

Consolidação de mercado e novas normas sinalizam para um ano de adaptações

As experiências vividas nos últimos anos, inclusive no período da recente crise financeira internacional, serviram de teste para as companhias abertas brasileiras, aos agentes econômicos e jurídicos, e ao próprio ambiente institucional do setor. Com um órgão regulador e fiscalizador presente, os resultados desse aprendizado se concretizaram em novas normas que, nesse ano de 2010, devem exigir adaptações, com uma postura mais pró-ativa de todos os participantes da área. O resultado esperado é um mercado mais transparente, com mais facilidade de acesso aos recursos e assembleias de acionistas cada vez mais legítimas.

Por Andréa Háfez

09|02|2010

Desde 2004, o mercado de capitais brasileiro vive um período de crescimento. A ida de diversas empresas para a Bolsa de Valores, com a abertura de seus capitais, a ampliação da base de investidores acionistas _ de pessoas físicas a institucionais, o aumento de operações de reorganização societária e a própria expansão dos serviços de advocacia voltados para o setor, sinalizam a concretização desse movimento. Em 2009, porém, as conseqüências da crise financeira mundial começada no ano anterior trouxeram impactos efetivos no ambiente brasileiro.

O que parece, porém, é que esse momento se transformou em uma etapa de estabelecimento de novas bases para um amadurecimento, nesse processo de desenvolvimento. Agora, em 2010, há a expectativa da retomada das operações de captação de recursos, com novas emissões de valores mobiliários. Não se trata, porém, de uma simples continuidade do movimento anterior. Será o início de uma nova rodada de testes, não apenas econômicos, mas institucionais. No período de desaceleração, no ano passado, houve a oportunidade de análise e elaboração para o aperfeiçoamento de normas. Normas que serão colocadas em prática no dia a dia do mercado e de seus agentes em 2010.

Foi a partir desse cenário, que o Espaço Jurídico BM&FBOVESPA pediu para que alguns de seus colaboradores analisassem o contexto jurídico e operacional do mercado e apresentassem as suas expectativas e sugestões para esse ano. Algumas das principais bancas de advocacia com atuação na área de mercado de capitais _ Barbosa, Müssnich&Aragão, Demarest&Almeida, Veirano, TozziniFreire, Machado, Meyer, Sendacz e Opice e Mattos Filho Veiga Filho Marrey Jr. e Quiroga Advogados retornaram esse pedido.

Em destaque: a necessidade das companhias se adaptarem às novas normas, reverem parte de seus conceitos em disposições estatutárias e referentes à administração, o que envolverá a realização das assembleias gerais com uma oferta mais ampla de informações e superando qualquer tipo de tentativa de limitação às suas deliberações. Tudo com o objetivo de conquistar um mercado mais transparente, com maior facilidade de acesso à obtenção de recursos junto aos investidores e acionistas mais ativos.

Assim, logo na discussão sobre possíveis propostas para mudanças nos estatutos sociais das companhias abertas, foi praticamente consenso entre os advogados consultados, o entendimento de que as chamadas *poison pills* (pílulas de veneno) devam ser retiradas ou sofrer alterações. Essas cláusulas estatutárias, que, a princípio, estabelecem regras para inibir a concentração de participação acionária em empresas com capital disperso, foram colocadas à prova e parece não terem sido bem sucedidas.

“A crise econômica revelou o lado negativo das *poison pills*, especialmente daquelas que desestimulam a aquisição de parcelas relevantes do capital, pois acabaram por inviabilizar negócios atraentes para companhias abertas e seus acionistas”, afirma a advogada Camila Goldberg, do escritório Barbosa, Müssnich&Aragão. Para ela, é necessário que haja uma reflexão sobre a manutenção desses mecanismos de proteção à dispersão acionária nos estatutos, por conta dos impactos que podem causar em um ambiente pouco próspero, como o vivido até meados de 2009.



