

Corporations brasileiras: governança, Novo Mercado e desafios da regulação

A governança corporativa aplicada às Corporations e às empresas com controle definido tem natureza distinta, dada a dinâmica da base de acionistas e dos conflitos societários em cada modelo.

Diversos casos recentes discutidos na Amec, incluindo o Caso Zamp em curso, sinalizam a necessidade de ampliação do debate sobre regras mais adaptadas às empresas de capital disperso, tema que é objeto desta manifestação.

Fábio Coelho

Presidente-Executivo

fabio.coelho@amecbrasil.org.br

O atributo mais característico do mercado de capitais brasileiro[1], e de muitos países na América Latina, está no fato de que a proporção de empresas com acionista ou grupo de controle estabelecido é elevada e marcadamente maior do que em mercados maduros. Esse aspecto, inclusive, foi citado na formulação da Lei societária pátria quando da sua edição em 1976, tendo pouco se alterado desde então.

Proporcionalmente ao total de centenas de companhias listadas, as Corporations são a esmagadora minoria. Apresentando capital disperso, nessas empresas inexistem de maneira predefinida a figura do controlador, e se filtradas por critérios específicos aquelas com verdadeira vocação para pulverização do capital, e onde os acionistas de referência não mimetizam o exercício do controle, o número nessa categoria pode ser reduzido para menos de uma dezena de companhias[2].

Refletindo essa característica, as Corporations brasileiras mantêm acionistas com participação do capital muito acima de mercados mais sofisticados, onde a presença de acionistas com posições acima de 5% é algo incomum. Por aqui, tecnicamente, um acionista com até 50% de participação nas empresas pode ser classificado como não controlador, refletindo o diagnóstico de que nem a regulação, nem a jurisprudência e nem a autorregulação brasileiras estão preparadas para lidar com conflitos societários oriundos de empresas com capital disperso.

Sob a perspectiva da governança corporativa, não se pode atribuir predileção por um ou outro modelo de composição acionária, havendo litígios distintos atribuídos a cada um. O problema repousa nos gaps gerados e que abrem margem para oportunismos regulatórios inadequados. A ausência de uma governança compatível com esse tipo de estrutura dispersa e a falta de definição mais abrangente do conceito de controle criam certa insegurança regulatória, com zonas cinzentas que se tornam entraves para disciplinar adequadamente a atuação de agentes do mercado em situações da espécie.

[1] <https://amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2020/03/Amec-Corporations-Brasileiras.pdf> e <https://amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2021/03/Opinio-Amec-Voto-Contrario-no-Brasil-v02.pdf>

[2] Radar do Gestor Amec "Corporations Brasileiras: Aspectos de Governança e Dilemas de Crescimento", disponível em [aqui](#).

Opinião Amec

23 de Dezembro de 2023



O reflexo dessa combinação já se mostra presente em diversos casos recentes discutidos pela Amec, incluindo IRB, Linx & Stone e Vale, e que abrem flanco para discussões em privatizações recentes (e outras em curso) que demandarão novos parâmetros para balizar a relação entre acionistas e as instâncias de Governança nessas empresas. Por princípio, o acionista de referência que se comporta como controlador em diversos aspectos da dinâmica societária deveria ser tratado como tal, com aplicação de direitos e deveres. O debate continua atual e é objeto desta manifestação.

O CASO ZAMP

A Zamp é uma empresa do ramo de restaurantes listada no segmento do Novo Mercado na B3, conhecida por operar a marca Burger King no Brasil, entre outras. A companhia iniciou suas operações em 2011 sob o nome de BK Brasil, adotando estratégia de expansão de negócios por meio de aquisições de franqueados da rede de hambúrgueres no país. Em 2017 a empresa realizou seu IPO na bolsa brasileira, ingressando no segmento de mais alto nível de governança corporativa existente na B3.

Como muitas empresas do setor, a Zamp atravessou período difícil durante a pandemia onde sua estrutura de custos e queda de receitas tiveram impacto significativo em sua operação. Adotando o nome Zamp em 2022, a companhia teve sua estrutura societária bastante alterada nos últimos 3 anos, e de maneira mais intensa nos últimos 6 meses, refletindo dilemas societários em sua estratégia de crescimento e sucessivas tentativas de aquisição de controle.

Na ausência de um controlador nos moldes da Lei das SA, a empresa é tecnicamente classificada como uma Corporation, e entre seus principais acionistas^[3] figuram-se a Restaurant Brands International (detentora do contrato de master franqueador e estabelecida como Burguer King do Brasil) com cerca de 9,4%, a Mubadala Capital com cerca de 39,6%, a FitPart com 16,8% e a Mar Asset com 3,8%.

O Mubadala, gestora de private equity que tem o fundo soberano de Abu Dhabi como um dos principais investidores, há tempos tem demonstrado sinais de que deseja assumir formalmente o controle da companhia. Em 2022, esse acionista detinha cerca de 5% da empresa e chegou a manifestar sua intenção de realizar uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) para adquirir a maioria do capital da Zamp (50%+1), sendo sua proposta rechaçada pelos demais acionistas e retirada na sequência.

