



JBI

JARDIM BOTÂNICO INVESTIMENTOS

EDIÇÃO ESPECIAL

31 de outubro de 2009

INTRODUÇÃO

Conforme mencionado na nossa 1ª edição da Carta Quadrimestral (31 de agosto de 2009), um dos objetivos profissionais dos sócios da Jardim Botânico Investimentos (JBI) é sermos uma referência em governança corporativa na indústria brasileira de gestão de recursos.

Acreditamos que a adoção de práticas adequadas de governança corporativa seja uma ferramenta de criação de valor a longo prazo. É importante esclarecer que medidas de governança por mais elevadas que sejam, não tornarão uma empresa de fundamentos econômicos fracos em uma forte de geradora de valor. No entanto, acreditamos que entre duas empresas equivalentes em termos de natureza do negócio e gestão, aquela que adota práticas mais adequadas de governança tende a performar melhor no longo prazo e conseqüentemente a gerar maior retorno para seus acionistas.

Portanto, sendo este tema tão importante para a JBI, não podemos deixar de nos manifestar em iniciativas que tenham o potencial de melhorar a governança corporativa no Brasil. Um dos processos mais importantes nesse sentido teve início este ano: a discussão em torno de mudanças nas regras de listagem do Novo Mercado.

Nesta edição especial, transcrevemos para nossos cotistas a carta que enviamos ao Conselho da BMF Bovespa com nossas sugestões de mudanças às regras do NM. Gostaríamos de compartilhar nossa visão sobre o tema e estamos abertos a trocar idéias sobre os desdobramentos desse relevante evento para a governança corporativa em nosso país.

1ª SEÇÃO

ANÁLISE TEMÁTICA

I. Mudanças no Regulamento do Novo Mercado

Temos acompanhado com grande interesse e afincado as discussões em torno das mudanças no regulamento do Novo Mercado. No mês de Setembro enviamos uma carta ao Conselho da BMF Bovespa dispondo não só nosso apoio à iniciativa de efetuar mudanças no regulamento do NM, bem como nossas sugestões de mudanças essenciais a esse segmento que já provou ser de suma importância ao mercado acionário brasileiro.

O saldo do NM, claramente positivo, é um ponto de referência importantíssimo na redução do custo de capital das empresas brasileiras e sua menor dependência de órgãos oficiais. Algumas operações recentes envolvendo companhias do Novo Mercado têm posto à prova a credibilidade do segmento.

Analisamos as diversas recomendações feitas pelo Comitê Consultivo do Novo Mercado (CCNM). Preliminarmente, a estratégia de apresentar inúmeras sugestões de mudanças ao regulamento dos três níveis do Novo Mercado nos parece equivocada, criando dificuldades à aprovação do projeto por parte de um vasto número de companhias que compõem estes segmentos. Mais ainda, a dispersão de sugestões em matérias pouco relevantes desvia o foco das questões que de fato colocam em jogo a credibilidade do Novo Mercado.

Por esse motivo decidimos focar em poucas recomendações. São três os temas fundamentais cuja revisão acreditamos ser imprescindível para que o Novo Mercado continue sua trajetória de sucesso e evite a perigosa falsa sensação de segurança societária hoje presente em função de operações recentes que, no mínimo deixaram de respeitar o que, na nossa opinião, é o princípio fundamental do segmento: a equidade entre acionistas. Mesmos direitos políticos e econômicos.

No NM cada ação deve representar um voto e ter o mesmo valor em qualquer momento da empresa desde a abertura de capital, passando por subscrições até eventuais fusões, incorporações, aquisições ou fechamento de capital.

Em todas as nossas sugestões procuramos nos ater a esse posicionamento de que o *enforcement* das regras do NM deve ser “*principles-based*” ao invés de “*rules-based*” (precedência da essência sobre a forma). Isto é, em nossa opinião, haveria um ganho de credibilidade significativo para o mercado acionário brasileiro se a administração da BMF Bovespa sinalizasse compromisso com um *enforcement* que privilegie o espírito das regras ao invés da tradicional “letra da regra”.

Dessa forma recomendamos os seguintes aperfeiçoamentos:

1. Prazo máximo de existência de *poison pills* para novas companhias que ingressem no segmento mais alto do NM a partir da mudança em tela.

