

## V

### Conclusões e Observações Finais

A separação entre propriedade e controle abre espaço para importante assimetria de informação entre *insiders* e *outsiders* e, conseqüentemente, para o risco moral associado a potencial expropriação dos primeiros pelos últimos.

Dentre os diversos instrumentos capazes de mitigar esse risco, a literatura sugere o devido monitoramento por parte de grandes investidores, notadamente os institucionais: estes acionistas podem aportar volume significativo de recursos em uma empresa, o que lhes confere direitos sobre expressivo percentual do fluxo de caixa e, por conseqüência, tende a justificar o custo de acesso a informação e de medidas no intuito de reverter situações que potencialmente diminuam o valor desse fluxo.

Em outras palavras, o volume de recursos aportado por investidores institucionais em uma empresa pode lhes dar o incentivo necessário para incorrer no custo de monitoramento e evitar expropriação por parte dos *insiders*. Adicionalmente, o porte desses investidores também lhes confere poder de controle maior do que a média dos minoritários, aproximando, em alguma medida, propriedade (direito ao fluxo de caixa) e controle (direito de voto) e, portanto, reduzindo a assimetria de informação acima mencionada.

Com base em evidência empírica do mercado acionário brasileiro, o presente estudo procurou identificar em que medida os investidores institucionais têm capacidade de mitigar o risco de expropriação em empresas investidas e quais os principais instrumentos utilizados.

Para tal, foram analisadas algumas transações entre partes relacionadas envolvendo empresas abertas cujas estruturas acionárias contemplam investidores institucionais, mais especificamente, fundos de pensão.

Os casos abordados neste estudo permitiram observar que o devido monitoramento pode criar valor e, em situações muito particulares, este ganho pode ser mensurado.

Ainda que não tenha sido possível detectar relação de causa-efeito entre o momento do ativismo (situação analisada) e o valor de mercado da empresa, foram observadas algumas situações específicas nas quais seu valor econômico, calculado pelo fluxo de caixa descontado - FCD, foi positivamente afetado.

Esse cálculo considerou a diferença entre: (i) o valor da empresa caso não houvesse monitoramento por parte de *outsider*, ou seja, caso a operação tivesse sido concluída nas condições propostas, tomando como base o preço inicial sugerido pelo controlador/executivo para compra dos ativos e/ou serviços; e (ii) o valor da empresa, calculado pelo FCD considerando as condições revistas em consequência da intervenção do investidor institucional.

Observe-se que as informações sobre o valor da empresa com base em FCD *ex ante* e *ex post* intervenção são muito específicas e, em geral, não são conhecidas pelo mercado. Nesse contexto, a hipótese de que ativismo de grande minoritário, especialmente em contexto de regulação fraca, pode gerar valor para o acionista nem sempre pode ser comprovada/validada empiricamente.

Assim como apontado em diversos estudos que procuraram relacionar ativismo e *performance* das empresas (medida, estritamente, pelo valor de suas ações no mercado), os casos analisados não permitiram estabelecer correlação direta entre essas variáveis. Este fato sugere, no entanto, que, mais do que concluir que ativismo é inócuo em termos de performance, caberia concentrar esforços na definição de uma métrica mais adequada para aferir essa relação.

Os casos apresentados neste estudo permitiram observar situações em que a interferência dos investidores institucionais foi bem sucedida e outras não.

O fato de a estrutura acionária do mercado de capitais brasileiro ser bastante concentrada favorece a eficácia do ativismo dos grandes

investidores, pois facilita a coordenação de grupo representativo do capital investido na companhia, permitindo o exercer poder de voto e, em alguns caso, veto.

Além da regulação e seu *enforcement* por parte da CVM e do judiciário, esses grandes minoritários dispõem de importantes instrumentos para exercer controle e mitigar o risco de expropriação, cabendo mencionar os acordos de acionistas; representação qualificada nos Conselhos de Administração e Fiscal; e coordenação nas Assembléias (AGEs/AGOs), notadamente para indicar representantes nos Conselhos, avaliar e, se for o caso, vetar ou modificar condições de operações envolvendo partes relacionadas.

