



Um carimbo de confiança nas operações societárias



NELSON EIZIRIK
Sócio do escritório **Carvalhosa e Eizirik Advogados**

O regime de autorregulação, que pautou o Novo Mercado, é o modelo inspirador que balizará também um novo sistema para regular as operações de mudanças de controle e de reorganização societária. É com esta função, nos moldes do britânico TakeOver Panel, que a BM&FBovespa está propondo a criação do Comitê de Fusões e Aquisições (CFA), instância de governança corporativa para proteção dos investidores do mercado de capitais.



Uma nova proposta de autorregulação para o mercado de capitais brasileiro, inspirada nos modelos britânico e australiano, tem sido discutida pelo setor há cerca de um ano. O processo vem sendo conduzido pela BM&FBovespa, a qual desempenha uma função relevante e de sucesso na autorregulação do mercado de capitais nacional, entronizada no mundo inteiro como um paradigma – o segmento de listagem de ações denominado Novo Mercado.

No ano de 2001, a Lei das Sociedades Anônimas foi submetida a um processo de reforma, que em sua origem pretendia alterar de forma mais ampla e profunda os dispositivos da lei societária. Entretanto, o resultado obtido ficou aquém do esperado, uma vez que diversos temas

deixaram de ser enfrentados e alterados pelo legislador reformador.

Foi então aberto espaço à autorregulação: diversos assuntos não contemplados na reforma de 2001 se tornavam cada vez mais importantes ao desenvolvimento do mercado de capitais, mas permanecia pendente uma disciplina própria a eles.

Nesse sentido, a BM&FBovespa passou a desenvolver estudos para criar um segmento do mercado de bolsa capaz de ir além – com medidas efetivas de proteção aos investidores não contidas na legislação –, que foi amadurecendo ao longo dos anos e começou a apresentar êxito efetivo a partir de 2006.

O modelo desenvolvido esteve sempre ancorado na ideia da criação de

normas de conduta que ultrapassassem as regras legais e que representassem medidas de autorregulação, dentro de um fundamento basicamente contratual e corporativo. A criação do Novo Mercado, como um segmento especial para as empresas cujas ações se encontram listadas na BM&FBovespa, significa a exigência de diversos padrões de conduta que não se encontram previamente estabelecidos na Lei das Sociedades anônimas.

Se, por um lado, o Novo Mercado significa a imposição de novas práticas de governança corporativa, criando obrigações às companhias que a ele aderirem, por outro, a adesão ao segmento permite que as sociedades anônimas abertas com ações negociadas

em bolsa agreguem mais valor a suas ações. Nesse sentido, verifica-se uma dinâmica de troca, em que as empresas passam a se vincular a padrões de conduta mais rígidos do que os estabelecidos em lei, mas, ao mesmo tempo, passam a gozar de uma visibilidade positiva e potencialmente lucrativa em relação aos seus valores mobiliários negociados na bolsa de valores. O sucesso desse modelo autorregulatório está expresso no número de empresas que hoje têm suas ações listadas no segmento do Novo Mercado: em torno de 105 companhias adotam padrões de governança corporativa exigidos no segmento.

Nos últimos anos, percebeu-se que a lei societária tem “mangas curtas”. Apesar de ser uma das leis mais modernas e atualizadas de direito societário do mundo, percebe-se que o mercado criou novos mecanismos de modificação de controle e procedimentos de reorganização societária para os quais a Lei nº 6.404/1976 não tinha previsões suficientes a regulá-los. Há insuficiência de regras legais, por exemplo, no sentido de tornar eficaz a proteção igualitária de todos os acionistas em operações de alienação de controle.

Em virtude da ausência de disciplina legal, constatou-se que se poderia utilizar o modelo semelhante de autorregulação ao que se adotou para o Novo Mercado também para operações de mudanças de controle e de reorga-

nização societária. Assim, nasceu a proposta de criação de um órgão nos moldes, principalmente, do *TakeOver Panel* britânico, a que estamos chamando de Comitê de Fusões e Aquisições (CFA), o qual, como no modelo britânico, constitui uma entidade puramente autorreguladora.