Justificativa: Entendemos que a existência de *poison pills* facilite a atração de empreendedores para o NM por conferir certa “estabilidade” ao grupo até então controlador e possivelmente administrador da companhia no momento da operação de mercado. Todavia,

as *poison pills* brasileiras que tabelam elevados preços mínimos para ofertas que atinjam percentuais muito baixos do capital da empresa e que vem acompanhadas de cláusula pética, inviabilizam que a assembleia seja soberana e venha a decidir sobre uma aquisição. A *poison pill* brasileira com cláusula pética apenas alija vários acionistas do processo de decisão em um claro cerceamento da equidade política do sistema “uma ação, um voto”.

A assembleia de acionistas deve ser soberana. Esse é o princípio básico da equidade.

Acreditamos que o prazo de 3 anos é suficiente para que grupos controladores ou dominantes em empresas fora do NM se adaptem à nova realidade de equidade do NM.

A fim de respeitar o caráter de voluntariedade do NM, um dos itens responsáveis pelo sucesso do mesmo, acreditamos que a regra só deva valer para empresas que venham a ingressar no segmento mais elevado após a aprovação dessa mudança.

2. Proibição de qualquer operação societária que confira tratamento diferenciado entre acionistas de uma mesma classe de ações.

Justificativa: é notório que o Artigo 254-A (tag-along) de nossa Lei das SA não protege os acionistas minoritários em alguns casos de troca de controle. Por exemplo, quando uma empresa do nível mais elevado do NM aceita compartilhar o controle com um novo acionista (50%/50% de uma holding controladora) e por esta operação o antigo controlador recebe um preço diferenciado em relação a seus sócios, temos aqui um nivelamento das empresas tradicionais não aderentes a segmentos do NM e as chamadas empresas do NM com suposta maior proteção aos acionistas. Aqui vai por água abaixo o princípio de equidade econômica do NM. Não há diferenciação nenhuma em relação a uma empresa tradicional e suas discussões de aquisição originária e derivada que só fazem confundir o investidor que pensava estar protegido pelo Art 254-A. Novamente destacamos que a JBI acredita que o princípio da equidade no nível mais elevado do NM seja soberano e proteja a credibilidade do segmento.

3. Proibição de emissão de títulos mobiliários fora de custódia de bolsa ou mercado de balcão organizado.

Justificativa: Empresas do segmento mais elevado do NM devem garantir o pleno exercício do direito de preferência aos seus acionistas, pois mais uma vez, só assim estarão respeitando o princípio soberano de equidade.

Quando uma empresa emite títulos mobiliários fora de custódia de bolsa ou mercado de balcão organizado está cerceando por completo ou criando dificuldades intransponíveis a um grupo relevante de investidores, notadamente FIAs, instituições financeiras, entidades fechadas de previdência privada e investidores não-residentes (Res 2689). Esse grupo tem legislação específica que em quase todos os casos proíbe a negociação ou manutenção de ativos fora de bolsa e mercados organizados.

Refletimos sobre a questão e não conseguimos elaborar justificativas razoáveis para que uma companhia emita títulos que não possam negociar em mercados organizados.

Talvez o conselho da BMF Bovespa possa se poupar dessa discussão específica se fizer uma consulta à CVM sobre possível cerceamento do direito de preferência (Art 172 da Lei das SA)

no caso de emissão de valores mobiliários fora de custódia de bolsa ou mercado de balcão organizado por parte de companhias abertas. Há chance de que a análise da CVM venha a emitir uma opinião afirmativa de que há cerceamento do direito disposto no Art 172 e que, portanto, tal opinião seja válida para todas as companhias do mercado e não apenas para o NM.

Nossa intenção foi claramente a de focar em poucas, mas cruciais mudanças ao nível mais elevado do NM. Em nossa opinião, são essas as questões que hoje põem em jogo a credibilidade conquistada pelo NM. Reiteramos que várias outras mudanças discutidas pela CCNM parecem interessantes, mas nossa experiência legislativa nos diz que a quantidade de sugestões elencadas tem custo-benefício negativo nesse momento, já que devem causar mais dispersão do que claro avanço ao NM.

Uma discussão muito em voga tem sido o alcance de enforcement da BMF Bovespa em relação às regras do NM. Sugerimos que a BMF Bovespa abra um canal público específico no site da instituição para que o mercado possa consultar abertamente a opinião do conselho dessa instituição antes da implementação de operações sobre as quais recaiam dúvidas em relação à conformidade com o regulamento e os princípios do NM.

Por fim, seguindo a transparência que tanto caracterizou a criação do NM e a conduta geral da BMF Bovespa, sugerimos que todas as sugestões sejam votadas de forma aberta, transparente. Ou seja, que o voto de cada empresa em relação a cada item seja público.