

ENFOQUE

TEMPORADA DE
ASSEMBLEIAS ANUAIS 2012

ATIVISMO

DE VALOR

DIRECIONADO

SUBSTITUIRÁ O TRADICIONAL
ATIVISMO DE GOVERNANÇA

A previsão da Sodali para a temporada de Assembleias Anuais de 2012 traz boas e más notícias para as companhias. A má notícia é que haverá um aumento significativo no ativismo dos acionistas. A boa notícia, que compensa a má, é que em 2012, o ativismo será qualitativamente diferente daquele visto nos últimos anos; as companhias poderão prever sua vulnerabilidade; e companhias bem preparadas poderão evitar ser alvo desse ativismo.

por **JOHN C. WILCOX**

Essas previsões são baseadas em nossa análise das mudanças críticas em tendências de governança que têm se desenvolvido nas últimas décadas, bem como dos eventos importantes ocorridos no ano passado.

O LEGADO DE 2010

Há um ano, nós descrevemos o legado de 2010 – eventos anteriores à temporada de assembleias anuais de 2011 que constituíram uma mudança significativa no foco da governança corporativa e uma mudança fundamental nas relações entre companhias e acionistas. Esses eventos estão fundamentados em duas décadas de reformas de governança, bem como na crise financeira de 2008 e a consequente recessão econômica. O legado de 2010 alterou o cenário de governança e as relações entre companhias e acionistas das seguintes maneiras:

- Com a conclusão do trabalho teórico da governança corporativa, sua implementação é a maior preocupação de investidores e reguladores.
- Os acionistas estão focados nos fundamentos dos negócios, no desempenho e na prestação de contas do conselho ao invés da conformidade de governança e métricas externas.
- O ativismo de valor direcionado e específico para cada companhia está aumentando, e o ativismo de governança genérico continua diminuindo.
- Empresas de consultoria especializadas em voto por procuração estão sofrendo cada vez mais pressão para aprimorar seu conhecimento sobre mercados locais, aumen-

tar sua transparência, envolver-se com as companhias, evitar formulários de múltipla escolha e personalizar suas recomendações de voto.

- Tanto as companhias quanto os investidores reconhecem que as ESG (práticas ambientais, sociais e de governança) e as métricas não financeiras são parte integral do risco de negócios, do desempenho financeiro e da sustentabilidade de longo prazo.
- Os reguladores e os grupos do setor privado estão passando a prestar mais atenção na governança, nos deveres fiduciários e na conduta de negócios dos investidores institucionais e fornecedores de serviços financeiros.

EVENTOS DE 2011

Em oposição a esse histórico, diversos eventos importantes e iniciativas de regulamentação ocorreram no ano que se passou:

- A Comissão Europeia (CE) publicou em abril de 2011, um relatório governamental intitulado “A Estrutura de Governança Corporativa da UE”, que levanta questões fundamentais sobre a eficácia do sistema de governança baseado em princípios e no regime *comply or explain*. O relatório questiona se é necessário estabelecer uma supervisão regulatória mais incisiva e regras mais prescritivas para garantir a prestação de contas. Em face desse desafio, as empresas europeias estão sendo pressionadas para melhorar suas práticas de governança de forma voluntária, bem como a qualidade de suas explicações, sem atrasos. A temporada de assembleias



Doze países passaram a exigir alguma forma de voto dos acionistas sobre remuneração.

Em alguns poucos países, mais notavelmente nos Estados Unidos, a polêmica sobre o funcionamento do Say-on-Pay (SOP) ofuscou seus benefícios. ”

anuais de 2012 poderá ser a última oportunidade para demonstrar que o regime de governança *comply or explain* é eficaz na prática.