O projeto de criação do Comitê de Fusões e Aquisições, por ser fundamentado no modelo autorregulatório, deve expressar o consenso das entidades atuantes no mercado de valores mobiliários. Para isso, a BM&FBovespa, como idealizadora do projeto, conduziria a instituição do CFA, convocando as associações representativas mais relevantes do mercado de capitais – como aquelas que expressam os interesses das companhias abertas, dos bancos de investimento, de analistas financeiros, de auditores independentes etc. –, de modo a que o debate entre os diferentes integrantes do mercado tenha como produto uma entidade que conjugue os diversos interesses e seja, portanto, um Comitê de Fusões e Aquisições do mercado.

A voluntariedade característica do Comitê será expressada pelo processo de adesão. A ideia é que as empresas que queiram submeter eventuais operações de alienação de controle ou reorganização societária à análise do Comitê o façam voluntariamente.

Assim, a proposta inicial é que as companhias hoje integrantes do Novo

Mercado e outras companhias abertas possam previamente prever em seus estatutos a submissão ao CFA. Além da previsão antecipada em seus estatutos – o que vincularia as companhias às decisões do Comitê no caso de uma reclamação – as companhias poderiam requerer uma análise prévia do CFA sobre a equitatividade de uma operação de reorganização societária que pretendam realizar.

Para que todo esse processo se torne eficaz, além da atuação conjunta das entidades do mercado, é necessário o apoio da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), cujos poderes como entidade reguladora permanecerão em vigor. Na verdade, a atuação do Comitê não visa a usurpar poderes da CVM, mas efetivamente com ela colaborar. Nesse sentido, a cooperação entre ambos será essencial.

Assim, está sendo proposto que, uma vez criado o CFA, a CVM emita um parecer de orientação segundo o qual todas as operações de modificação de controle e reorganização societária que tenham sido submetidas à análise do Comitê e que este tenha se pronunciado favoravelmente gozarão de uma presunção de equitatividade. Essa presunção e a análise por um corpo técnico altamente qualificado auxiliariam em muito o trabalho desenvolvido pela CVM quanto a operações, por exemplo, de alienação de controle, uma vez que em tais operações a CVM fica adstrita ao exame de sua



A ideia é que as empresas que submetam eventuais operações de alienação de controle ou reorganização societária à análise do Comitê o façam voluntariamente

legalidade, não tendo sido a ela outorgado pela lei poderes para a apreciação do mérito.

O Comitê a ser criado visa à análise e ao julgamento de casos concretos de modificação no controle de operações de reorganização societária, mediante a aplicação de princípios e normas constantes de um Código de Fusões e Aquisições. O Comitê seria formado por membros indicados pelas entidades do mercado e por membros independentes de notório saber. A análise dos casos seria, portanto, desenvolvida por um quadro técnico autônomo e dedicado exclusivamente a esse fim.

Na verdade, a composição do Comitê teria um total de integrantes possivelmente reduzido à metade do observado na Inglaterra (que admite um teto na casa de 30 membros), enxuto e condizente com o tamanho do mercado brasileiro. Entretanto, para a condução específica do julgamento dos casos concretos seriam escolhidos, entre os membros do CFA, um determinado número de integrantes – ainda a ser estabelecido – que se dedicariam a esta análise em particular.

Providência preliminar à instituição do CFA seria a elaboração de um Código de Autorregulação de Fusões e Aquisições. Ou seja, não só as companhias concordariam em ver suas operações analisadas pelo Comitê, como também estariam vinculadas a princípios e regras previstas nesse Código, que passariam a nortear sua atuação e seriam os fundamentos para as decisões do CFA.

Esse Código de Fusões e Aquisições, assim como ocorre no modelo britânico, estará submetido a um processo constante de revisão e atualização. Por isso, além dos comitês especiais a serem criados para análise de casos concretos, o CFA designará alguns de seus integrantes para constituir um comitê de revisão do Código. Esse comitê de revisão desempenhará a função cons-

tante de verificar as necessidades do mercado e a sua adequação às normas do Código.

Finalmente, o CFA teria um quadro de pessoal que seria composto por um número de pessoas suficiente para prestar o serviço de secretariado ao Comitê.

