

Corporations: falta decidir quem é o dono da bola

Opinião Jurídica

Fábio Coelho e Felipe Hanszmann

No futebol de várzea, o jogo termina quando o dono da bola decide. A analogia serve como exemplo para o atual vácuo na regulação de corporations no Brasil, especialmente por conta do debate de recentes privatizações no país. Enquanto a figura do acionista controlador é bem definida por lei (50% + 1 do capital), em empresas sem controle definido não há nada que especifique o momento em que um acionista de referência passa a deter poder suficiente para atuar como um controlador. Na prática, a bola tem dono, mas ele não é obrigado a cumprir com as regras e responsabilidades que tornam o jogo justo para todos.

Casos emblemáticos mostram que é urgente fortalecer a regulação de controle minoritário no país para evitar conflitos de interesse e prejuízos aos acionistas, que incluem transações entre partes relacionadas com pouca transparência e pagamentos de prêmio de controle indevidos.

O número das chamadas true corporations na bolsa brasileira não chega a uma dúzia, considerando critérios como o grau de pulverização do capital votante, a presença de acionistas de referência, acordo de acionistas e composição do

conselho. Mesmo em empresas sem controle predefinido, evidencia-se um grau elevado de concentração de poder. Em mercados mais desenvolvidos, como os EUA e o Reino Unido, a situação é diferente devido à maior pulverização do capital e à autorregulação.

Sem regras específicas, proliferam situações em que o acionista de referência chega a ter quase 50% do capital votante, mas não há nada na legislação vigente que o caracterize ou traga deveres e direitos similares aos do acionista controlador — ainda que, na prática, ele tenha a palavra final sobre decisões essenciais para a companhia.

Esse é um debate antigo no Brasil, especialmente no âmbito das ofertas públicas de aquisição (OPA). Inspirada pelo Takeover Panel britânico, a B3 tentou implementar cláusula no Novo Mercado que obrigava o adquirente que atingisse participação societária superior a 30% de seu capital a propor uma OPA aos demais acionistas. A iniciativa não vingou devido à oposição das companhias, que alegaram que a medida poderia tornar investimentos inviáveis, e que outros instrumentos, como a regra de tag along e poison pills, já seriam suficientes para mitigar problemas.

A experiência brasileira com poison pills, no entanto, mostrou não ser o caso. Esses

instrumentos foram criados nos EUA para proteger acionistas de aquisições hostis, dado que lá a legislação permite que o ofertante crie incentivos perversos para alavancar seu poder de barganha. Um exemplo são as two-tiered offers, em que o preço pago para os primeiros aderentes é mais alto do que para aqueles que aceitarem vender posteriormente.

No sistema brasileiro, prevalece a exigência de tratamento equânime, tornando desnecessário que o board intervenha para frustrar tais ofertas. Nesse contexto, as brazilian pills foram incorporadas como disposições estatutárias demandando que compradores que atingissem determinada porcentagem do capital votante estendessem ofertas aos demais acionistas para comprar a totalidade de suas ações. Porém, essas cláusulas acabaram sendo usadas para proteger blocos de controle, desvirtuando seu princípio original e frustrando reorganizações societárias legítimas. A CVM precisou intervir em 2009 para desincentivar o uso do instrumento como cláusula pétrea em estatutos.

Houve também uma tentativa de mitigar conflitos por meio da autorregulação, com a criação do Comitê de Aquisições e Fusões (CAF) em 2012/13. A iniciativa, inspirada

no Takeover Panel britânico, criou um regime de adoção voluntária para proteger os minoritários em aquisições de controle e reorganizações.

Dentre as regras previstas no Código do CAF estava a obrigatoriedade de realização de OPA após atingimento de participação relevante (30%), tal qual no Reino Unido. O racional da norma é prover aos investidores a oportunidade de vender suas ações com a chegada de um novo controlador de fato, que poderá alterar a governança e o negócio da empresa. Contudo, em virtude da falta de adesão das companhias, o projeto foi encerrado em 2021.

Há quem defenda que o modelo de autorregulação é o mais adequado para solucionar os conflitos. Porém, se tais iniciativas não estão conseguindo sanear o mercado adequadamente, acreditamos que a solução deve vir mesmo da regulação. A CVM tem se esforçado para endereçar várias questões nos últimos anos. Porém, no caso das OPAs, ainda há espaço para aperfeiçoamentos, o que torna a recente consulta pública para revisar a Resolução CVM n° 85 uma excelente oportunidade para a autarquia retomar a discussão.

A proposta busca aprimorar diversos processos operacionais e traz soluções para o cálculo das

porcentagens que desencadeiam obrigações em decorrência de aumento de participação, facilitando o custo de observância de companhias e investidores. Contudo, peca ao deixar de fora pontos polêmicos, como maior detalhamento dos laudos de avaliação.

Independentemente da definição de porcentagem ideal que configure atingimento de participação relevante, é essencial reconhecer a influência dos acionistas de referência sobre as decisões das companhias sem controle majoritário tradicional por meio de uma regulação clara. É essencial incorporar nas regras do jogo o controle efetivo que tais acionistas exercem na governança e sua sujeição aos deveres legais. Com o incentivo regulatório correto, a expectativa é de que haja menos conflitos e mais fairplay nas corporations brasileiras.

Fábio Coelho e Felipe Hanszmann são, respectivamente, presidente da Associação de Investidores no Mercado de Capitais (Amec) e professor da FGV; e sócio do Vieira Rezende Advogados e professor da FGV

Este artigo reflete as opiniões do autor, e não do jornal Valor Econômico. O jornal não se responsabiliza e nem pode ser responsabilizado pelas informações acima ou por prejuízos de qualquer natureza em decorrência do uso dessas informações