- O *Stewardship Code* do Reino Unido, publicado em julho de 2010, estabeleceu um forte precedente que exige que investidores institucionais se envolvam com as empresas, votem com responsabilidade e expliquem como cumprem seus deveres e lidam com conflitos de interesse. O código do Reino Unido está causando um impacto global, e incentivou a elaboração de códigos similares em outros países no ano passado. Em 2012, os investidores institucionais serão pressionados para monitorar e se envolver com empresas em suas carteiras, divulgar seus votos por procuração e demonstrar que suas práticas estão de acordo com seus deveres fiduciários. Os registros de votos por procuração das instituições serão sujeitos a apuração minuciosa e questionamentos de grupos em defesa dos acionistas e reguladores.
- Na França, a AMF, autoridade dos mercados financeiros, publicou novas diretrizes de práticas de empresas de consultoria de proxy. As diretrizes da AMF exigem que os consultores de voto por procuração interajam mais com as companhias, e que sejam mais transparentes com relação aos seus conflitos de interesse e sua metodologia para a formulação de políticas e recomendação de votos. A Comissão Europeia e a SEC fizeram propostas parecidas. Quer eles emitam regulamentos ou não, as práticas dos consultores estarão sendo avaliadas de perto durante a temporada de votação por procuração de 2012.

- Os Princípios do Pacto Global da ONU para o Investimento Responsável (UNPRI) atingiram influência estável nos negócios globais e na comunidade investidora desde 2005, e atualmente estão fortemente ligados ao movimento de governança corporativa. A atual lista de 927 signatários do UNPRI reafirma, de forma significativa, o conteúdo dos Princípios e o apoio, por parte das empresas e dos investidores, à prestação de contas voluntária em vez da regulamentação. O Pacto Global descreve a si mesmo como “uma iniciativa de política estratégica para empresas comprometidas em alinhar suas operações e estratégias a dez princípios universalmente aceitos...”. Devido aos desastres ambientais recentes, como o da TEP/Fukushima e o da BP/Deepwater Horizon, bem como a recessão econômica que perdura, é evidente que o UNPRI desempenhará um papel essencial nas relações entre companhias e investidores em termos de questões ambientais, sociais, éticas e de sustentabilidade. Pelas mesmas razões, a Global Reporting Initiative (GRI) está cada vez mais ligada à reforma de governança, aos direitos dos acionistas e à prestação de contas do conselho.

- Doze países passaram a exigir alguma forma de voto dos acionistas sobre remuneração. Em alguns poucos países, mais notavelmente nos Estados Unidos, a polêmica sobre o funcionamento do Say-on-Pay (SOP) ofuscou seus benefícios. Em outros países, as companhias lidaram bem com a exigência de voto, e existe um consenso global de que o SOP cria um diálogo bastante útil entre companhias e investidores, o que leva a uma melhora nos fundamentos da remuneração e relaciona o pagamento ao desempenho. Entretanto, na Europa o relatório da Comissão Europeia traz à tona questões quanto à eficácia da abordagem voluntária e do *comply or explain* na redução dos abusos de pagamento. O desafio das empresas europeias em 2012 será melhorar a qualidade de suas explicações sobre decisões de pagamentos ou enfrentar regras mais prescritivas da Comissão. As empresas americanas enfrentam o desafio ainda mais difícil de complementar a CD&A [Análise e Discussão da Remuneração] da Administração com uma explicação sobre a visão do conselho em relação aos incentivos de remuneração e aos objetivos de políticas estratégicas.

- O longo conflito nos EUA com relação à questão do acesso de acionistas parecia ter chegado ao fim após a decisão judicial emitida em junho de 2011 por um Tribunal Regional, invalidando a Resolução da SEC 14a-11 (que exigia que os procedimentos para candidatos ao conselho indicados por acionistas fossem incluídos no relatório aos acionistas (*proxy statement*) de uma companhia). Entretanto, a decisão da Comissão de permitir que os acionistas deliberassem sobre