No que diz respeito à função consultiva e à função decisória, ao comitê caberá a decisão final que, se não cumprida, poderá originar uma censura, a imposição de uma multa, a exclusão da companhia do segmento em que suas ações estiverem listadas ou comunicação à CVM para providências cabíveis. Assim como ocorre no direito britânico, as possíveis sanções representam um “custo” para as companhias, que, se impostas, significam que aquela sociedade não se adequou aos princípios e às normas do Código, o que poderá afetar diretamente a avaliação do mercado. Em última análise, uma visão desfavorável do mercado em relação à companhia pode significar a perda de liquidez ou de valor de seus títulos.

COMITÊ PROVISÓRIO

O sistema que se está pensando para o Brasil prescinde de quaisquer mudanças legislativas. Se fôssemos levar em consideração exclusivamente o modelo de *TakeOver Panel* australiano – o qual não foi de todo desconsiderado em nossa proposta – correríamos o risco de não implementar o CFA, uma vez que seria necessária modificações na legislação nacional.

O trabalho se encontra em um momento de concretização. Em consonância com as premissas expostas, temos que elaborar os princípios e as regras, tendo por base as experiências britânica e australiana, os quais serão submetidos à apreciação da BM&FBovespa em meados de janeiro. Em seguida, o debate com as entidades representativas do mercado deve ser iniciado. Ainda

que existam chances concretas de vir a ser aprovado um projeto como esse, devemos enfatizar que ele exige uma negociação, tanto com empresas quanto com os bancos de investimento e com os demais entes representativos do mercado. À BM&FBovespa, portanto, caberá o papel de coordenação política da discussão com as demais instituições.

Alcançando-se o consenso, será criado um comitê provisório – a princípio vinculado ao segmento do Novo Mercado – para viabilizar a implementação do novo órgão, funcionando à parte dos quadros da BM&FBovespa. Vale enfatizar que o processo de criação deve ser por ela conduzido, mas, uma vez instituído o Comitê, este será independente e autônomo.

Uma iniciativa dessa natureza trará, sem dúvida, forte repercussão também em âmbito internacional, pois estamos falando de um dos pontos críticos da legislação brasileira. Muitas vezes, quando ocorre uma mudança de controle em companhias nacionais, há reclamações por parte dos investidores, nacionais e estrangeiros, que se sentem discriminados com a prática de preços diferenciados entre acionista controlador e minoritário.

Assim, os investidores estrangeiros, e também os nacionais, terão seus interesses resguardados de forma mais adequada, seja pela existência do Código, seja pela análise do Comitê. Como se sabe, a tutela dos direitos hoje pela via do Poder Judiciário não é obtida na velocidade necessária a casos como os de alienação de controle e de operações societárias.

A própria CVM também não apresenta o aparato legal e administrativo necessário a enfrentar a celeridade dessas operações. Por exemplo, a autarquia pode levar mais de um ano para decidir se é necessário ou não fazer uma oferta pública e qual o preço razoável que deveria ser praticado.



O processo de autorregulação britânico é marcado pela voluntariedade, ou seja, partiu do próprio sistema financeiro a iniciativa de policiar as suas condutas

O Comitê se mostra, dessa forma, como uma entidade flexível e técnica que poderá proferir sua decisão em um prazo de no máximo um mês. Teremos um mecanismo de controle mais ativo, com agilidade de decisões. Isso é importante, ainda, para muitas empresas que, em situação econômica difícil, podem encontrar na mudança de controle a saída da crise.

PIONEIRISMO DO MODELO INGLÊS

A primeira experiência relacionada a *TakeOver Panel* teve origem na Inglaterra, país com larga tradição na prevalência do modelo autorregulatório no mercado de capitais. Naquele país, diferentemente dos Estados Unidos e de vários outros países europeus, como França, Itália e Bélgica – em que se tem uma agência governamental exercendo o papel fiscalizador do mercado de capitais –, sempre predominou o processo de autorregulação.

Além disso, o processo de autorregulação britânico é marcado pela voluntariedade, ou seja, partiu dos próprios membros do sistema financeiro a iniciativa de policiar as suas condutas.

