

# Como vender a empresa e continuar sendo dono

Fábio Coelho\*

04 de novembro de 2020 | 11h40



Fábio Coelho. FOTO: DIVULGAÇÃO

O debate a respeito da alteração da Lei das Sociedades Anônimas para permitir estruturas de ações com voto alavancado, o chamado voto plural, ganhou força no Brasil sob a perspectiva de que tal medida possa tornar nosso mercado de capitais mais competitivo. A ideia é que um detentor dessas ações nas empresas possa garantir que sua vontade prevaleça, de maneira até 10 vezes mais forte, em relação a outro acionista. São mesmo superpoderes.

O contexto da proposta está relacionado ao esforço legítimo de se aumentar a atratividade da bolsa brasileira em perspectiva de concorrência global. No entanto, os ganhos com tal flexibilização terão apenas efeitos de curto prazo com a eventual entrada de novas empresas, ao passo que as consequências da medida podem comprometer anos de avanços em termos de governança, o que gerará riscos sistêmicos para emissores e investidores.

O tema das chamadas *Super-Voting Shares* ganhou relevância em várias jurisdições, especialmente por conta do surgimento de novas empresas de tecnologia. Por um lado, essas companhias demandam capital para acelerar os investimentos necessários, mas, pela natureza do negócio, seus sócios fundadores não demonstram interesse no

compartilhamento do controle das decisões estratégicas.

A despeito de argumentos de que o poder de voto turbinado ampliará o interesse de empresas na escolha da jurisdição de listagem em processos de abertura de capital, prevalece a visão de que a predileção pela listagem em outros mercados, em especial o americano, está mais relacionada a aspectos de *valuation* e liquidez do que pela flexibilidade trazida pelo voto plural.

No caso de eventual adoção do voto plural ou outras formas de discriminação de acionistas, o balanço de riscos e oportunidades parece pender para o primeiro, uma vez que uma competição mal estruturada com diferentes mercados globais pode resultar em um “*race to the bottom*” regulatório. Tal desregulamentação pode prejudicar a resiliência do mercado de capitais brasileiro, sua reputação e a qualidade de sua governança corporativa.

Sobre esse último aspecto, desde 2001, quando foi criado o segmento especial de listagem Novo Mercado sob a premissa de validade do princípio consagrado de “uma ação, um voto”, a governança corporativa local passou por avanços importantes. Mas vale mencionar os inúmeros episódios de escândalos societários ocorridos, que deixaram importantes lições aprendidas. Nesses casos, em regra geral, a experiência brasileira revela que muitos acionistas são lesados e não podem contar com estruturas de proteção que são comuns em outros países.

Há de se reconhecer que no Brasil o arcabouço legal e regulatório, os procedimentos e estrutura de fiscalização e punição ainda não se mostram suficientemente céleres para dissuadir e punir de forma exemplar os eventuais excessos, bem como estão presentes limitações de recursos para ampliação do *enforcement* em processos administrativos sancionadores.

Por entender esses e outros prejuízos coletivos, a própria *Securities Exchange Commission*(SEC) nos EUA chegou a impedir que essa estrutura de voto fosse praticada nesse país, em decisão que foi posteriormente revertida pelo judiciário americano.

É possível inferir que, no atual estágio de maturidade do mercado brasileiro, a instauração de tal estrutura acionária heterodoxa pode causar sérios prejuízos a investidores, sobretudo em situação de ampliação da participação de pessoas físicas com acesso à bolsa, como a que ocorre atualmente. A estrutura facilita a configuração de uma situação de governança inédita: um papel com o mesmo direito a retornos financeiros não entregar os mesmos direitos políticos aos seus detentores, ou, visto de outra maneira, é como se o controlador vendesse a companhia e ainda continuasse a ser dono!

Essas preocupações fizeram com que várias bolsas do mundo, todas em mercados mais desenvolvidos, colocassem o tema em discussão. Alguns países como Japão, Hong Kong, Singapura e Índia chegaram a alterar suas regras de listagem, porém, criando salvaguardas

Singapura e Índia chegaram a alterar suas regras de listagem, porém, criando salvaguardas robustas para assegurar a qualidade da governança das empresas listadas, para mitigar a possibilidade de entrincheiramento do controlador e para reduzir o risco de expropriação associado a tal estrutura acionária.

Se é verdade que alguns visionários em empresas como Google, Facebook e Snapchat querem proteger suas ideias, facilitando a aprovação de projetos, precisamos mostrar que aqui temos ícones empresariais que nem precisaram de força maior no voto para fazer valer seus excessos.

**\*Fábio Coelho é presidente da Associação de Investidores no Mercado de Capitais (Amec) e doutor em Economia**