Camila Goldberg

Esses dispositivos, alvos de muitos dos debates do ano passado e matéria para discussão nos próximos meses, têm um agravante. Para o advogado Thiago Giantomassi, sócio do escritório Demarest&Almeida, muitas das companhias que possuem essas cláusulas contemplam, também, uma regra acessória que busca impedir a sua retirada por meio de qualquer mudança estatutária. “Há, em muitos casos, a determinação de que os acionistas que votarem a favor da supressão ou alteração das *poison pills*, serão obrigados a realizar uma oferta pública pela totalidade das ações da companhia”, diz o advogado. Com esse acessório, as *poison pills* ganham um efeito de “cláusulas *pétreas*”, como se fossem imutáveis.



Márcio Tadeu Guimarães
Nunes

Uma estrutura que, segundo os advogados Márcio Tadeu Guimarães Nunes e Gustavo Moraes Stolagli, sócios do escritório Veirano Advogados, resulta em um engessamento, muitas vezes indesejável nas companhias, pois levam a uma precificação discutível das ações e das operações. “A sua finalidade é duvidosa. Em alguns casos, fica claro que essas cláusulas servem para defender o interesse de um grupo de sócios ou administradores e não o interesse da companhia, como a preservação do capital disperso”, afirmam.

Com a falta de liquidez das ações, pois as imposições determinadas pelas *poison pills* encarecem os papéis e dão uma precificação questionável, inviabilizam as mudanças na companhia. “Não há um padrão, mas há casos em que é estipulado um prêmio fixo, que varia de 20% a 50% sobre o valor de avaliação da companhia. O que cria uma variável artificial que acaba tendo como maior efeito simplesmente tornar proibitiva uma aquisição de controle”, explicam os sócios do Veirano.

O estímulo a esta revisão estatutária ganhou força com a manifestação da CVM, no ano passado, por meio de seu [Parecer de Orientação nº 36](#), no sentido de que a disposição acessória que tenta tornar imutável as *poison pills* não se compatibiliza com diversos princípios e normas da legislação societária em vigor, em especial ao previstos nos artigos 115, 121, 122, I, e 129 da Lei nº 6.404/76. “É por essa razão que a CVM afirmou que não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária (as *poison pills*), ainda que não realizem a oferta pública prevista na disposição acessória”, afirma Giantomassi.

Esse é apenas um indicativo de que as referidas cláusulas destoam da cultura de mercado que vem se firmando atualmente. “O próprio IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) publicou em sua Segunda Carta Diretriz, que defende que os acionistas devem exercer o direito de voto livres de pressões que os previnam de agir no melhor interesse da companhia”. Para Giantomassi, esses posicionamentos ressaltam que

a validade de qualquer condição estatutária deve estar sempre sujeita ao órgão soberano de deliberação: a assembleia geral, capaz de harmonizar os interesses dos acionistas e da companhia. Mais um motivo para as assembleias ganharem especial relevância nesse ano.

Outros ingredientes que as colocam em maior evidência e que exigirão uma adaptação efetiva das companhias são as novas normas editadas pela CVM: as Instruções 480 e 481, sobre registro de emissores de valores mobiliários e sobre informações e pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto em assembleias de acionistas. Focadas na busca pela maior transparência e no objetivo de ampliar a participação dos acionistas, as novas ICVM são um desafio ao mercado.

Dentro de um cenário que intensificou a discussão sobre a facilitação de acesso de investidores a assembleias de companhias abertas, nos últimos dois anos, a ICVM 481 veio regulamentar os pedidos públicos de procuração, já previstos na Lei das S.A. desde 1976. “A necessidade da efetiva regulamentação só surgiu com a presença das companhias com capital pulverizado. A medida contribuirá para a maior participação dos acionistas em assembleias”, afirma Giantomassi.

Além disso, há a intensificação de criação de mecanismos de acesso remoto a esses eventos. Mas, como lembra Giantomassi, há uma limitação legal (exigência da presença física de 25% dos acionistas votantes para a instalação da assembleia), que não permite uma realização 100% online.