a questão do acesso, nos termos da Resolução 14a-8, mantém o assunto em voga. De uma perspectiva global, o acesso de acionistas é um show à parte, refletindo as idiossincrasias do regime de governança dos EUA. Entretanto, a questão poderá ter consequências duradouras, por conta da insistência do Tribunal Regional de que a análise abrangente do custo/benefício econômico é um pré-requisito da regulamentação de governança. O tribunal (e, talvez, a própria SEC) pareceu dar pouca importância à função profilática das regras de governança. A prevenção é essencialmente importante, porém difícil de medir em termos econômicos. A intenção de diversas regras de governança é influenciar a conduta do conselho e evitar abusos antes que eles aconteçam, ao invés de facilitar a ação dos acionistas quando um abuso ocorre. Se a SEC não conseguir encontrar formas de quantificar os custos e benefícios das regras de governança em números concretos, é provável que haja menos regulamentação no futuro. De qualquer forma, a novela sobre a questão do acesso irá perdurar em 2012, com um alto volume de propostas de acionistas em empresas dos EUA.

- Apesar do revés na questão do acesso e da nova exigência de análise de custo/benefício, a previsão é que a SEC proponha novas regras, implementando seu relatório de conceito (concept release) de julho de 2010 sobre a reforma no sistema de voto por procuração, a tempo para a temporada de assembleias anuais de 2012. Ainda não está claro se as regras introduzirão mudanças fundamentais na estrutura e no funcionamento do sistema de voto por procuração, aumentarão a supervisão de empresas de consultoria de proxy, proporcionarão maior acesso das companhias a acionistas beneficiários, estabelecerão novas exigências de transparência para negociações de ações e derivativos, ou todas as alternativas acima.
- O movimento *Occupy Wall Street* e outras formas de protesto social representam uma carta coringa nas relações entre companhias e acionistas. Se o recesso econômico global perdurar em 2012, essas iniciativas populistas e a atenção da imprensa que elas atraem poderão gerar revolta entre os acionistas de varejo (individuais) contra toda a comunidade de negócios, sem levar em conta os méritos individuais das companhias. Manifestações de ampla repercussão ligadas à insatisfação social podem aumentar a pressão política e social para que investidores institucionais apoiem dissidentes e ativistas ou votem contra propostas polêmicas da administração. Todos esses fatores aumentam a probabilidade de maiores confrontos entre as companhias e os acionistas, ao invés da busca por um consenso e por soluções para os problemas econômicos que compartilham.

- A utilização de redes sociais, ainda fundamentalmente focada em comunicação não corporativa, é um desenvolvimento que exige monitoração rigorosa por parte da comunidade corporativa. As redes sociais apresentam tanto um desafio quanto uma oportunidade – uma ferramenta para que os dissidentes mobilizem apoio e um método para as companhias se comunicarem de forma mais eficaz. Os investidores institucionais já estão estudando o potencial das técnicas de utilização das redes sociais. Por exemplo, na conferência anual de junho de 2011 da Rede Internacional de Governança Corporativa, cerca de 50 contatos do twitter aumentaram a abrangência da conferência de 500 representantes presentes em Paris para cerca de 55.000 pessoas do mundo todo, demonstrando o poder das redes sociais de atingir um grande público virtualmente, de forma instantânea. A temporada de assembleias anuais de 2012 proporcionará mais exemplos de utilização das redes sociais por acionistas, ativistas e empresas.

ATIVISMO DE VALOR DIRECIONADO

Esses eventos proporcionam os ingredientes para uma perfeita tempestade de ativismo de acionistas em 2012. Todos os principais players – acionistas, reguladores, companhias e conselhos – estão sofrendo pressão para mudar fundamentalmente. Os investidores institucionais (e seus consultores) estão sendo confrontados com novos códigos, expectativas fiduciárias, avaliação regulatória e pressão de seus peers. Os reguladores, criticados por políticos e grupos de vigilância do setor, estão agindo de forma agressiva para aprimorar a prestação de contas das corporações, dos investidores institucionais e do setor de serviços financeiros. O público em geral está em clima de ativismo e dissidência, irritado e frustrado por causa da longa crise econômica.

