

Carta/AMEC/Presi nº 08/2020

São Paulo, 21 de setembro de 2020

A Sua Excelência o Senhor
MARCELO SANTOS BARBOSA
Presidente da Comissão de Valores Mobiliários - CVM

CC: Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM

Ref: CONSIDERAÇÕES SOBRE PROPOSTA DE IMPLEMENTAÇÃO DO VOTO PLURAL NA LEI 6.404/1976 - INICIATIVA MERCADO DE CAPITAIS (IMK)

Senhor Presidente,

A Associação de Investidores do Mercado de Capitais - Amec - é uma associação sem fins econômicos criada em 2006 que reúne mais de 60 investidores institucionais, entre gestores de recursos de terceiros e fundos de pensão, com mais de R\$ 700 bilhões de ativos sob gestão.

Como parte de suas atividades, a Amec atua na defesa de acionistas não participantes do bloco de controle de companhias abertas e busca interagir com autoridades governamentais e agências reguladoras e autorreguladoras com vistas a aprimorar os padrões, regras de conduta e procedimentos para a evolução do mercado de capitais brasileiro, bem como a promoção de ações de incentivo a boas práticas de governança corporativa.

No contexto do presente debate sobre a alteração da Lei Societária para permitir estruturas de ações com voto alavancado, a Amec enxerga preocupações diante dos riscos que tal modificação geraria na dinâmica do mercado de capitais nacional. Os possíveis ganhos originados com tal modificação, em nossa visão, terão efeitos de curto prazo, ao passo que as consequências

nocivas podem ser irreparáveis, com efeitos de longo prazo sobre riscos sistêmicos de Governança.

Contexto Internacional e “Race to the Bottom”

Nos últimos anos, o tema das ações com voto alavancado (*Super Voting Shares*), que na lei brasileira recebe o nome de Voto Plural, ganhou relevância em várias jurisdições, especialmente por conta do surgimento de novas empresas de tecnologia. Por um lado, essas companhias demandam capital para acelerar os investimentos necessários, mas, pela natureza do negócio, seus sócios fundadores não demonstram interesse no compartilhamento do controle das decisões estratégicas.

A despeito de argumentos de que o poder de voto turbinado ampliara o interesse de empresas na escolha da jurisdição de listagem em processos de abertura de capital, muitos argumentam que a predileção pela listagem em outros mercados, em especial o americano, está mais relacionada a aspectos de *valuation* e liquidez do que a flexibilidade trazida pelo voto plural.

Reconhecemos a necessidade de ampliação da competitividade do mercado de capitais brasileiro de modo a promover seu desenvolvimento, mas o balanço de riscos e oportunidades parece pender para o primeiro, no caso de eventual adoção do voto plural ou outras formas de discriminação de acionistas.

Acreditamos que as consequências da concorrência mal estruturada entre regras de diferentes mercados globais podem resultar em um “*race to the bottom*” regulatório que irá prejudicar a resiliência do mercado de capitais brasileiro, sua reputação, e a qualidade de sua governança corporativa.

Nas jurisdições onde o tema foi debatido, os investidores institucionais se mostram contrários ao voto alavancado e se mantiveram na defesa do princípio “uma ação, um voto”. Tal convicção deriva da segurança do equilíbrio entre poderes político e econômico, que se complementam e geram contrapesos importantes nas decisões empresarias diante de possíveis divergências inerentes aos negócios.

Essas preocupações fizeram com que várias bolsas do mundo colocassem o tema em discussão e alguns países como Japão, Hong Kong, Singapura e Índia chegaram a alterar suas regras de listagem, porém, criando salvaguardas robustas para assegurar a qualidade da governança das empresas listadas, para mitigar a possibilidade de entrincheiramento do controlador e para reduzir o risco de expropriação associado a tal estrutura acionária.

A Experiência Brasileira: Novo Mercado e o modelo de *Enforcement*

É importante reconhecer que o Brasil vive há muito com a diversidade de espécies de ações. Nossa legislação societária permite que sociedades anônimas emitam até metade do seu capital social em ações sem direito a voto, as chamadas ações Preferenciais (PN). Esse limite, inclusive, já reflete a redução promovida em 2001, quando a legislação até então permitia que até dois terços das ações fossem privadas do direito de voto nas empresas.

Ainda que existam empresas que seguem elevado nível de governança mantendo mais de uma espécie acionária, é importante mencionar os inúmeros episódios de escândalos societários ocorridos em companhias com estruturas de propriedade alavancadas.

