

São Paulo, 23 de novembro de 2023.

À

Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”)

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901;
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010;
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. *Corporate Financial Center*, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900

A/C: Superintendência de Desenvolvimento de Mercado
www.gov.br/cvm > Assuntos > Normas > Audiências e Consultas Públicas > Consulta Pública SDM 01/23.

Ref.: Edital de Consulta Pública SDM n.º 01/23 (“Consulta Pública”).

Prezados Senhores,

Em referência à Consulta Pública, cujo objeto trata de reformas nas regras de participação e votação à distância em assembleias de acionistas, venho, mediante a presente, expor o quanto segue abaixo, a fim de contribuir, de acordo com a experiência prática experimentada, a esta Consulta Formal, objetivando a contínua evolução do mercado de capitais brasileiro.

Almejo cooperar, de forma prática e objetiva, tendo em vista o resultado de observações profissionais referentes ao **item 5.10 (“Potenciais aprimoramentos adicionais”)** especificamente no que diz respeito à **alínea (a)** da Consulta Pública: possíveis aprimoramentos na dinâmica operacional da votação à distância em companhias abertas, considerando experiências vivenciadas recorrentemente votação à distância no âmbito de fundos de investimento, cujas cotas sejam admitidas à negociação em mercados organizados.

Convém expor as similaridades e diferenças entre os contextos; podemos observar alguns fatores que tornam a utilização do voto à distância para fundos de investimento mais efetivo junto aos investidores em geral em comparação com o voto à distância referente relativamente aos acionistas.

É oportuno mencionar algumas diferenças, como por exemplo, as destacadas a seguir:

- (a) questões relacionadas à natureza do emissor do ativo;
- (b) perfil da base de investidores;
- (c) a cadeia de prestadores de serviço;
- (d) questões operacionais; e
- (e) diferenças práticas advindas de arcabouço legal e/ou regulatório.

De acordo com os apontamentos acima, tecemos as seguintes considerações:

a. Natureza do emissor do ativo

Com relação à natureza do emissor, obviamente que, as companhias de capital aberto diferem bastante dos condomínios “especiais” dos fundos de investimento, embora estes últimos (conforme o caso) tenham cotas admitidas à negociação em mercados organizados. Objetiva e empiricamente expondo, a principal diferença se materializa na composição do livro de investidores em que para as empresas de capital aberto, atualmente no Brasil, a vasta maioria compreende um grupo de controle limitado e, geralmente, muito bem definido, enquanto que nos fundos de investimento, em regra, as posições são mais distribuídas/pulverizadas na base de investidores. Isso faz com que os administradores e gestores desses fundos de investimento tenham maior incentivo e intenção em investir em sistemas e processos que aumentem o engajamento e participação dos investidores nas assembleias gerais e consultas formais.

Considerando a maior concentração do capital social em seu grupo de controle, as assembleias de companhias abertas listadas tendem a alcançar tanto quórum de instalação quanto de votação de forma muito mais acessível e simples, com menos esforço quando comparado aos fundos de investimento. Portanto, resta claro que, como consequência da diferença nos estímulos para obtenção de quórum de instalação e para as deliberações no que diz respeito aos fundos de investimento, os gestores e administradores se valem de ferramentas mais efetivas, capazes de refletir uma maior quantidade e fidedignidade de votos proferidos, principalmente dos investidores pessoas físicas.

b. Perfil da base de investidores

Com relação à base de investidores, algumas diferenças no perfil são notadas e se refletem nos processos tais como: (i) companhias abertas têm um número de acionistas não residentes consideravelmente mais expressivo do que nos fundos de investimento e, (ii) há relevantes companhias abertas com programas de *American Depositary Receipt* (“ADR”). Esses 2 fatores claramente trazem maior custo às assembleias de companhias, dada a necessidade de traduções e ao maior número de intermediários entre investidores e emissor.