Na avaliação de Márcio Tadeu Guimarães Nunes e Gustavo Moraes Stolaghi, a adoção dos meios eletrônicos para a facilitação de participação em assembleia, como as procurações eletrônicas com certificação digital, deverão se disseminar, assim como o monitoramento remoto dos eventos por meio do webcast (transmissão via internet). “Deverá ocorrer paulatinamente a extinção das regras que dificultam a participação de acionistas em assembleias”, afirmam.

A viabilização da participação dos acionistas vai além da possibilidade de votação via procuração, segundo a análise dos advogados. A nova ICVM 481 traz muitos avanços, alguns antecipados por companhias com melhor governança corporativa, na oferta de informações para o preparo das votações.

“A nova norma confere aos investidores o direito de obter informações mais detalhadas sobre os temas a serem deliberados e o acesso a um manual explicativo da assembleia, entre outros pontos”, lembra Camila Goldberg. Com essas novas exigências, a expectativa é de uma maior participação de minoritários nas assembleias, especialmente no que se refere à eleição de membros do conselho de administração. Uma participação mais ampla em quantidade de acionistas e mais qualificada, em razão do melhor preparo.

Aliás, para colaborar com esse preparo dos acionistas, a partir do final de maio, haverá o resultado das exigências da ICVM 480: a publicação dos Formulários de Referência. Esse documento, criado pela nova norma da CVM, substituirá o IAN (Relatório de Informações Anuais), sendo obrigatória a sua primeira apresentação até o dia 31 de maio. As Assembleias Gerais Ordinárias (AGO), porém, têm que acontecer até o final de abril, por lei. Assim, talvez nem todas as companhias terão disponibilizado seus Formulários de Referência para a AGO de 2010. Mas para os eventos seguintes, os acionistas contarão com esse instrumento que promete colaborar na supervisão das companhias das quais detêm participações.

Para se preparar, alguns dos advogados consultados pelo Espaço Jurídico BMFBOVESPA aconselham as companhias a, inclusive, formarem equipes de trabalho especialmente dedicados à elaboração do Formulário de Referência, pois o detalhamento das informações _ tanto quantitativo como qualitativo _ representará uma mudança estrutural.

“Durante a audiência pública da ICVM 480, diversas companhias manifestaram o entendimento que as informações exigidas no novo formulário zelam apenas pela transparência que se pretende oferecer aos investidores, sem haver preocupação com o fato de que as estratégias da companhia ficarão expostas à concorrência”, pondera Camila Goldberg sobre a possível resistência das empresas ao novo formato de divulgação de informações.

“A melhor forma de fazer valer o novo instrumento é envolver a alta administração das companhias, para que o formulário seja perfeitamente completado, refletindo a saúde financeira e operacional da companhia”, avalia Thiago Giantomassi. “A sugestão é que seja formado um grupo de trabalho especialmente dedicado à tarefa, preferencialmente sob a liderança de uma área com acesso às demais da companhia — como a de relações com investidores —, com a contratação de assessores externos, para verificar o atendimento das exigências e esclarecer o conteúdo das informações”.

“Uma vez digerida a Instrução CVM 480/09, o Formulário de Referência será um importante instrumento que proporcionará aos investidores maior transparência em relação às políticas internas das companhias e também acelerará os processos de registro de emissões”, conclui Camila Goldberg. Esse é ponto que sinaliza o objetivo desse novo momento no mercado: com mais transparência, a partir da oferta permanente de informações, por meio do novo formulário, as companhias poderão obter o registro de novas emissões, em busca de novas captações de recursos, de forma cada vez mais ágil.

É nessa linha que ainda é aguardada a nova Instrução CVM 400, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário. A expectativa é que a nova norma, que teve a sua minuta colocada em audiência pública ainda em 2009, complemente a ICVM 481.