Nesses casos, em regra geral, a experiência da Amec revela que muitos acionistas são lesados e não podem contar com estruturas de proteção que são comuns em outros países. Há de se reconhecer que no Brasil o arcabouço jurídico e regulatório ainda não se mostra suficientemente célere para dissuadir e punir de forma exemplar os eventuais excessos, bem como estão presentes limitações de recursos para ampliação do *enforcement* em processos administrativos sancionadores.

Como forma alternativa de minimizar todos esses desequilíbrios, investidores institucionais apoiaram e se articularam para a criação, em 2001, do segmento do Novo Mercado na bolsa brasileira, no qual empresas listadas nessa categoria deveriam atender aos mais elevados níveis de governança corporativa existentes no Brasil. Desde então, parcela considerável dos IPOs realizados no Brasil foram executados neste segmento, que aos poucos vem melhorando a qualidade da governança corporativa no Brasil.

Entre os requisitos de listagem nesse segmento, encontra-se a exigência de cada ação da empresa deve corresponder ao exercício de um voto, o que permite apenas a existência de ações ordinárias (ON). Esse princípio é internacionalmente conhecido como “One share, one vote”.

No entanto, mesmo considerando os avanços obtidos, não se pode afirmar que tenhamos atingido nível de maturidade em nosso mercado que já permita outras construções mais ousadas em termos de estruturas de controle nas empresas.

O Princípio de “One Share, One Vote” e a Cultura de Stewardship

A Amec há muito defende a política de uma ação, um voto. Isto se tornou cada vez mais importante à medida em que o debate global sobre o tema causava repercussões locais. Exemplo disso foi durante a reforma do Novo Mercado (2017), durante a revisão do Código de Governança Corporativa do IBGC (2016) e outras oportunidades.

A flexibilização legislativa ora proposta, ainda que não englobe os segmentos especiais de governança da B3, pode ameaçar essa hegemonia. A estrutura facilita a configuração de uma situação de governança ainda inédita no Brasil: um papel com o mesmo direito a retornos financeiros não entregar os mesmos direitos políticos aos seus detentores.

Ressaltamos que a evolução das boas práticas de governança corporativa conquistada durante quase duas décadas pode, com a pretensa alteração da lei para acomodar interesses de um pequeno grupo de empresários, ser perdida e colocar em risco a credibilidade do mercado de capitais brasileiro.

Como agravante para o caso nacional, o relacionamento entre empresas e investidores ainda é um processo em construção no país. Em 2016, a AMEC lançou o Código Amec de Stewardship e, a partir daí, gestores de fundos e fundos de pensão signatários passaram buscaram maior engajamento e participação nas companhias investidas. No entanto, o stewardship ainda não é incorporado na legislação e nem pelas regras de listagem na B3.

Na Europa o processo de engajamento é muito forte e está avançada em termos de política de engajamento. Nos EUA, onde o ativismo no mercado americano geralmente é direcionado para a via da judicialização, emerge o entendimento de que o *stewardship* proporciona menores custos pela via do engajamento entre investidores e empresas.

Posicionamento Institucional e Salvaguardas Adicionais

Diante de todo o exposto e considerando os elevados riscos da estrutura proposta, a Amec se manifesta contrária à adoção do voto plural no mercado de capitais brasileiro. Todavia, em caso de se avançar na aprovação de tal faculdade, entendemos que sua implementação deveria ser acompanhada de robustas salvaguardas, em especial quando se consideram as características do nosso arcabouço legal e regulatório e todos os demais riscos já mencionados.

Nesse sentido, na hipótese de se entender que o mercado de capitais brasileiro, o Poder Judiciário e os procedimentos e estrutura de fiscalização e punição pelo nosso regulador estão maduros o suficiente para a adoção do voto plural no Brasil, hão de ser adotados requisitos mínimos para resguardar os direitos dos acionistas e a credibilidade do mercado de capitais brasileiro, conforme a seguir indicado nas sugestões que seguem:

- (i) Vedação explícita à adoção do voto plural por companhias abertas já listadas;
- (ii) *Sunset clause* com prazo de até 7 (sete) anos, renovável uma única vez, conforme adotado em outras jurisdições;
- (iii) Diante do caráter personalíssimo, que a titularidade de ações com voto plural seja permitida apenas para pessoas naturais, sendo inclusive vedada a sua transferência, a qualquer título, sob pena de perda de tais características;
- (iv) Restrição de exercício do voto plural para determinadas deliberações;
- (v) Para determinadas situações, incluir mecanismos de direito de retirada mediante reembolso com base no valor econômico, independentemente de condicionantes de liquidez e dispersão das ações.