A eficácia dessa atuação depende, no entanto, da conjunção de uma série de variáveis que devem ser verificadas concomitantemente no momento da operação.

Inicialmente, cabe ressaltar a importância da percepção do investidor institucional quanto ao seu dever fiduciário de monitorar as empresas em seu *portfólio*, o que pode ser incentivado por mecanismos/procedimentos internos de GC que aumentem a transparência e a *accountability* da gestão da instituição.

Vale notar que o órgão regulador, no caso dos fundos de pensão, a Secretaria de Previdência Complementar - SPC, tem importante papel a desempenhar nesse processo, notadamente no que tange ao incentivo e ao *enforcement* do dever de diligência (*duty of care*) e do dever de lealdade (*duty of loyalty*) desses agentes para com seus participantes e patrocinadores.

O pleno exercício desses deveres requer: (i) qualificação técnica da equipe envolvida no monitoramento, de forma a identificar e questionar potenciais situações que levem a expropriação, o que envolve não apenas capacitação específica para analisar as informações financeiras da empresa, mas também conhecimento de direitos previstos em Lei, regulamentos, resoluções, estatuto e/ou acordos de acionistas; e (ii) acesso a informação, o que pode ser obtido pela presença de representantes nos conselhos de administração e/ou fiscal da empresas a

depende do percentual do capital votante detido pelo FP, o que lhe garantirá, por força de lei ou acordo de acionistas, assento naqueles conselhos, ou por análise detalhada das informações disponibilizadas pela empresa em matérias de deliberação em AGE/Os.

Demanda, adicionalmente, a presença de instrumentos que permitam o *enforcement* dessa atuação, o que, além do percentual de capital necessário para indicar representantes em Conselhos de Administração e/ou Fiscal, também dependerá da interpretação das partes (notadamente os controladores ou seus representantes naqueles conselhos) em relação aos termos de eventual acordo de acionistas ou à própria legislação, notadamente os artigos que tratam da responsabilidade fiduciária dos agentes (*insiders*) em relação à empresa.

Cabe ressaltar a importância da interpretação do órgão regulador e, conseqüentemente, dos demais agentes de mercado, em relação ao parágrafo primeiro do artigo 115 da Lei das SA. É fundamental que os agentes econômicos percebam que eventual atuação contrária ao interesse da empresa será fortemente coibida pela CVM e que as pessoas físicas envolvidas têm dever para com o interesse da empresa como um todo, e não apenas com a parte que estas representam. Nesse contexto, é crucial para o bom funcionamento do mercado de capitais que os controladores se abstenham de votar em operações nas quais são parte relacionada.

Caso contrário, caberá ao minoritário registrar em ata sua posições contrárias (no caso de matérias tratadas em Conselhos de Administração ou Fiscal) e recorrer fundamentadamente ao órgão regulador e, se for o caso, ao Judiciário.

O sucesso dessa estratégia dependerá em grande medida de uma atuação tempestiva por parte da CVM, considerando a assimetria de forças entre minoritários e controladores e que, havendo discordância por parte significativa dos minoritários, caberia aos últimos o ônus de provar que a operação é adequada (em termos de qualidade e preço) e seria realizada no melhor interesse da empresa. Considerar que situações de

conflito (ou interesse particular) apenas podem ser identificadas *ex post* é o mesmo que tornar inócuo o artigo 115, parágrafo 1º, da Lei das SA.

A probabilidade conjunta de os eventos acima elencados ocorrerem é bastante baixa e, portanto, nem sempre é possível perceber o impacto do ativismo dos investidores institucionais no mercado acionário.

Cabe aos *policy makers*, portanto, identificar e fortificar os elos dessa cadeia, de forma a induzir o seguinte círculo virtuoso: incentivo ao ativismo, em especial dos investidores institucionais, com monitoramento qualificado nos Conselhos de Administração e Fiscal e nas Assembléias (Gerais e Ordinárias) pode levar à adequação da empresa às boas práticas de GC. A sinalização ao mercado de alinhamento de interesses entre controladores e minoritários acarretará disponibilidade de recursos mais baratos para as empresas, o que resultará em maior desenvolvimento do mercado de capitais como um todo.