Implementado o Formulário de Referência, a nova ICVM 400 trará, entre os avanços mais importantes, o registro automático das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de emissores com grande exposição ao mercado. “O que significará um aprimoramento das ofertas públicas de valores mobiliários”, afirma a advogada Ana Carolina Freire, sócia do escritório TozziniFreire. A intenção da nova ICVM 400 é estabelecer a possibilidade de tornar efetivo o registro da oferta pública depois de cinco dias do protocolo do pedido na CVM. Essa medida aumenta substancialmente a celeridade no acesso desses emissores ao mercado, que hoje está sujeito a um prazo mínimo de 20 dias úteis.

pesar do trabalho que as empresas terão nesse período de adaptação às novas normas e possíveis mudanças estatutárias, tudo sinaliza no sentido de que os benefícios serão obtidos no longo prazo. Com uma conjuntura econômica favorável, as chances para obtenção de recursos disponíveis poderão ser aproveitadas de forma cada vez mais oportuna, além das companhias conquistarem um desenho institucional estatutário com a flexibilidade necessária para a realização de novas operações, respaldadas por acionistas mais ativos.

Crise enfatiza necessidade de análise de tolerância ao risco

Critério básico na avaliação de operações no mercado de capitais, o risco recebe novos desenhos em 2010 tanto na ponta do investidor como na frente dos emissores de valores mobiliários. De acordo com os advogados consultados pelo Espaço Jurídico BM&FBOVESPA, fica mais evidente a colocação em prática do critério: tratar diferente os diferentes, para dar mais equidade aos agentes do mercado, no que diz respeito ao risco aceito e oferecido.

A adoção do processo de *suitability* está entre os elementos que constituem essa tendência. O mecanismo, já recomendado por entidades representantes de alguns segmentos do mercado, prevê a adequação de oferta de produtos ao perfil de tolerância ao risco apresentado pelo investidor. A sua aplicação ganhou mais força a partir das conseqüências sentidas com a recente crise financeira. “Uma das principais causas das perdas sofridas durante a crise foi a inadequação do investimento ao perfil do investidor, que não estava ciente dos riscos a que estava sujeito”, lembra a advogada Camila Goldberg, sócia do escritório Barbosa, Müssnich&Aragão.

Segundo ela, já se percebe um movimento de órgãos reguladores nesse sentido, como a recomendação do COREMEC (Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização) a todas as entidades sob a sua alçada, para a adoção de normas com o objetivo de adequar os riscos do investimento ao perfil do investidor. “A própria CVM parece



Thiago Giantomassi

aplicar essa orientação a suas normas. A Instrução CVM 480, que trata do registro de emissores de valores mobiliários, prevê diferentes categorias de emissores que variam em função do risco do valor mobiliário por eles emitido, e grupos especiais de emissores, que variam em função de características específicas do emissor. Essa classificação facilita a análise dos investidores em relação aos riscos do investimento”, afirma.

Mais que isso, a diferenciação, além de permitir uma maior proteção ao investidor, facilitará o acesso aos recursos para as diferentes empresas, pois as exigências são diferentes e viabilizarão, em algumas circunstâncias, o registro automático de novas ofertas de valores mobiliários. Outra norma que entrou em vigor em 2009, já colocou em prática esse acesso facilitado aos recursos, a partir da adequação do risco do papel à tolerância do investidor destinatário. A Instrução CVM 476, que trata da oferta pública com esforços restritos, trouxe bons resultados de captação de recursos.

De acordo com o advogado Thiago Giantomassi, essas ofertas são dispensadas automaticamente de registro e direcionadas exclusivamente a investidores qualificados. “Embora a instrução tenha excluído importantes valores mobiliários da dispensa de registro, as companhias se utilizaram desse mecanismo de captação de forma extensa, sobretudo por meio de debêntures e notas promissórias”, afirma.