Inobstante a isso, a companhia não tem em seus livros a identificação do beneficiário final quando investidor não residente (“INR”) (no caso de acionista INR manifesta-se o custodiante como representante ao passo que, no ADR é o Banco/Instituição depositário), dificultando, portanto, a utilização de meios mais eficazes para captura do voto direto dos investidores. Assim, todo o voto para este perfil de público acaba transitando por mais prestadores de serviços, aumentando, conseqüentemente, o custo regulatório e operacional contribuindo para um processo mais moroso quando comparado ao processo em que o emissor do ativo pode, mediante o envio de *e-mail*, acessar diretamente os investidores.

c. Cadeia de prestadores de serviço

Em linha com o exposto acima, quanto menor a quantidade de intermediários, mais fácil e célere é o contato com o investidor final e mais efetivos podem ser o estímulo e empenho de participação deste investidor.

Como aventado anteriormente, em se tratando de acionista INR, o encadeamento de intermediários é maior e não registra os dados do beneficiário final ao emissor, o que impede uma atuação mais eficiente e ativa do emissor. Esse fato se reflete também do ponto de vista operacional, onde há processos operacionais adicionais para mapear e incluir tais investidores. Do ponto de vista exclusivamente operacional, cada prestador de serviço acaba dispondo de um processo para receber os votos, controlá-los e compartilhar na sucessão de prestadores.

Ressalta-se que, esse processo implica em custos, tempo de processamento e responsabilidades extras para o prestador de serviços, as quais podem ser eliminadas a fim de dar mais celeridade a todo o processo. No caso de ações de companhias, estamos considerando, minimamente, um escriturador de ativos; uma central depositária; e um custodiante (entre emissor e investidor final), sem mencionar que, em se tratando de INR existem mais prestadores de serviços nessa cadeia de atividades.

O incentivo para se atingir quórum é único e exclusivo do emissor. Logo aos prestadores de serviço que são intermediários, cabe apenas disponibilizar processos que estejam em aderência regulatória. Ratificando que, a companhia emissora das ações, pelos motivos destacados anteriormente, raramente tem incentivo ao engajamento de participação dos investidores em geral, visto que seu grupo de controle já garante quórum mínimo de instalação das assembleias e votação nas assembleias, não existe esforço adicional, no que diz respeito à inovação e aplicação de tecnologia neste processo, o que acaba limitando o potencial de participação dos investidores.

Verifica-se, portanto, o visível contraste neste tópico comparado aos fundos de investimentos. Pelo fato de que, na média, os fundos de investimento listados não terem as figuras dos controladores, e, pelo fato de a regulamentação preconizar uma participação mínima de 25% (vinte e cinco por cento) das cotas para fundos imobiliários, por exemplo, (maioria dos fundos listados), o processo de assembleia precisa engajar os investidores de modo que, minimamente os detentores de 25% (vinte e cinco por cento) das cotas em circulação manifestem sua votação. Ou seja, há grande incentivo para o emissor (no caso os administradores dos fundos de investimento) em utilizar das melhores e mais práticas inovações com intuito de obterem o quórum necessário para que seja viável a deliberação sobre os temas levados à assembleia geral.

No caso dos administradores de fundos de investimento, é nítido que a abordagem direta e a gestão ativa do processo de voto a distância, refletem extrema diferença. Os administradores ao captarem o arquivo de saldo de custódia da central depositária disponível, ficam aptos a enviarem os *e-mails* diretamente com BVD ou qualquer material referente à assembleia aos investidores finais, sem ter que passar por qualquer intermediário.

Com o contato direto e uso de ferramentas criadas especificamente para votos eletrônicos, os administradores têm a capacidade de acompanhar, em tempo real, a votação da respectiva ordem do dia e ratificar essa comunicação, além de muitas outras funcionalidades disponíveis neste processo. Portanto, constata-se que, este acesso direto faz toda diferença em aludido processo e tal engajamento se traduz no maior percentual de pessoas físicas que participam, efetivamente, de votações em comparação ao processo com intermediários. Notem que, neste tópico, estamos tratando isoladamente apenas do efeito considerando os intermediários no processo de votação, sem mencionar outros benefícios que este processo agrega. Inclusive, tal questão é refletida em outros casos para fundos de investimento, quando há distribuição por conta e ordem, por exemplo, em que os administradores não têm acesso aos investidores finais e o percentual de participação dos investidores diminui significativamente, dado que há um intermediário que, como no caso de ações de companhias abertas, não tem o mesmo engajamento e incentivo na obtenção do quórum necessário da referida assembleia, na qualidade de emissor.

d. Questões operacionais

Constata-se, portanto, que, na medida em que mais intermediários compõem parte do fluxo da informação dos votos entre investidores e emissores, mais complexo, redundante, custoso e moroso é o processo operacional. Isto

posto, o processo operacional para companhias listadas apresenta grandes desvantagens comparado ao dos fundos de investimento listados (quando estes utilizam tecnologia de voto eletrônico).