Nesse contexto, o *TakeOver Panel* britânico surgiu em um momento de incidência de algumas crises no mercado, por ocasião de mudanças de controles de companhias. O governo britânico convocou os *players* do mercado, esclarecendo a eles que a situação deveria ser resolvida. Para isso os próprios integrantes do mercado deveriam buscar uma solução para a qual todos estives-

sem de acordo ou, se nada fosse obtido, a atuação estatal se faria presente e o Estado britânico tomaria as providências necessárias.

A fim de evitar a intervenção estatal e em razão de uma tradição de autorregulação, criou-se, então, o *TakeOver Panel*. Órgão basicamente privado, composto pela maioria das associações representativas do mercado de capitais – banqueiros, seguradoras, investidores institucionais, intermediários financeiros –, cujos afiliados passaram a estar vinculados às decisões do *Panel* e a conduzir seus negócios em conformidade com os princípios e normas estabelecidos no *Code* inglês.

Recentemente, as atividades do *Panel* britânico passaram a ser desenvolvidas não só com base na vontade dos *players* do mercado. Em 2004, foi editada uma Diretiva no âmbito da União Europeia que exigiu que cada estado membro da União Europeia tivesse uma entidade supervisora de seu mercado de capitais. Como na Inglaterra, o *TakeOver Panel* já existia e vinha desenvolvendo de forma satisfatória o papel autorregulador e fiscalizador do mercado de capitais no que diz respeito às operações de fusões e aquisições. O *Panel* passou a desempenhar o papel designado pela Diretiva e, além disso, em 2006, com a mudança da Lei Societária britânica (*Companies Act*), a função do *Panel* passou a estar prevista em uma lei de direito interno. Assim, hoje desempenha suas atividades muito em virtude da própria vontade das partes envolvidas em operações de

fusões e aquisições, mas também com poderes assegurados por lei.

O *Panel* atua basicamente na aplicação de princípios e regras ao caso concreto. Tais princípios e regras estão reunidos no *Code* britânico, que representa normas necessárias à adequação de operações de fusões e aquisições às melhores práticas de governança corporativa.

Trata-se de um órgão que funciona de uma forma distinta em relação a um similar estatal, essencialmente, por dispor de uma série de princípios, dos quais decorrem regras, mais éticas do que jurídicas. Se, em determinada situação, a aplicação de uma regra representa a ofensa a um princípio, os membros do *Panel* podem decidir pela inaplicabilidade da regra e pela incidência do princípio.

Há seis grandes princípios que orientam a atuação do *Panel*, sendo um dos mais relevantes aquele que determina que, nas operações de fusões e aquisições, todos os acionistas integrantes de uma mesma classe de ações devem ser tratados de maneira igualitária.

Assim, seja no desempenho de sua função consultiva, seja na análise de um caso concreto em que tenha se verificado ofensa ao Código, o *Panel* orientará sua decisão pela busca de uma solução equitativa e que garanta o tratamento igualitário aos acionistas integrantes de uma mesma classe.


No que diz respeito ao procedimento perante o *Panel* britânico, há uma fiscalização constante do mercado para a verificação de operações potencial-

mente ofensivas ao *Code*. Caso a equipe do *Panel* verifique que há alguma irregularidade, isso poderá dar ensejo a uma análise pormenorizada pelo *Panel*, inclusive, no que diz respeito ao mérito das operações societárias.

Da mesma forma, o *Panel* pode atuar quando provocado e previamente à realização de uma operação, por exemplo, de alienação de controle. Caso uma companhia que venha a ter seu controle

adquirido tenha interesse em verificar se o preço a ser pago por suas ações é o razoável e seus acionistas estão sendo tratados de forma equitativa, ela poderá realizar uma consulta ao *Panel*.

Em virtude de as operações de fusões e aquisições exigirem decisões céleres, as regras procedimentais internas do *Panel* determinam que, em algumas hipóteses, suas decisões sejam proferidas em questão de horas.

Assim, este órgão, cujos fundamentos se encontram nas vontades dos integrantes do mercado de capitais britânico, apresenta um modelo de análise de operações célere e flexível, adequado às melhores práticas de governanças corporativa concretizadas no *Code*. Esse é o modelo que, adaptado à nossa realidade, deve servir de inspiração à criação de um Comitê de Fusões e Aquisições. 

nelson@eizirik.com.br