Para exemplificar, a advogada Camila Goldberg menciona que foram realizadas 49 ofertas de debêntures com esforços restritos em 2009, enquanto apenas 15 ofertas públicas do mesmo valor mobiliário foram registradas na CVM no mesmo período. “As ofertas públicas com esforços restritos são uma importante opção nesse momento de recuperação do mercado. As companhias – ressalte-se, abertas ou não - têm uma alternativa mais simplificada e menos custosa para captar recursos junto ao público investidor mais tolerante ao risco”.

Na avaliação desses advogados, a ICVM 476 foi um teste feito com alguns valores mobiliários. Mas eles acreditam que a regra, agora vista como interessante e eficaz, possa vir a ser aplicada à oferta de outros papéis, como ações, valores mobiliários conversíveis ou permutáveis, bem como valores mobiliários emitidos por emissores estrangeiros.

Para os advogados Márcio Tadeu Guimarães Nunes e Gustavo Moraes Stolagli, sócios do escritório Veirano Advogados, não faz sentido submeter ao mesmo nível de rigor as ofertas destinadas a investidores qualificados ou super qualificados e o varejo. “Isso segue inclusive o princípio do modelo de Supervisão Baseado em Risco, adotado pelo Conselho Monetário Nacional para o mercado de valores mobiliários por meio da Resolução nº 3.427/2006, assim como o princípio do *suitability*, nos termos da Deliberação nº 7 do COREMEC (Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e de Capitalização)”, afirmam.

“Essa nova modalidade de captação e o tratamento mais célere pela CVM para que as companhias possam acessar o mercado, a partir da ICVM 480, ajudarão a tornar o mercado de capitais brasileiro mais dinâmico e ativo”, conclui o advogado José Eduardo Carneiro Queiroz, sócio do escritório Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados.. Mais um passo para consolidá-lo como uma efetiva fonte de recursos para as companhias que buscam capital e como um instrumento de poupança eficaz para os investidores.

Discussão sobre transferência de controle em companhias sem acionista majoritário definido pede esclarecimento

É possível dizer que há quase um quadro de ansiedade entre os advogados que atuam no mercado de capitais em relação à dificuldade para definir a ocorrência ou não de uma transferência de controle em casos de companhias que não possuem um controlador majoritário estabelecido. O impacto é importante para determinar a necessidade ou não de oferta pública de aquisição (OPA) das ações de todos os demais acionistas, o que implica em outros custos para as operações de compra de participações. Sem um esclarecimento, há a insegurança de haver mudanças durante as negociações e, mais, serem necessários gastos futuros, por conta de entendimentos divergentes.

As discussões em relação ao tema se estenderam ao longo de 2009, mas sem chegar a uma conclusão. O advogado Thiago Giantomassi, do escritório Demarest & Almeida Advogados, destaca o Caso TIM Participações S.A., Telecom Itália e Telco, levado para uma definição na CVM. Em julho de 2009, foi discutida a obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição (OPA) de ações de emissão da TIM Participações S.A. (“TIM Participações”) pela Telco, como requisito para a alienação indireta do controle da Companhia, nos termos do art. 254-A da Lei nº 6.404/1976.

A decisão do Colegiado da CVM reformou a opinião da área técnica da Autarquia, e definiu pela não-obrigatoriedade da realização da oferta. Mas, mais que isso, a decisão demonstrou que ainda há espaço para discussões sobre o tema — tanto no mercado, quanto no próprio Colegiado da CVM, que chegou ao resultado por maioria, sem unidade entre os diretores — e sem uma linha clara para guiar o mercado.

“A transferência de participação societária de companhias com controle pulverizado é um tema recorrente sobre o qual a CVM tem sido chamada a opinar constantemente. Embora haja algum consenso sobre determinadas operações, a complexidade das operações e a criatividade empresarial dificultam, cada vez mais, a tarefa da CVM”, afirma o advogado.

