

Voto Contrário no Brasil: Corporations, Voto Múltiplo e a Regra pela Exceção

Desconsiderar os riscos do uso inadvertido do instrumento significa ignorar o histórico do nosso mercado de capitais. As incertezas são muitas, e não se vê razão para o tema seja colocado sem o devido debate.

A ausência de controlador em Corporations não afasta o fato de que os acionistas de referência continuam a deter posições muito relevantes nessas empresas.

À luz do espírito da lei societária, mecanismos de maior equilíbrio de forças entre os acionistas deveriam também ser pensados para se evitar situações extremas.

Em contexto de aperfeiçoamento de sua estrutura de governança após episódio emblemático para a empresa no início de 2019, a Vale trouxe proposta de alteração estatutária que apresentou muitos pontos positivos a serem deliberados em Assembleia. Entre eles, foi incluído dispositivo que propõe a alteração do processo eleitoral de novos conselheiros, no que ficou conhecido como voto contrário.

A iniciativa prevê que votos proferidos pelos acionistas exerçam dupla função, permitindo a manifestação favorável ao candidato de preferência e, ao mesmo tempo, registrar posição contrária a candidatos indesejados. Apesar de existir em outras jurisdições, em especial os EUA, não se tem referência de seu uso no país tal como proposto pela empresa.

Pelo ineditismo, e para melhor entendimento da proposta, fizemos várias conversas com investidores locais e estrangeiros, incluindo conselheiros da companhia, agências de orientação de voto e advogados no Brasil e no Exterior. Não há uniformidade nas opiniões e não é trivial a interpretação de que o equilíbrio de forças entre as partes interessadas restará respeitado com sua eventual implementação.

Em perspectiva sistêmica, existem questões abertas sobre quais as consequências de sua utilização no país e sobre quais seriam os efeitos desse dispositivo em empresas menos preparadas e sem o escrutínio público presente na Vale. Seu uso inadvertido teria capacidade de inviabilizar a eleição de nomes indicados pelos minoritários, motivo pelo qual fazemos relevantes considerações.

Corporations não refletem a realidade das empresas brasileiras

Ao se tornar uma Corporation, a Vale passou a integrar seletivo grupo de companhias que formalmente não contam com a figura do acionista controlador. Nesse movimento, a empresa encerrou longo histórico de acordo de acionistas, que passam agora a figurar como acionistas de referência, e não mais como controladores. É um movimento de vanguarda, com olhar de futuro, projetando avanços que só devem fazer sentido para a maioria das empresas brasileiras daqui muitos anos.

Opinião Amec

22 de Fevereiro de 2021



Não se pode, no entanto, ignorar as características do país com a importação do específico dispositivo do voto contrário. O Brasil é reconhecido mundialmente como um dos que possuem a maior proporção de empresas com controlador definido, onde a falta de instrumentos de enforcement faz com que a reparação de excessos seja difícil de reversão.

A ausência de controlador em Corporations não afasta o fato de que os acionistas de referência continuam a deter posições muito relevantes nessas empresas. Isso é muito diferente em países como os EUA, onde a pulverização do capital é muitas vezes maior. Nesse país, é difícil encontrar acionistas que, sozinhos, detenham mais de 5% de uma companhia.

Quando se considera o elevado nível de absenteísmo nas assembleias brasileiras, sobretudo para investidores com participações discretas ou por ocasião de fundos de investimento com posições passivas, a influência dos acionistas de referência é ainda mais relevante.

Voto contrário está sendo pensado pela exceção

Investigando os objetivos que a proposta pretende atingir, temos referência de que grupo de investidores estrangeiros solicitou o abandono da eleição em chapa para vagas no Conselho de Administração da companhia. Eles estariam desconfortáveis com a impossibilidade de apontar profissionais que efetivamente poderiam melhorar a dinâmica empresarial, considerando o bloco indivisível da composição.

Como alternativa ao voto em chapa, há outros caminhos possíveis que trariam menor resistência e possivelmente atingiria objetivos semelhantes. O próprio voto em lista, mesmo com suas conhecidas limitações, seria a escolha natural pela simplicidade e ampla aceitação. Uma das críticas a esse instrumento é de que seu uso não permite que haja nenhuma sinalização sobre a qualidade ou receptividade dos nomes indicados. Mas também para isso, existem alternativas como a própria avaliação dos conselhos e amplo disclosure dos resultados.

Veto a nomes dos minoritários pode se transformar em prática recorrente

À luz do espírito da lei societária, mecanismos de maior equilíbrio de forças entre os acionistas deveriam também ser pensados para se evitar situações extremas caso o voto contrário seja, de fato, incorporado. Essa foi a leitura, por exemplo, quando se estruturou o voto em separado, permitindo que ao menos um representante de minoritários fosse eleito pelos acionistas ordinários e preferencialistas.

Opinião Amec

22 de Fevereiro de 2021



Durante conflitos societários, pela própria representatividade econômica, os acionistas de referência têm capacidade de exercer o papel de controladores, com todas as consequências e responsabilidades que advém dessa posição. Cabe lembrar que a combinação de voto entre eles é uma realidade que não se coloca para os demais acionistas da companhia, o que tem efeito prático de inviabilizar a eleição de nomes sugeridos por minoritários.