Há ainda que se mencionar a assimetria de incentivos entre a atuação de *insiders* e *outsiders*, ou seja, os primeiros, via de regra, têm na empresa seu principal negócio e, portanto, há forte incentivo para atuar mobilizando os recursos necessários para maximizar seu retorno, o que nem sempre se verifica nos acionistas minoritários.

Este estudo buscou, qualitativamente, identificar situações concretas que permitissem lançar alguma luz sobre a importância do ativismo dos investidores institucionais no mercado acionário.

Diferentemente dos EUA, onde predominam empresas com estrutura acionária pulverizada, o Brasil apresenta características que favorecem a eficácia do ativismo. A presença de representantes desses importantes minoritários em Conselhos de Administração e Fiscal facilita o acesso a informações e ações que permitam reverter eventuais práticas que levem a expropriação.

Essa participação pode se dar por força de acordos de acionistas ou pela participação significativa no capital da empresa, o que pode ser obtido individualmente ou via coordenação entre esses investidores minoritários visando a implementação de voto múltiplo.

Nesse aspecto, caberia ao órgão responsável pela regulação dos FP incentivar medidas que visem maior transparência e *accountability* dos gestores para com seus participantes e punir exemplarmente eventuais casos de falta de dever fiduciário.

A responsabilidade nas diversas camadas decisórias deve estar bem definida e a informação divulgada amplamente para os participantes, de forma a facilitar o monitoramento. A migração no sentido de planos de capitalização, ou seja, de Contribuição Definida – CD, ajuda a incentivar os participantes a monitorarem a aplicação dos recursos do fundo de pensão, pois seus benefícios serão diretamente afetados pela gestão dos recursos pelo gestor do FP.

De forma prática, pode-se citar a elaboração de procedimentos bem claros definindo a sistemática de aplicação dos recursos e de escolha dos parceiros/empresas investidas, tais como: manuais de investimentos, de governança, código de ética com responsabilidades e sanções definidas de forma bastante concreta, centralização custódia, controladoria fiduciária e *compliance*.

Outro fator de extrema importância diz respeito à qualificação da equipe técnica envolvida no monitoramento e, especialmente, dos representantes nos Conselhos de Administração e Fiscal. Essas pessoas, além de qualificadas, devem ter disponibilidade de tempo para exercer o devido monitoramento, que envolve conhecimento da empresa, da relação de poder entre os sócios e dos direitos e deveres previstos em regulamento, estatuto, Lei e/ou acordos de acionistas, conforme sugere o código de boas Práticas do IBGC.

Uma vez criado o pano de fundo indutor do monitoramento, há outras medidas também importantes para disseminar as boas práticas de GC no mercado acionário brasileiro e, conseqüentemente, impulsionar seu desenvolvimento, a saber:

- (i) atuação do BNDES, de forma a incentivar companhias que buscam seus recursos (seja empréstimos ou participação acionária por meio da Bndespar) a caminhar no sentido dos

níveis 1, 2 e Novo Mercado da Bovespa. Esse incentivo pode ser adaptado ao estágio de desenvolvimento da empresa, que pode adotar gradativamente as boas práticas de GC, conforme sugerido, por exemplo, no código do IBGC ou na cartilha da CVM. Ou seja, pode haver situações intermediárias prevendo medidas como conselheiros independentes e regras de conflito, com prazo definido para se tornarem condições mandatórias, sempre buscando, quando possível, atingir o nível ideal, ou seja, adoção do Novo Mercado;