SUGESTÕES DE REDAÇÃO

Proposta contida na Minuta do Projeto de Lei B3	Sugestão dos Associados da AMEC
<p>“Art. 15..... § 1º As ações ordinárias e preferenciais poderão ser de uma ou mais classes, observado, no caso das ordinárias, o disposto nos arts. 16 e 110-A.”</p>	<p>“Art. 15..... § 1º As ações ordinárias e preferenciais poderão ser de uma ou mais classes, observado, no caso das ordinárias, <u>as demais disposições específicas, notadamente o quanto</u> disposto nos arts. 16 e 110-A.”</p>
<p>“Art. 16 IV – A atribuição de voto plural a uma ou mais classes de ações, observado o limite e as condições dispostos no art. 110-A. § 1º A alteração do estatuto na parte em que regula a diversidade de classes, se não for expressamente prevista, e regulada, requererá a concordância de todos os titulares das ações atingidas.” § 2º Na companhia aberta, será também admitida a criação de uma ou mais classes de ações ordinárias que atribua a seus titulares voto plural nos termos e condições dispostos no art. 110-A.”</p>	<p>“Art. 16 IV – A atribuição de voto plural a uma ou mais classes de ações, observado o limite e as condições dispostos no art. 110-A. § 1º A alteração do estatuto na parte em que regula a diversidade de classes, se não for expressamente prevista, e regulada, requererá a concordância de todos os titulares das ações atingidas.” <u>§ 2º A criação de uma ou mais classes de ações ordinárias que atribua a seus titulares voto plural será admitida na companhia aberta cujas ações ou valores mobiliários conversíveis em ações não tenham sido negociadas em mercados organizados de valores mobiliários, nos termos e condições dispostos no art. 110-A.</u></p>
<p>“Art. 110-A - É admitida a criação de uma ou mais classes de ações ordinárias com</p>	<p>“Art. 110-A - É admitida a criação de uma ou mais classes de ações ordinárias com</p>

<p>atribuição de voto plural, não superior a 10 votos por ação ordinária:</p> <p>I – na companhia fechada, ainda que posteriormente venha a obter o registro de companhia aberta e tenha seus valores mobiliários admitidos à negociação em mercados organizados de valores mobiliários, respeitadas as regras editadas pelas respectivas entidades administradoras; e</p> <p>II – na companhia aberta cujas ações ou valores mobiliários conversíveis em ações ainda não tenham sido objeto de negociação em mercados organizados de valores mobiliários.</p> <p>§1º A criação da classe de ações ordinárias com atribuição do voto plural depende do voto favorável de acionistas que representem metade, no mínimo, do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto, se maior quórum não for exigido pelo estatuto da companhia.</p> <p>§ 2º Na companhia com ações preferenciais sem direito a voto, que façam jus a dividendos fixos ou mínimos, a criação da classe de ações ordinárias com atribuição do voto plural depende também da aprovação de titulares que representem, no mínimo, metade dessas ações preferenciais.</p> <p>§ 3º Nos casos dos §§1º e 2º deste artigo, será assegurado aos acionistas dissidentes o direito de se retirarem da companhia (art. 137) mediante reembolso do valor de suas ações nos termos do art. 45, salvo se a criação da classe de ações ordinárias com atribuição de voto plural já estiver prevista ou autorizada pelo estatuto.</p>	<p>atribuição de voto plural, não superior a 10 votos por ação ordinária:</p> <p>I – na companhia fechada, ainda que posteriormente venha a obter o registro de companhia aberta e tenha seus valores mobiliários admitidos à negociação em mercados organizados de valores mobiliários, respeitadas as regras editadas pelas respectivas entidades administradoras; e</p> <p>II – na companhia aberta cujas ações ou valores mobiliários conversíveis em ações ainda não tenham sido objeto de negociação em mercados organizados de valores mobiliários.</p> <p>§1º A criação da classe de ações ordinárias com atribuição do voto plural depende do voto favorável de acionistas que representem metade, no mínimo, do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto, se maior quórum não for exigido pelo estatuto da companhia, <u>excluídos da votação os titulares de ações que se pretende conferir o voto plural.</u></p> <p>§ 2º Na companhia com ações preferenciais sem direito a voto, que façam jus a dividendos fixos ou mínimos, a criação da classe de ações ordinárias com atribuição do voto plural depende também da aprovação de titulares que representem, no mínimo, metade dessas ações preferenciais, <u>excluídos da votação, os titulares de ações que se pretende conferir o voto plural.</u></p> <p>§ 3º Nos casos dos §§1º e 2º deste artigo, será assegurado aos acionistas dissidentes o direito de se retirarem da companhia (art. 137) mediante reembolso do valor de suas ações nos termos do art. 45, salvo se a criação da classe de ações ordinárias com atribuição de voto plural já estiver prevista ou autorizada pelo estatuto.</p>
---	--