Aqui há uma clara divergência na interpretação dos fatos. Parte do mercado argumenta que não se poderia restringir mudanças tendo em mente situações de mau uso do instrumento, o que de fato é um argumento forte e válido. Cabe, no entanto, o contra-argumento de essas situações não são remotas, de modo que uma avaliação minimamente sensata de sua probabilidade de ocorrência exigiria a aplicação de novas medidas protetivas, uma vez que o procedimento pode interferir direta e decisivamente no resultado das votações.

Experiência internacional recomenda voto tradicional em eleições concorridas

A busca pela convergência com práticas internacionais é muito válida e pode permitir um amadurecimento de todo o mercado nacional. De maneira conhecida, o voto contrário nos EUA é recomendado para eleições menos disputadas, chamadas por lá de uncontested elections, quando o número de candidatos ao conselho é igual ou inferior ao número de vagas disponíveis. Nessa situação, há um interesse dos investidores para que haja a possibilidade de uma manifestação do voto contrário para que candidatos possam receber escrutínio público.

Para situações de eleições concorridas, nossa realidade, o instrumento do voto majoritário seria o mecanismo mais adequado[1]. Aplica-lo em eleições com candidatos dissidentes significará que eles terão ainda menos receptividade nas escolhas, desvirtuando por completo o alinhamento internacional pretendido.

Não houve amplo debate do instrumento no país

Desconsiderar os riscos do uso inadvertido do instrumento significa ignorar o histórico do nosso mercado de capitais. As incertezas são muitas, e não se vê razão para o tema seja colocado sem o devido debate. Pela importância da Vale no contexto brasileiro, faria muito sentido que houvesse uma discussão mais aprofundada que poderia ser conduzida pela própria companhia.

A leitura da ata da reunião do Conselho que aprovou a proposta deixa a sensação de que nem mesmo os presentes tiveram a oportunidade de conhecer o instrumento em profundidade. A inclusão do voto contrário para deliberação em AGE poderia ser feita em tempo diferenciado em relação aos demais itens em pauta, que trazem reconhecidamente verdadeiros avanços na governança da mineradora.

[1] "A plurality standard is the best approach to contested elections and is appropriate for the small number of U.S. companies that permit cumulative voting. But a plurality standard is not appropriate for uncontested elections with no cumulative voting." FAQ: Majority Voting for Director, CII.

Opinião Amec

22 de Fevereiro de 2021



Ao exercer papel que se assemelha ao do regulador, a própria B3 poderia capitanear essas discussões junto ao mercado, de maneira complementar à companhia. Pelo ineditismo, a compatibilidade do novo instrumento com princípios presentes nos segmentos de maior nível de governança da bolsa brasileira precisa ser avaliada em profundidade.

Incentivo ao uso do Voto Múltiplo trará efeitos negativos aos investidores estrangeiros

Pela possibilidade de ter seus indicados vetados no processo eleitoral, uma possível consequência do voto contrário será a emergência do Voto Múltiplo como regra. E o efeito prático dessa medida será a redução da participação dos próprios investidores estrangeiros nas eleições de empresas brasileiras.

No caso da mineradora, qualquer acionista (ou grupo de acionistas) com mais de 5% da empresa pode solicitar a mudança da votação para o sistema múltiplo. E uma vez solicitado por apenas um único investidor, o processo eleitoral deve ser obrigatoriamente alterado para todos os demais, exigindo que haja uma manifestação adicional da distribuição percentual dos votos entre os candidatos.

É preciso reconhecer que esse instrumento não é bem visto por boa parte de investidores estrangeiros, e são poucas as casas internacionais com estrutura e equipes dedicadas para analisar propostas de assembleias em empresas de países emergentes.

Ao se estabelecer o voto múltiplo como novo paradigma, haverá, na prática, uma dificuldade adicional para que acionistas fora do país participem das AGOs brasileiras. Mesmo as agências de assessoria de voto internacionais terão dificuldade de acompanhar a dinâmica de indicações de nomes nesse sistema, visto que os prazos não são compatíveis com o tempo exigido de análise. Por aqui, é comum que candidatos sejam incluídos para eleição até as vésperas da Assembleia e, portanto, não chegarão nem ao conhecimento dos estrangeiros.

Voto contrário não deve ser utilizado em eleições pelo Voto Múltiplo

O voto múltiplo continua sendo importante instrumento para eleição de representantes em empresas com base acionária mais dispersa ou que tenham histórico de conflitos. Está previsto na lei societária e, portanto, independe de construções estatutárias de qualquer natureza.

No entanto, a leitura da proposta de Estatuto da Vale não deixa claro ou afasta de maneira veemente uma possível interpretação de que o mecanismo do voto contrário poderia também ser aplicado ao sistema de voto Múltiplo.

Opinião Amec

22 de Fevereiro de 2021



Em todas as conversas com representantes da empresa, essa possibilidade foi descartada, mas o texto do documento ainda deixa margem para uma interpretação equivocada. Seria muito prudente que houvesse uma menção mais explícita no estatuto para que a inovação não pudesse, em nenhuma condição, afetar o processo do voto múltiplo.

Finalmente, reiteramos a visão positiva sobre os inúmeros pontos da proposta de alteração do estatuto da Vale, mas chamamos atenção para os riscos trazidos pelo dispositivo do voto contrário. Sendo novidade, seria salutar que houvesse um mínimo debate em benefício da preservação da representatividade dos demais acionistas nos conselhos das empresas.