



Novo Mercado: um exemplo para Europa?

Márcio Veríssimo*

A União Européia chegou a cogitar propor que fosse obrigatório a política de "uma ação, um voto" e realizou um estudo específico sobre os custos e benefícios da implantação de tal regra em toda União Européia.

É claro que a simples menção dessa possibilidade já criaria uma grande comoção, então um estudo formal para avaliar oficialmente a medida e recomendar a política a ser adotada gerou toda sorte de comentários e de controvérsias.

Para entender o impacto disso, é preciso destacar que ao contrário dos países anglo-saxões (EUA e Inglaterra, notadamente), onde mais de 90% das companhias obedecem tal regra, cerca de um terço das maiores companhias da Europa continental possuem um ou mais dos diversos tipos de instrumento que permitem que uma ação possua mais votos que a outra (na verdade, o estudo aponta que 44% das companhias européias usam esse tipo de mecanismo, mas avaliamos que os critérios do estudo são um tanto rígidos demais).

Então, é possível imaginar que foi com muito alarde que o estudo realizado pela comissão recomendou que não fosse adotada como obrigatória a política de "uma ação, um voto". As conclusões do estudo foram apresentadas como se fossem a prova irrefutável da qualidade equiparável, se não superior, das demais

formas de organização acionária sobre a da política de "uma ação, um voto".

Nada mais injusto. Em primeiro lugar, precisamos destacar que o estudo era composto por duas partes principais: uma pesquisa realizada diretamente com investidores e uma revisão acadêmica de estudos previamente realizados.

Pesquisa demonstra que 80% dos investidores não aprovam estruturas diferenciadas de voto nas companhias

A pesquisa com investidores demonstrou claramente que os investidores em sua larga maioria (cerca de 80%) não aprovam estruturas diferenciadas de voto, sugerindo descontos de até 30% no valor da ação para companhias que utilizam esses mecanismos.

A avaliação acadêmica, de fato, é mais negativa sobre a regra, mas muito mais em termos de utilização como política do que como regra em si.

Explico-me com um exemplo que o próprio estudo apresenta: um controlador com direito de voto múltiplo pode usar esse controle para colocar o filho do fundador como presidente de uma companhia. Assumindo que o filho do fundador não seja o melhor executivo para a companhia, há um claro prejuízo para os investidores minoritários. Por outro lado, há um ganho não-pecuniário para o controlador. Em termos de política, o estudo questiona se há uma destruição de valor nesse

processo ou uma simples transferência de valor dos minoritários para o controlador.

Em resumo, o próprio estudo reconhece que os minoritários são prejudicados nessas estruturas, ao contrário do que a repercussão do caso fazia parecer.

Apesar de ele fazer a ressalva que a estrutura de "uma ação, um voto" pode não ser a mais eficiente sempre, nisso não se distingue da democracia em si (uma vez que essa estrutura é geralmente apontada como democrática), com defeitos, mas na minha opinião, ainda são os melhores defeitos disponíveis.

Outro ponto importante do estudo é que ele argumenta que os investidores já preveriam que seriam prejudicados e por isso dariam um desconto na hora de comprar a ação. Isso é inclusive consistente com a pesquisa realizada com investidores.

Dessa maneira, argumenta o estudo que os minoritários poderiam não ter prejuízo nenhum, uma vez que eles eficientemente precificariam esse risco no desconto da ação. Não vale a pena começar toda uma discussão sobre isso aqui, mas imaginar que é possível precificar precisamente o potencial risco de ser tungado por uma estrutura que muitas vezes tenta-se ocultar é um pouco de liberalismo demais até para mim. No limite, um raciocínio desse valeria para acabar com toda e qualquer regulamentação. Por exemplo, não seria preciso seguir regras contábeis rígidas porque investidores poderiam precificar o risco de as contas não refletirem a condição econômica da empresa.

Por outro lado, o estudo tem

razão de que esse desconto efetivamente deve existir (ainda que não perfeitamente eficiente) e que simplesmente acabar com as estruturas de controle diferenciado equivaleria a transferir valor dos controladores para os investidores. Nas palavras "gentis" de um famoso ex-banqueiro de investimento e ex-controlador de companhia aberta: "Comprar uma ação PN e querer tag-along é como comprar um microondas e querer ver TV nele". Nesse sentido, acredito que o Novo Mercado possa ser um exemplo para a Europa: acaba com a questão de transferência de valor entre controladores e minoritários das companhias já listadas e sinaliza claramente quem cumpre as melhores práticas, permitindo que os investidores sejam melhores informados.

* Consultor, especial para Gazeta Mercantil

E-mail: ri@gazetamercantil.com.br

DIVULGAÇÃO EXEMPLAR™ EMPRESAS CERTIFICADAS NET SERVIÇOS

AGENDA DO INVESTIDOR

	Divulgações de resultados	Teleconferências	Análises com investidores/analistas
Acesita S.A. (MG)	--	--	10/9
Acesita S.A. (SP)	--	--	11/9
Company	--	--	6/9
Cremer	--	--	11/9
Eletróbrás	--	--	5/9
Randon	--	--	5/9

Fonte: www.divulgacaoexemplar.com.br