, ainda estávamos na expectativa de entrada em um ano bom, o que foi adiado por tempo indeterminado.

Apesar do contexto econômico de incertezas, temos vivenciado uma mudança profunda na forma do engajamento entre acionistas e empresas no país. Olhando a dinâmica da governança no Brasil em perspectiva histórica, no passado recente os principais litígios corporativos tinham origem na relação entre controladores e minoritários. Neste momento, com a emergência de empresas de controle diluído, o pêndulo está migrando para um novo tipo de conflito que surge do convívio entre acionistas e administradores. É o bom e velho conflito de agência.

No artigo seminal Jensen e Meckling de 1976, os autores lançam as bases desse que se tornou um dos problemas clássicos da teoria moderna das finanças: a desconfiança que nasce da relação entre donos e gestores. Por não serem os detentores do capital, existem incentivos para que o management da empresa não atue no melhor interesse da companhia. Os casos mais comuns de situações onde isso se manifesta recaem no fato dos gestores quererem bônus maiores, o que pode gerar apetite a risco distorcido, criando miopia na avaliação de riscos do negócio.

Em países onde os juros são estruturalmente baixos e o mercado de capitais é mais líquido e desenvolvido, pessoas físicas tendem a participar de maneira mais intensa da base acionária das empresas. Há grande expectativa de que esse ambiente de pulverização da base acionária deva ocorrer de maneira consistente no Brasil, o que intensificará o surgimento de grupos empresariais sem a figura do controlador definido.

Como driver desse fenômeno de nascimento de *Corporations* brasileiras, somam-se também as expectativas de realização de privatizações de grandes empresas estatais, o que demandará o estabelecimento de novos parâmetros para balizar a relação entre acionistas e as instâncias de Governança nas empresas.

O caso IRB

Após seu IPO em 2017, a empresa seguiu os passos para a diluição de seu capital, embora mantivesse a figura do bloco de controle. No último ano, alguns

Opinião Amec

30 de Março de 2020



participantes do bloco venderam suas ações por meio de *follow-ons* e isso abriu o caminho para a transformação da empresa em mais uma Corporation nacional.

Nas últimas semanas a empresa ganhou novamente o noticiário econômico por conta da divulgação de relatórios de uma gestora de recursos que questionava práticas contábeis relacionadas a eventos não recorrentes na apuração do lucro da companhia, embora houvesse pareceres robustos e auditados que atestavam esses procedimentos. O caso ganhou notoriedade não somente pela forte variação negativa do preço das ações da companhia, mas também pelo certo ineditismo da prática de ativismo de mercado por investidores em posições vendidas.

Merece destaque, ainda, a postura de comunicação da empresa na tentativa de endereçar as preocupações de agentes de mercado com as alegações trazidas nos documentos. A ausência de manifestações claras e centralizadas que fornecessem respostas tempestivas gerou alguma frustração, o que foi potencializado por certa insegurança nas manifestações da companhia pelo fato da empresa se encontrar em período de silêncio que antecedia a divulgação das demonstrações anuais.

Parece óbvio supor que a vedação na comunicação recaia somente sobre resultados ainda não divulgados da empresa, e que, portanto, o silêncio não teria o condão de impedir que a companhia se manifestasse sobre demonstrações anteriores, que eram os alvos dos questionamentos.

Outro ponto relevante na crise de comunicação foi a preferência pela utilização de *Calls* privados como canais para levar respostas ao mercado. A assimetria informacional gerou confusão e deu origem a rumores de que gestores teriam compartilhado informações inverídicas nesses encontros fechados, sem qualquer possibilidade de confirmação de veracidade.

O balanço desses episódios pode ser resumido em importantes lições aprendidas:

Amadurecimento do Ativismo no Brasil

Percebemos a necessidade de amadurecimento de uma cultura de relacionamento de investidores com o mercado, o chamado engajamento ativista. Essa interação, inclusive, é a essência do **Código Amec de Stewardship** que traz princípios consagrados para orientar as partes nesse processo.

Se a caricatura de empresas recém chegadas à bolsa permitia que a vontade do dono prevalecesse, mesmo depois da diluição do controle do fundador, hoje temos papéis mais bem definidos sobre as instâncias de governança e das áreas de relação com investidores.

Opinião Amec

30 de Março de 2020



Transformar a Cultura não é algo trivial. O hábito do questionamento público e a demanda pelo aumento da transparência de informações, embora apresentem ônus, tem saldo positivo na geração de mercados mais eficientes sob a ótica informacional.

A formação dos Conselhos em empresas de capital diluído

O processo de formação e avaliação dos conselhos ganhou relevância em outras jurisdições e o assunto ganha tração no Brasil. A diversidade de conhecimentos e experiências, formação dos conselheiros, gênero e até faixa etária são temas atuais, mas que se complementam à necessidade de alinhamento aos bons princípios de governança, abertura para interação com *stakeholders* e respeito à pauta de sustentabilidade.

Entendemos que quando se trata de uma empresa de capital diluído, onde não está presente a figura de um controlador que exerça o papel de indicação majoritária dos representantes do Board, o processo de formação dos Conselhos passa a ser essencial para que eventuais conflitos sejam mitigados.

O papel fundamental de monitorar as atividades dos administradores ganha ainda mais relevância, de modo que os acionistas deveriam se concentrar na escolha de representantes de excelência que busquem com isenção não só a defesa dos direitos dos acionistas, mas também a manutenção dos interesses da companhia.

Relacionamento Tempestivo e Centralizado com o Mercado

Em empresas maduras, as áreas de Relações com Investidores são dinâmicas e estão preparadas para atuar em situações de falta de comunicação ou de crises reputacionais. Ainda que a responsabilidade estatutária recaia sobre o diretor designado (e também sobre a Diretoria-Executiva), a definição de papéis em situações emergenciais é o que define um bom plano de contingência.

A preparação para situações de crise e a disciplina da transparência estão, ou deveriam estar, no DNA do RI. Uma empresa que abre seu capital tem que chegar treinada para se comunicar, sob pena de sofrer as consequências da volatilidade em seu valor de mercado.

No episódio em tela, a área de RI da empresa mostrou certa inabilidade para responder às provocações do mercado, quando a solidez da empresa foi questionada. Esse certamente será um ponto de atenção para outras companhias no país.

Investigação de Responsabilidades

No entanto, a sucessão de fatos revela que a tentativa de reverter a sequência ruim de decisões permitiu que o conflito de interesse ganhasse contornos nocivos, que se confirmados, em investigações que merecem rigor e respeito ao contraditório e ampla defesa, permitirão a construção de novo capítulo da história do mercado.

Opinião Amec

30 de Março de 2020



Trata-se de um caso de conflito não entre acionistas, mas de acionistas contra o management da empresa. Não está clara ainda a extensão da responsabilidade do Conselho e dos administradores, em especial à luz de acusações de manipulação de mercado com a suposta disseminação de falsas informações sobre a base de acionistas da empresa

Ao tempo em que se espera serenidade do regulador, o que exigirá apuração e tempo de análise adequado para que se evitem injustiças, esperamos que o caso sirva de exemplo e contribua para o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro e para o desenvolvimento do ativismo no país.