- (ii) maior ênfase à atuação preventiva do órgão regulador do mercado de capitais, o que poderia ser reforçado por meio de pareceres de orientação. Nessa linha, conforme já mencionado anteriormente, caberia um posicionamento claro da CVM em relação a questões envolvendo potencial conflito de interesses ou interesse particular (parágrafo primeiro do artigo 115 da Lei das SA), invertendo o ônus da prova nos casos em que houver manifestações contrárias de parcela significativa de minoritários. Adicionalmente, caberia, ainda, medidas no sentido de: (a) maior rigor nos requisitos de *disclosure* e na responsabilidade a ser atribuída aos indivíduos e instituições envolvidos em avaliações de operações com partes relacionadas (bancos, advogados, ...); (b) interpretação mais favorável ao amplo direito de acesso por parte de minoritários às listas de acionistas (artigos 100 e 126 da Lei das SA); (c) instrução normativa regulando a aplicação do art. 118, que trata de acordos de acionistas, com severas penalidades quando houver abusos por parte dos presidentes do Conselho de Administração e da Assembléia, e tornando obrigatório encaminhamento de todos os casos de tomada de voto para avaliação da CVM;

- (iii) a Secretaria de Previdência Complementar - SPC poderia adotar medidas reforçando a auto-regulação das Entidades Fechadas de Previdência Complementar - EFPC e apoiando a adoção de medidas visando maior transparência e *accountability* dos gestores dessas instituições para com seus participantes, à luz do que foi feito com relação à política de votação em AGE/Os (Res. CGPC/MPAS 01/01), que contribuiu para induzir os gestores a se preocuparem em informar seus participantes a respeito de seus votos em assembleias de acionistas.
- (iv) Adicionalmente, poder-se-ia: (a) tornar obrigatória a existência e a disponibilização de (algum) procedimento para os investimentos visando maior transparência e, conseqüentemente, aumentando a possibilidade de acompanhamento por parte dos participantes; (b) estímulo à criação de clubes de participantes, visando educar os potenciais representantes nos Conselhos Fiscal e Deliberativo em relação à importância das boas regras de GC internas e externas. Nos planos de Benefício Definido - BD de empresas ligadas a empresas públicas, seria importante explicitar interpretação sobre “paridade” de contribuições da patrocinadora e dos participantes (termos constantes da Emenda Constitucional nº 20/98, de forma a deixar claro que os custos de uma eventual má gestão (seja na definição de premissas atuariais inadequadas, ou na própria condução dos negócios da EFPC) serão arcados paritariamente entre patrocinador e participante, de forma a incentivar círculo virtuoso associado ao fato de o benefício depender do dever de diligência dos administradores dos fundos de pensão, o que incentivaria o monitoramento por parte dos participantes; (c) maior rigor na pena para conselheiros, que deveria seguir de forma mais explícita os mesmos princípios definidos para conselheiros (e executivos)



na lei das SA, deixando claro que as pessoas físicas envolvidas na gestão (e no monitoramento) dos recursos dos FP têm dever de diligência e de lealdade (*duty of care* e *duty of loyalty*) para com participantes e patrocinadores, e não apenas para uma das partes. À luz do que pontua a Lei das SA, deve ficar claro que o interesse a ser preservado é o da empresa (Fundo de Pensão) e que os conselheiros têm o dever (e não apenas o direito) de defender os interesses da instituição em detrimento do benefício próprio ou de terceiros (funcionários, patrocinadora ou participantes).

No caso de instituições internacionais, como International Finance Corporation - IFC e Organisation for Economic Co-Operation and Development - OECD, além do importante incentivo à disseminação da cultura de GC no Brasil, apoiando esforços como IBGC, Novo Mercado e o treinamento de agentes e multiplicadores, caberia atuação no sentido de incentivar investidores institucionais ativistas (como Calpers, TIAA/Cref, Hermes, ...) a serem mais ativos em seus “*cross boarder proxy votes*”. Vale notar que, por exemplo, no caso da Petrobras, os *American Depositary Receipts - ADRs* representam cerca de 20% do capital da companhia, o que, por lei, lhes garantiria o direito de eleger um membro para o CA.

Por fim, seria muito importante se essas instituições pudessem apoiar a nomeação de conselheiros independentes. Nesse caso, instituições como o ISS – *Institutional Shareholders Service* poderiam ajudar no fundamento das propostas a serem apoiadas. No que se refere a *enforcement*, caberia à SEC papel também relevante, punindo eventuais práticas abusivas em empresas brasileiras com *ADRs*, notadamente no que se refere a operações envolvendo partes relacionadas.