



CAPITAL ABERTO



O mercado de capitais sob novos ângulos

INSTRUÇÃO 627 AMPLIA ESPAÇO PARA ATIVISMO DE MINORITÁRIOS

O QUE ESPERAR DA NORMA DA CVM QUE FACILITA EXERCÍCIO DE DIREITOS POR ACIONISTAS DE COMPANHIAS ABERTAS

LEGISLAÇÃO E REGULAMENTAÇÃO/REPORTAGENS / 24 DE JULHO DE 2020

Por Rejane Aguiar

3



Imagem: Freepik

Uma instrução bastante sucinta, com apenas quatro artigos, permitiu à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) quitar uma espécie de “dívida” que tinha com os investidores pelo menos desde a edição da Lei das S.As., em 1976. Editada no último dia 22 de junho, a Instrução 627/20 passa a facilitar o exercício de alguns direitos societários por acionistas com fatias pequenas no capital de companhias abertas. Com a nova norma, o regulador modulou uma escala conforme o montante do capital social da empresa — assim, para as companhias maiores, por exemplo, o percentual mínimo de participação exigido agora é de 1% e não mais de 5% do capital social.

A tal “dívida” é decorrente do fato de a CVM nunca ter feito algo que a Lei das S.As. já permitia havia cerca de quatro décadas: a flexibilização do percentual mínimo de 5%, conforme prevê o art. 291 da lei. Essa fatia do capital, principalmente nas companhias de maior porte, em muitas situações ao longo dos anos, inviabilizou o exercício de alguns direitos dos acionistas, como a propositura de ações de responsabilização de administradores nos casos em que a assembleia não aprovou essa proposta. Para alcançar o piso, os investidores precisavam ter grande capacidade de articulação, algo nem sempre possível.

“O próprio legislador reconhecia que a CVM deveria modular os percentuais, o que estamos fazendo agora com a Instrução 627”, comenta Gustavo Gonzalez, diretor da autarquia e um dos debatedores do encontro online “Ativismo fortalecido”, recentemente transmitido na Conexão Capital. Também participaram Nelson Eizirik, advogado, professor da FGV Direito Rio e colunista da CAPITAL ABERTO; e Fábio Coelho, presidente da Associação dos Investidores no Mercado de Capitais (Amec).

Escala de participação acionária

Conforme a Instrução 627, o percentual de 5% continua valendo para as empresas com capital social de até 100 milhões de reais. Foram criadas outras quatro faixas: 4% (para companhias com capital social entre 100 milhões de reais e 1 bilhão de reais), 3% (entre 1 bilhão de reais e 5 bilhões de reais), 2% (de 5 bilhões de reais a 10 bilhões de reais) e 1% (acima de 10 bilhões de reais). Segundo Gonzalez, no desenho dessa escala a CVM considerou o capital social como proxy, ainda que imperfeita, do valor da companhia. “Ideal talvez fosse trabalhar com outra métrica, como o valor de mercado, mas isso ainda não foi possível porque a prerrogativa da lei é para um percentual sobre o capital social. De qualquer maneira, trata-se de estabelecer quanto um acionista deve ter investido em determinada companhia para que possa exercer os direitos”, afirma.

Esse escalonamento previsto na Instrução 627, na opinião de Coelho, vai reforçar a relação dos investidores com as companhias. “O acesso facilitado pelos novos percentuais tende a favorecer o engajamento dos acionistas, numa linha que já vem se consolidando no contexto internacional”, afirma o presidente da Amec, citando o conceito de *stewardship*. “A escala está muito bem fixada na norma e deve resultar em uma participação maior dos investidores na vida da companhia”, acrescenta Eizirik.