O foco dessas forças será sobre as corporações, os CEOs e os conselhos de administração. As companhias com as seguintes características são alvos previsíveis do ativismo de valor em 2012:

companhias cujas práticas de remuneração são egrégias ou desconexas com relação aos peers, principalmente quando acompanhadas de reduções de pessoal e demissões;

- companhias com desempenho financeiro fraco ou ações desvalorizadas;
- companhias que não cumprem as melhores práticas de governança corporativa, principalmente quando altos níveis de discordância ou votos em apoio às deliberações dos acionistas são desconsiderados;

“ O movimento *Occupy Wall Street* e outras formas de protesto social representam uma carta coringa nas relações entre companhias e acionistas. Se o recesso econômico global perdurar em 2012, essas iniciativas populistas e a atenção da imprensa que elas atraem poderão gerar revolta entre os acionistas de varejo (individuais) contra toda a comunidade de negócios, sem levar em conta os méritos individuais das companhias. ”

- companhias com conflitos de interesse, práticas corruptas, escândalos ou má reputação na mídia;
- companhias com fraco histórico de práticas ambientais, políticas, sociais, éticas ou supervisão de riscos;
- companhias vivenciando volatilidade incomum no mercado, vendas a descoberto, ou mudanças significativas no controle;
- companhias pouco transparentes, ou com programas de divulgação inadequados e má comunicação do conselho;
- companhias controladas (inclusive aquelas cujo controle é detido por famílias ou pelo governo) com proteção inadequada dos direitos de acionistas minoritários;
- companhias em setores tidos como alvo de movimentos de protesto e da mídia, inclusive empresas de Wall Street e instituições financeiras “muito grandes para falirem”.

O ativismo de valor direcionado a esses tipos de alvo é qualitativamente diferente do ativismo de governança. Com base no modelo de ativismo estratégico usado por fundos de *hedge* e dissidentes, os ativistas de valor são focados nos fundamentos de negócios individuais de uma companhia, em seu desempenho e na prestação de contas do conselho, além de suas práticas de governança. Os ativistas de valor não costumam ter um plano estratégico específico, e não buscam obter controle; sua proposta de valor é alterar o comportamento do conselho e da administração da empresa alvo, reduzindo os riscos e melhorando o desempenho e a sustentabilidade.

PREPARE-SE

No atual ambiente instável, não é suficiente que as companhias publiquem um relatório de governança corporativa e cumpram com as diretrizes dos consultores especializados em voto por procuração. Para evitar se tornarem alvo, as companhias devem realizar uma auto avaliação minuciosa, analisando suas práticas de ESG, seu desempenho financeiro, sua estratégia de negócios e sua reputação. O conselho e a administração devem avaliar sua conduta e sua comunicação do ponto de vista crítico de investidores fiduciários, grupos de interesse especial, puristas de governança, acionistas minoritários insatisfeitos, ativistas de sindicatos trabalhistas, investidores oportunistas e ativistas estratégicos. Para evitar ser alvo do ativismo, é necessário pensar como um ativista.

A auto-avaliação anual de uma companhia, realizada como preparação para a assembleia geral de acionistas, porém iniciada pelo menos seis meses antes da data da assembleia, deve incluir as seguintes atividades:

- Realização de um *benchmarking* de ESG abrangente em comparação a companhias similares e padrões globais.
- Revisão e análise dos resultados da votação e do feedback dos acionistas na assembleia do ano anterior.
- Preparação de um perfil atualizado do controle e de identificação de acionistas, analisando as implicações das mudanças recentes no controle e das atividades do mercado.
- Identificação dos tomadores de decisões de voto nos maiores investidores institucionais, e comparação desses com os contatos do departamento de Relações com Investidores.