[3] Participação obtida no site da companhia, incorporando os Fatos Relevantes divulgados em 18/12/2023;

Opinião Amec

23 de Dezembro de 2023



Desde então, o Mubadala vem aumentando significativamente a sua posição acionária, atingindo neste momento quase 40% do capital da empresa, em sinal claro de sua estratégia pública de aquisição originária de controle. Esse acionista convocou nos últimos dias uma AGE para deliberar a saída voluntária da companhia do Novo Mercado[1], valendo-se de regra prevista no Regulamento desse segmento que abre caminho para dispensa da realização de OPA.

A proposta de retirada da Companhia do segmento de listagem de maior exigência de governança corporativa existente no país, remetendo-a ao nível mais básico e tradicional, recebeu reações imediatas de outros acionistas. Na sequência, a MAR Asset aproveitou a convocação da AGE para incluir item de deliberação sobre alteração do estatuto para colocação de cláusula de poison pill e de limitação ao exercício do direito de voto.

SAÍDA DO NOVO MERCADO E SUAS IMPLICAÇÕES PARA ACIONISTAS

A Amec já se pronunciou em diversas situações sobre a saída voluntária dos segmentos diferenciados de listagem. Temos manifestações nesse sentido em 2012[5], 2015[6], 2017[7] dentre outras, e todas abordaram a tese central de que “a saída dos segmentos diferenciados de governança é fácil e ocorre sem consequências”[8].

O atual Regulamento do Novo Mercado (RNM) prevê, como regra geral, que essa saída deve ser precedida de OPA de ações para cancelamento de registro de companhia, trazendo em regime de exceção a possibilidade de dispensa desse requisito (desde que aprovado em assembleia geral).

[4] Em carta encaminhada à companhia em 20/11/2023, a Mubadala considera que “a participação da Companhia no Novo Mercado da B3 atualmente limita algumas das alternativas disponíveis para o financiamento e a expansão das suas atividades, impondo entraves que superam os potenciais benefícios provenientes da listagem naquele segmento especial.” Defende ainda que “A Saída Voluntária poderá contribuir de forma determinante para a aceleração do desenvolvimento e da execução das estratégias de crescimento de longo prazo da Zamp, incrementando o leque de alternativas, incluindo, dentre outros, (i) a possibilidade de promover a captação de recursos por meio da emissão de ações preferenciais; (ii) a realização de operações de combinação de negócios com empresas nacionais e estrangeiras que possuam negócios sinérgicos com os da Zamp e que atualmente não integram o Novo Mercado; e (iii) a eventual migração de sua listagem principal para mercados estrangeiros.”

[5] 10/04/2012 – Comunicado ao Mercado: Opas Unificadas

[6] 27/07/2015 – Carta Presi 06/2015

[7] 12/05/2017 – Opinião Amec: Hora da Decisão

[8] Vale lembrar trecho do artigo de “Opinião Amec: Hora da Decisão”: Qual o sentido de se pagar um ‘prêmio’ por uma empresa do Novo Mercado se a qualquer momento ela pode ‘desligar’ seu comprometimento com suas cláusulas, saindo do Novo Mercado?

Opinião Amec



23 de Dezembro de 2023

Não se propõe repisar aqui o debate sobre o voto de acionistas em condições de conflito de interesse[9]. No entanto, em uma companhia com controlador estabelecido, eventual deliberação de tema assemblear controverso apenas por acionistas detentores de ações em circulação afasta ou minimiza, por óbvio, o viés de interesse particular do voto do controlador. Esse caminho funciona internacionalmente como mecanismo de proteção e de preservação de interesses coletivos, presente de maneira recorrente em manifestações da OCDE[10].

Ocorre que, em uma Corporation, o regulamento do Novo Mercado não prevê salvaguardas ao voto de acionista de referência em nenhum cenário, bem como nenhum outro normativo o faz. No caso em tela, a propositura de saída do segmento por acionista que demonstra publicamente a intenção pelo controle da companhia deveria ser avaliado sob critérios para o exercício de deliberação assemblear.

O Novo Mercado continua sendo importante referência de governança para o país, pelo que a sua real, constante e efetiva atualização é medida necessária. O aprendizado decorrente de operações como a AGE da Zamp revela pontos que tornam evidentes a necessidade de que lacunas precisam ser endereçadas e debatidas.

GOVERNANÇA EM CORPORATIONS E O CONTROLE ACIONÁRIO EM PERSPECTIVA

A Lei nº 6.404/1976 (LSA) traz uma definição de acionista controlador que há muito deveria ser revista. O diploma legal apresenta em seu artigo 116 os requisitos para configuração de acionista controlador que variam entre combinação de: i) poder de voto em maioria ii) poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e iii) uso de poder para dirigir atividades e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

A única forma de um acionista ter assegurado, de modo permanente, a maioria dos votos é deter 50% + 1 ação das ações. Ao longo do tempo, tivemos diversas tentativas de trazer uma definição mais moderna para o tema, como o próprio Regulamento do Novo Mercado, que ao tratar de alienação de controle, define controle como *“o poder efetivamente utilizado por acionista de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida.”*[11]

[9] O tema desperta paixões e sofre de efeito pendular na jurisprudência, sobre o qual a Amec já se manifestou em diversas ocasiões trazendo argumentos econômicos para sua defesa da aplicação do conflito formal. Ver artigo <https://valor.globo.com/financas/coluna/voto-em-conflito-e-a-presuncao-da-boa-fe.ghtml>.