O advogado comenta que a redução do percentual mínimo de 5% estabelecida pela Instrução 627 tende a propiciar tanto o ingresso de ações judiciais quanto de ações arbitrais contra administradores — a maior parte das demandas hoje, diz Eizirik, já está na arbitragem. “Notadamente nos casos envolvendo as companhias listadas no Novo Mercado e no Nível 2 da B3, segmentos que exigem previsão, nos estatutos sociais, da possibilidade de resolução de conflitos pela via arbitral.” Cabe destacar que o direito envolve apenas a proposição de ações contra os administradores e não contra a companhia, previsão que não consta da Lei das S.As.

A nova modulação de participação no capital social, para além da propositura de ação contra administradores, envolve o exercício de direitos societários como o requerimento para exibição por inteiro de livros da companhia (conforme previsão do art. 105 da Lei das S.As.); a convocação de assembleia geral quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação devidamente fundamentado, com indicação das matérias a serem tratadas; o pedido de alguns tipos de informações aos administradores; e a requisição de informações ao conselho fiscal sobre matérias de sua competência. “No mínimo, a Instrução 627 aumenta a quantidade de acionistas habilitados a exercer todos esses direitos. Além disso, a nova norma facilita a reunião desses acionistas, já que o percentual exigido passa a ser menor que os 5%”, pontua Gonzalez.

Direito de convocação de assembleia

A primeira impressão de Gonzalez é de que a convocação de assembleia deve ser a prerrogativa mais acessada pelos investidores detentores das participações escalonadas conforme a Instrução 627. E esse movimento de fato já começou: Coelho menciona o recente caso dos acionistas minoritários da Smiles, que usaram dispositivos da nova instrução para convocar uma assembleia. Um grupo de investidores com participações pequenas no capital da empresa se mostrou descontente com operações feitas pela Smiles com sua controladora Gol e solicitou a convocação de uma assembleia para discutir o assunto.

A mudança no percentual mínimo para o exercício de alguns direitos sempre esbarrou numa discussão em torno de um possível ativismo exagerado dos investidores — assim como acontece em outros mercados no exterior. Mas no caso brasileiro a expectativa é de que não exista esse ativismo nocivo. “Na verdade, a nova instrução abre espaço para o amadurecimento do ativismo dos investidores no Brasil, à medida que se consolida o hábito de questionamento público”, pondera Coelho. “Há, evidentemente, o risco de atividades oportunistas, mas o ativismo é saudável — é importante que os acionistas exerçam os seus direitos”, observa Eizirik, destacando que, para os casos de excesso e de oportunismo, em que investidores se valem de direitos para criar conflitos, a lei já prevê o abuso de minoria. “E a possibilidade de abuso não poderia frear a flexibilização do percentual mínimo de 5%”, ressalta Gonzalez.

Coelho levanta ainda outro ponto relevante: a flexibilização do acesso dos minoritários a alguns direitos, conforme estabelece a Instrução 627, pode ser um fator extra de atração para o mercado de capitais brasileiro de investidores estrangeiros, que normalmente prezam muito pela participação efetiva nas decisões das empresas investidas.

Apesar de representar um avanço, a Instrução 627 não encerra as discussões sobre mais aprimoramentos nas condições do acesso de acionistas ao exercício de direitos. Uma possibilidade seria o cálculo do percentual mínimo considerando-se o free float (quantidade de ações negociadas no mercado) das companhias. “Mas isso exigiria uma mudança da lei societária. Neste momento, com a Instrução 627, a CVM não poderia ter estabelecido a escala senão em função do capital social, como manda a lei”, ressalva Eizirik. “Não há nada conclusivo, mas a CVM já debate a possibilidade de alteração do art. 291 [que menciona expressamente o capital social] em uma eventual reforma futura da Lei das S.As. para permitir a base de cálculo da participação em float ou até, como fazem alguns países europeus, fixar o critério com base na participação do acionista em moeda nacional”, comenta Gonzalez. A reforma mais recente da Lei 6.404/76 foi feita em 2001 e uma nova alteração parece cada vez mais necessária.

Leia também

Pandemia abre espaço para primeiras assembleias digitais

Breves notas sobre assembleias digitais de companhias abertas

Investidores se queixam à SEC de problemas em assembleias digitais