- Revisão das políticas de voto das empresas de consultoria de Proxy e dos investidores institucionais, e comparação dessas com as práticas da companhia.
- Criação de uma equipe interna, incluindo o Diretor Jurídico, o Secretário da Companhia, executivos de Relações com Investidores, Recursos Humanos e Remuneração e, conforme necessário, o CFO, o CEO, o Presidente do Conselho e membros do conselho apropriados.
- Criação de uma equipe de consultores externos que possam fornecer assistência jurídica e financeira, expertise em remuneração, Relações com Investidores Institucionais, votação internacional de ações, comunicações, relações públicas e gerenciamento de crises.
- Revisão das defesas legais e estruturais da companhia com relação a ofertas de compra ou eleições.
- Revisão do feedback das reuniões de Relações com Investidores e road shows do ano passado.
- Revisão de correspondências e comunicações recentes com os acionistas mais importantes, locais e globais, inclusive membros dos grupos ou famílias que detêm o controle acionário.
- Revisão dos relatórios de analistas, da cobertura da mídia e dos comentários do mercado sobre a companhia e o setor.
- Organização de uma extensão aos principais acionistas, caso se espere que a agenda de propostas na assembleia de acionistas inclua propostas polêmicas de administração ou deliberações de acionistas.
- Preparação de uma análise objetiva para o conselho e a alta administração, definindo os riscos e vulnerabilidades da companhia e sugerindo um plano para lidar com eles.
- Determinação da função apropriada dos membros do conselho em seu relacionamento com os acionistas antes, durante e depois da assembleia.

Caso o ambiente econômico e regulatório permaneça instável durante 2012, essas preparações serão mais importantes do que nunca. As companhias que não estiverem estrategicamente preparadas correrão o risco de perder o controle sobre a ordem do dia e de serem forçadas a adotar uma postura defensiva na assembleia geral. Em muitos casos, uma postura defensiva será uma postura perdedora.



Os ativistas de valor não buscam obter controle; sua proposta é alterar o comportamento da empresa alvo, reduzindo os riscos e melhorando o desempenho e a sustentabilidade.



DESAFIOS DE LONGO PRAZO

A preparação é essencial para que as empresas evitem surpresas e maximizem o apoio dos acionistas nas assembleias. Entretanto, no longo prazo, mais mudanças fundamentais nas relações entre companhias e acionistas serão necessárias para romper o ciclo de confrontação e imediatismo. Os membros do conselho e os administradores devem olhar além das divulgações financeiras trimestrais e encontrar novas maneiras de garantir que os acionistas estejam bem informados sobre os negócios da companhia, suas políticas e sua estratégia de longo prazo. Para alcançar esse objetivo, as companhias precisarão superar três grandes desafios:

1. **Dar voz aos membros do conselho.** A comunicação do conselho é o desafio de governança corporativa mais importante e difícil no longo prazo. Por enxergarem o conselho no topo da hierarquia de governança corporativa, os acionistas esperam estar sempre informados sobre como os conselheiros estão cumprindo seu dever de agir no melhor interesse da companhia. Nos EUA, os conselheiros precisarão encontrar formas de “contar a história da companhia” além dos limites das regras prescritivas de divulgação, sem aumentar sua exposição legal. Do contrário, enfrentarão níveis de ativismo de acionistas cada vez maiores. Na Europa, os conselhos devem fornecer explicações significativas e substanciais sobre suas decisões e políticas. Do contrário, correrão o risco de perder seus benefícios de governança voluntária, baseada em princípios. As melhorias na comunicação do conselho devem surgir dentro da sala de reuniões do conselho. Apenas os próprios conselheiros poderão abrir as janelas e acender a luz dessa sala.



Toda companhia tem o acionista que merece”. O significado dessa afirmação é que elas podem, por suas próprias ações, influenciar quais investidores atrairão, mantendo-os bem informados e confiantes de que seus interesses estão alinhados aos interesses da companhia.