A título de exemplo: Quando uma companhia lança edital de convocação para assembleia, esta cria o BVD. Este BVD também tem que ser gerado pelo escriturador, central depositária e, eventualmente, pelo custodiante dos investidores. Ou seja, a mesma informação é replicada, no mínimo, 3 (três) vezes. Diante disso, a informação também tem que ser conciliada para garantir que não haja erro na transmissão dos votos entre um intermediário e outro. Essas conciliações somadas à entrada e saída de informações nos sistemas distintos de cada intermediário fazem com o que o processo não seja eficiente quer seja em tempo de execução quer seja em custos, ou ainda, passível de falhas.

e. Diferenças práticas advindas de arcabouço legal e regulatório

A questão operacional supracitada também é impactada com diferenças nos arcabouços legal e regulatório. No caso de assembleias de companhias abertas, o acionista é elegível a manifestar seu voto caso tenha posição no dia da assembleia. Portanto, qualquer voto proferido via BVD ao longo dos 30 (trinta) dias anteriores à assembleia deve ser revalidado no efetivo dia da assembleia. Esta revalidação, por certo, demanda processos adicionais para a companhia e prestadores de serviços a fim de assegurar a fidedignidade dos votos apresentados. Além disso, há de se assegurar a elegibilidade do acionista no respectivo dia da assembleia, bem como, outras verificações adicionais, como por exemplo, a quantidade de ações a serem consideradas, visto que, estes valores podem oscilar para cada acionista ao longo dos 30 (trinta) dias.

Complementarmente ao exposto acima, é o exemplo de acionistas que não possuíam posição na respectiva data de publicação do edital de convocação, mas que passaram a ter posição no decorrer do período de 30 (trinta) dias. Nesse sentido, este novo acionista tem direito de votar por BVD. Portanto, há a necessidade de periódica validação e atualização da totalidade das votações para refletir as posições do livro, considerando o ínterim entre a publicação do edital de convocação e a data da respectiva assembleia, onerando de forma expressiva o processo operacional em questão.

Em contrapartida, os fundos de investimento têm como “data de corte” para exercício do direito a voto, a posição mantida na data da publicação do edital de convocação. Essa previsão enseja que todo o operacional acima exposto, não seja necessário para os fundos de investimento, dado que na data de convocação já se tem a previsão da totalidade de cotistas com direito a voto e suas respectivas quantidades de cotas a serem consideradas na contabilização dos votos.

Ademais, outro ponto a ser considerado que simplifica o processo em fundos de investimento listados é a possibilidade das deliberações da assembleia serem adotadas mediante processo de consulta formal, sem necessidade de reunião presencial ou *on-line* dos cotistas (observadas as disposições do respectivo regulamento do fundo de investimento e regulamentação em vigor). A não necessidade de reunião presencial parece óbvia considerando a eficiência de tempo despendido e os recursos financeiros eventualmente empregados. Ressaltamos ainda que, a não necessidade de reunião, mesmo que virtual, também contribui (não se limitando a) economia de recursos financeiros e de tempo, quando comparado às assembleias de companhias listadas.

Elucidados os principais pontos de diferença, conforme acima exposto, apresentamos tópicos que, podem, potencialmente, aumentar consideravelmente, o engajamento de investidores em assembleias de companhias listadas, inspiradas nos exemplos de processo análogo para fundos de investimento. Nesse sentido, as sugestões a seguir refletem exclusivamente a análise de obtenção de maior engajamento dos investidores, não sendo analisados outros aspectos que, certamente devem ser considerados tais como, mas não limitados a, ajuste de resoluções da CVM, alterações na legislação vigente, customização nos processos operacionais dos intermediários envolvidos etc.