Para Giantomassi, o mais adequado, nesse momento, seria estabelecer critérios mais específicos para a definição de uma alienação de controle. “Uma forma seria manter a definição genérica de alienação de controle, já prevista na lei, e acrescentar uma previsão no sentido de que exista presunção de ocorrência de alienação com a compra de um determinado percentual de ações. A tarefa é definir o percentual, que poderia variar entre 25% e 35% do capital votante”, afirma.

Os advogados Márcio Tadeu Guimarães Nunes e Gustavo Moraes Stolagli, sócios do escritório Veirano Advogados, também avaliam ser necessário o estabelecimento de parâmetros mais claros em relação ao tratamento conferido ao fenômeno do controle minoritário. “É importante que seja criado um gatilho bem definido para fins de disparo da oferta pública de aquisição, tal como já acontece em vários países europeus, nos quais a compra de 30% das ações é a linha de corte que define a obrigação de extensão da oferta de aquisição aos acionistas minoritários”.

Fica para 2010, a expectativa, segundo alguns dos advogados consultados pelo Espaço Jurídico BM&FBOVESPA, de que ocorra algum tipo de definição. Os caminhos também não são claros ainda: alguns entendem ser preciso modificar a legislação, outros ponderam que os limites podem ser esclarecidos por meio de autorregulação, com a reforma das regras que envolvem as empresas listadas no Novo Mercado _ segmento de listagem da Bolsa com regras mais rígidas de governança corporativa. De qualquer forma, o interesse é por uma maior previsibilidade.

Limites de competência de administradores ganham destaque

A legislação brasileira dispõe sobre as responsabilidades dos administradores. O dever mais evidente é o de exercer suas atividades para atingir os fins e interesses sociais. No entanto, as administrações das companhias são compostas por diversos agentes e órgãos. E, depois dos últimos eventos vivenciados pelas empresas durante a crise financeira de 2008 e 2009, há a recomendação, por parte de alguns advogados, de que os limites de competência de cada função sejam mais claros.

A inclusão de regras detalhadas sobre a independência dos administradores e o funcionamento dos órgãos de administração — em particular o Conselho de Administração, com normas sobre reuniões periódicas e presença remota, além de um regimento interno — e a eleição de seus membros, são interessantes, segundo a análise do advogado Thiago Giantomassi, do escritório Demarest & Almeida Advogados. Essas medidas possibilitam a transparência de gestão e a efetividade dos deveres previstos em lei. O que interessa tanto aos acionistas, como aos próprios administradores, que também podem se defender de eventuais falhas que não tiveram origem em suas áreas de atuação.

Seria recomendável, inclusive, a definição do que os administradores podem fazer sem a aprovação dos acionistas. “Que tipo de risco podem assumir isoladamente, sem a necessidade de submeter a sua decisão à assembleia de acionistas”, diz a advogada Camila Goldberg, do escritório Barbosa, Müssnich & Aragão Advogados. “Dessa forma, os administradores ficam resguardados, caso a companhia sofra as conseqüências de uma decisão infeliz”.

Giantomassi ainda acrescenta que os estatutos poderiam especificar determinados deveres de administradores em razão de situações excepcionais, como a sua opinião em face de uma oferta de aquisição de controle e das relações de substituição em reorganizações societárias.

A conseqüência dessa pormenorização das competências, em razão da busca por uma maior facilidade para responsabilizar os administradores, poderá ser uma mudança do perfil procurado pelo mercado para ocupar essas funções. Os advogados Eliana Chimenti e Daniel de Miranda Facó, do escritório Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados, acreditam que, especialmente no caso do Conselho de Administração, poderá haver uma busca por profissionais mais capacitados, tendo em vista o incremento da responsabilidade dos administradores.

Questões que exigirão mudanças, adaptações, possivelmente a criação de novas estruturas, mas que evitarão a procura de responsáveis de forma indiscriminada, em caso de eventuais perdas sofridas pelas empresas.