2. Desenvolver relações holísticas com os investidores.

A maioria das companhias listadas possuem programas de Relações com Investidores que comunicam informações financeiras de forma sistemática, da administração para os investidores. Entretanto, poucas companhias percebem a necessidade de um programa paralelo de Relações com Investidores Institucionais, para comunicar questões relacionadas às ESG e ao conselho. Um programa de relações com investidores holístico gerencia tanto as expectativas financeiras dos acionistas quanto suas expectativas de governança. Ele identifica e estabelece relações com os criadores de políticas e os tomadores de decisões dos investidores institucionais, além de analistas e gerentes de carteiras. O programa também se estende às empresas de consultoria especializadas em voto por procuração, custodiantes globais, subcustodiantes e os back offices dos intermediários da cadeia de controle. Além dos resultados trimestrais, o programa trata da divulgação de assembleias gerais e votações transfronteiriças. Definir um programa holístico de relações com investidores, encontrar o pessoal adequado para o programa e implementá-lo – integrando resultados financeiros a políticas do conselho, e coordenando todos os níveis de comunicação do conselho e da administração – constituem o segundo maior desafio a longo prazo das companhias.

3. Implementar métricas de ESG e desempenho não financeiro. O terceiro desafio é que as companhias introduzam métricas de desempenho e incentivos que suportem metas no âmbito das ESG e do conselho. Estudos acadêmicos e profissionais oferecem provas convincentes de que as medições do desempenho não financeiro são essenciais para uma administração eficaz, para a redução dos riscos e para o sucesso duradouro dos negócios. As evidências são ainda mais convincentes no contexto da governança corporativa e das relações com partes interessadas, pois muitas questões não podem ser facilmente descritas ou mensuradas em termos financeiros. O conselho de administração, que zela pela cultura e reputação corporativa, é responsável por garantir que as métricas e os incentivos dentro da companhia estejam em linha com as principais responsabilidades de supervisão do conselho e com seus deveres perante acionistas e partes interessadas. O UNPRI e a Global Reporting Initiative (GRI) são pontos de partida bastante úteis, mas o conselho e a administração de cada companhia devem estruturar as métricas de forma personalizada à sua estratégia de negócios e à sua realidade. O desafio se torna ainda mais complicado tendo em vista a confiança excessiva dos investidores institucionais nos modelos financeiros para a tomada de decisões de investimento. No final das contas, o ciclo de imediatismo será rompido apenas quando as companhias e os investidores institucionais integrem métricas não financeiras e metas de longo prazo ao processo de tomada de decisões.

Os defensores dos acionistas têm um antigo ditado: “Toda companhia tem o acionista que merece”. O significado dessa afirmação não é que as companhias são vítimas do mercado, e sim que elas podem, por suas próprias ações, influenciar quais investidores atrairão e poderão construir uma estável base de apoio de investidores de longo prazo mantendo os acionistas bem informados e confiantes de que seus interesses estão alinhados aos interesses da companhia. **RI**



JONH WILCOX
é chairman da Sodali.
j.wilcox@sodali.com



Seminário Internacional / Ativismo e Governança Corporativa

Como as Empresas podem lidar com o Ativismo e dele obter benefícios?

Rio de Janeiro, RJ | 22.11.2011

PALESTRANTES: John Wilcox / Marco Geovanne / Samuel Emery Lopes

PROGRAMA: Evolução do ativismo / Formas e tipos de ativismo /
O impacto do ativismo sobre as empresas / Case study / Mensagem para as empresas brasileiras /
A experiência do maior fundo de pensão brasileiro / A experiência de um investidor individual

INFORMAÇÕES COMPLETAS: www.apimecrio.com.br/hotsite

INSCRIÇÕES: Apimec Rio / **E-mail:** financeiro@apimecrio.com.br / **Tel.:** (21) 2509-9596

Patrocínio Ouro



Patrocínio Prata



Realização



Coordenação



Apoio



Divulgação



acionista.com.br



Valor

Blog da Governança