1. Introdução do instrumento de “Record Date” para ações

Como aventado anteriormente, o “Record Date”, já conhecido e aplicado em outras jurisdições, é o dispositivo que define a “data de corte” para elegibilidade dos investidores na participação das assembleias. Desse modo, a sugestão é no sentido de instituir esta “data de corte” e que tal data seja a data de efetiva convocação da assembleia, ocasionando na simplificação dos trâmites operacionais evitando não apenas as necessárias conciliações periódicas para checagem de elegibilidade dos acionistas, mas também, evitando redundância de extração de bases de dados, visto que, a mesma base a ser utilizada na respectiva convocação será reutilizada para validar o cômputo dos votos. O conceito já é utilizado há bastante tempo em outras jurisdições, incluindo Estados Unidos, Canadá e vários países europeus. A sugestão de ter a “data de corte” como a mesma data da convocação visa facilitar e otimizar os custos financeiros e o processo operacional pelo emissor.

2. Não obrigatoriedade do processo via Depositário Central e Escriturador

Atualmente, o processo de BVD cursado pelos prestadores de serviço é obrigatório para todas as assembleias gerais ordinárias e determinadas assembleias gerais extraordinárias, fazendo com que o custo de

observância seja alto, quer seja para remunerar esta cadeia de prestadores de serviços, quer seja para conciliar as informações dos BVDs cursados pela cadeia de tais prestadores, tal como, com os votos proferidos diretamente à companhia emissora (diretamente na assembleia e via BVD). Uma opção seria a companhia emissora ter a prerrogativa de escolher entre: utilizar a cadeia de prestadores de serviços ou, oferecer o processo todo de assembleia e BVD, seguindo padrões operacionais de qualidade, terceirizando este serviço (ou não) sem a obrigatoriedade do uso da cadeia de prestadores.

3. Instituição de consulta formal para determinadas matérias

De maneira análoga aos fundos de investimento, como sugestão, as companhias emissoras poderiam ter a possibilidade de consultas formais sem necessidade dos ritos de uma assembleia para determinadas matérias. Isso simplificaria significativamente o processo, ensejando em maior engajamento de acionistas, bem como, um menor custo de observância.

4. Evolução na comunicação e no cadastro de acionistas

Uma das razões de sucesso das assembleias de fundos de investimento é a abordagem pró-ativa dos administradores em acessar os investidores diretamente por meio digital, quer seja por *e-mail* ou por mensagens de texto. Para tanto, é imprescindível que o emissor tenha acesso tempestivo à base atualizada e fidedigna com dados de contato digital de seus investidores. No caso das companhias abertas com ações listadas em bolsa, consideram-se duas origens para a obtenção da informação: o escriturador por ela contratado, responsável pelo cadastro de acionistas em livro; e a central depositária responsável pelo cadastro de acionistas com ações depositadas para negociação em bolsa de valores. Para auxiliar os emissores de ações a terem um papel mais pró-ativo nesse processo, sugerimos as seguintes evoluções:

4.1. Obrigatoriedade das informações atualizadas de *e-mail* e celular dos investidores na conciliação diária entre escriturador e depositária central, a fim de assegurar que a companhia sempre tenha acesso tempestivo à sua base de acionistas total, em um único arquivo, já tratado pelo seu escriturador contratado;

4.2. Obrigatoriedade dos campos *e-mail* e celular serem preenchidos por todos os investidores ou representantes, pessoas física ou jurídica, no caso de fundos de investimento; custodiantes de INR e Bancos custodiantes de ADR, no ambiente em que suas ações estejam depositadas; e

4.3. Conceder a opção das companhias abertas enviarem diretamente aos seus acionistas, por meio eletrônico, a convocação da assembleia e, aquelas que o fizerem, não serem obrigados a divulgar os editais de convocação de suas assembleias em jornal de grande circulação ou diário oficial.

Diante do exposto, espero ter contribuído com as observações acima, quanto às exposições abrangidas no EDITAL DE CONSULTA PÚBLICA SDM n.º 01/23 e, coloco-me à disposição desta D. CVM para dirimir eventuais dúvidas sobre o conteúdo e sugestões contidas na presente.

Sem mais para o momento,

Atenciosamente,

Stephan Krajcer.