[10] Ver OECD Corporate Governance Factbook 2023, disponível em https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-corporate-governance-factbook-2023_6d912314-en

[11] Ver Regulamento do Novo Mercado, Artigo 37, §1º

Opinião Amec



23 de Dezembro de 2023

Também existiram interpretações de que seria considerado controlador o acionista que lograsse eleger por três assembleias consecutivas os administradores da companhia. São definições e interpretações pertinentes, mas que sempre encontravam óbice interpretativo na LSA.

O surgimento de acionistas de referência trouxe diversas dificuldades não contempladas na Lei. Diante disso, as iniciativas utilizadas para proteger a base acionária de uma companhia em que há um acionista de referência que efetivamente a controla, seja elegendo a maioria dos membros da administração, seja direcionando os seus negócios, foram as poison pills, eventuais limitações de voto e as tentativas de introduzir no Brasil a denominada OPA 30.

A Edição 55 do Panorama AMEC[12] tratou desses temas. As poison pills nos mercados americano, inglês e na comunidade europeia, foram introduzidas em função da existência de empresas cujo controle não é definido. Na Inglaterra, foi estabelecido que acionista que adquirisse mais de 30% das ações, era obrigado a fazer uma oferta para todos os demais pelo valor da sua última compra.

Isso fazia com que se limitasse esse percentual de ações que um acionista pudesse deter, para evitar ou então reduzir essa possibilidade de se constituir um controle efetivo com uma participação relativamente baixa. Foi uma maneira de proteger minoritários e garantir que se um acionista (ou um grupo de acionistas) quisesse efetivamente ter o controle, então teria que comprar todas as ações.

Esses 30% foram instituídos, na Inglaterra, pelo Take Over Panel - órgão de autorregulação do mercado. A partir de 2006, ele foi incorporado à legislação societária inglesa e depois foi agregado à legislação societária da comunidade econômica europeia, por meio de uma diretiva específica. No Brasil, ideia semelhante foi imaginada com a constituição do Comitê de Aquisições e Fusões - CAF, sem sucesso, o que levou ao seu formal encerramento em 2021.

No país, diversas são as destinações dadas às poison pills. Em virtude da heterogeneidade dos usos dessas cláusulas no mercado doméstico e dos conflitos gerados pelas diferentes interpretações, ocorreram algumas tentativas de criar regras para padronizar a utilização do mecanismo. A B3 elaborou, pelo menos duas vezes, propostas para definição de regras mínimas aplicáveis às medidas de defesa para as companhias listadas no Novo Mercado.

[12] Panorama Amec 55, disponível em <https://mail.amecbrasil.org.br/vl/-56dcc4fe347465c4910bb9a08244b4ccafc4c786e9me0e2SCOe>

Opinião Amec

23 de Dezembro de 2023



A primeira tentativa ocorreu na revisão de 2008, com a proposta da “OPA 30”, que procurava estabelecer o percentual de 30% como o gatilho para acionamento da poison pill. A mudança encontrou resistência por parte das companhias e acabou sendo rejeitada. O tema voltou a ser debatido e apresentado na recente revisão das regras em 2017, mas novamente sem sucesso.

Portanto, a definição de acionista controlador e, até mesmo, a introdução da OPA 30 (ou outro percentual mais adequado), ou ainda a criação de OPA por aquisição originária do controle são matérias que precisam ser enfrentadas para que o mercado de capitais brasileiro volte a avançar na direção de aperfeiçoamento das Corporations.

Sublinhando, mais uma vez, a pulverização do capital é algo ainda muito raro e, na maioria das estruturas, identificamos a presença de acionistas de referência que continuam a deter posições muito relevantes nessas empresas. No modelo efetivo de Corporation, quanto maior a dispersão do capital, maior será o poder concedido à administração da Companhia. Assim, medidas de reequilíbrio se tornam necessárias diante desse vazio normativo para disciplinar objetivamente esse tipo de estrutura acionária.

Vale ainda destacar que em Corporations a prática de engajamento dos acionistas se torna ainda mais relevante em momentos de deliberação de temas estratégicos e relevantes para condução dos negócios. Nesse mesmo contexto, a redução dos percentuais de free float para níveis internacionais pode comprometer ainda mais a baixa participação de investidores nas decisões assembleares. Isso também reforça a importância de incentivos à cultura de stewardship, que ainda carece de amadurecimento no mercado brasileiro.

Aproveitando recente Consulta Pública colocada pela CVM para modernizar as OPAs, é possível que tenhamos nova revisão de regras dos níveis diferenciados de governança da B3. A Amec está atenta a essas especificidades e levará suas contribuições para que a regulação de Corporations seja aprimorada no país.