§ 4º Após o início da negociação das ações ou valores mobiliários conversíveis em ações em mercados organizados de valores mobiliários, é vedado o aumento ou a alteração das características de classe de ações ordinárias com atribuição de voto plural.

§ 5º É facultado aos acionistas estipular no estatuto o término do voto plural condicionado a um evento ou a termo, observado o limite previsto no § 6º deste artigo.

§ 6º O voto plural atribuído às ações ordinárias terá prazo de duração máxima de 10 anos, podendo ser prorrogado, por iguais períodos, mediante a aprovação de titulares que representem, no mínimo, em votações separadas, metade do total de votos das demais ações com direito a voto e metade das ações preferenciais sem direito a voto, que façam jus a dividendos fixos ou mínimos, excluídos da votação, em ambos os casos, os titulares de ações da classe cujo voto plural se pretende prorrogar.”

§ 4º Após o início da negociação das ações ou valores mobiliários conversíveis em ações em mercados organizados de valores mobiliários, é vedado o aumento ou a alteração das características de classe de ações ordinárias com atribuição de voto plural.

§ 5º É facultado aos acionistas estipular no estatuto o término do voto plural condicionado a um evento ou a termo, observado o limite previsto no § 6º deste artigo.

§ 6º O voto plural atribuído às ações ordinárias terá prazo de duração máxima de ~~10~~ 7 anos, podendo ser prorrogado, ~~por iguais períodos~~ uma única vez e por igual período, mediante a aprovação de titulares que representem, no mínimo, em votações separadas, metade do total de votos das demais ações com direito a voto e metade das ações preferenciais sem direito a voto, que façam jus a dividendos fixos ou mínimos, excluídos da votação, em ambos os casos, os titulares de ações da classe cujo voto plural se pretende prorrogar.”

§ 7º O voto plural atribuído a determinadas ações somente é admitido se estas forem titularizadas diretamente por pessoa física, que também seja administrador da companhia, sendo vedada qualquer estipulação que outorgue o voto plural a pessoa jurídica.

§ 8º Nas hipóteses de negociação ou transferência, a qualquer título, de ações que contemplem o voto plural, estas classes de ações devem ser convertidas automaticamente em ações ordinárias comuns.

§ 9º Nas deliberações a seguir indicadas, todas as ações ordinárias terão direito a um único voto, independentemente da atribuição do voto plural, podendo a Comissão de Valores Mobiliários disciplinar outras hipóteses de restrição:

- a – Alteração do objeto social da companhia;
- b – Aumento de capital ou recompra de ações;
- c – Alteração dos direitos de qualquer classe de ações;
- d – Indicação ou demissão de conselheiros de administração independentes;
- e – Fixação da Remuneração dos Administradores;
- f – Substituição de empresa de auditoria externa; e
- g – Liquidação da companhia e/ou sua deslistagem.

§ 10º Eventuais operações e reestruturações societárias envolvendo companhias em que pelo menos uma delas adote o voto plural dará direito de retirada a todos os acionistas das companhias envolvidas, independentemente da liquidez e dispersão das ações.

§ 11º O direito de retirada mencionado no parágrafo anterior será realizado mediante reembolso com base no valor econômico, a ser apurado em avaliação realizada por três peritos ou empresa especializada, cuja nomeação deve ser aprovada pela maioria dos demais acionistas da companhia, excluídos da votação os titulares de ações que tenham ou que se pretenda conferir o voto plural.

Por fim, a Amec está à disposição para aprofundar o assunto, bem como compartilhar mais informações sobre a adequação das cláusulas restritivas entendidas como necessárias para preservar o direito de acionistas no país.

Sem mais, subscrevemo-nos.



ASSOCIAÇÃO DE INVESTIDORES NO MERCADO DE CAPITAIS – AMEC

Fábio Henrique de Sousa Coelho
Presidente-Executivo