

Rio de Janeiro, 24 de novembro de 2023.

À
Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

Ref.: Edital de Consulta Pública SDM nº 01/23

Prezados Senhores,

Cumprimentamos essa Comissão pela iniciativa de aprimorar o regime regulatório estabelecido pela Resolução CVM nº 81/22, no que diz respeito às regras de participação e votação a distância em assembleias gerais, por meio do Edital de Consulta Pública SDM nº 01/23 (“Edital”).

A fim de contribuir no processo de discussão da norma, submetemos a presente manifestação, a respeito dos seguintes temas:

I. COMENTÁRIOS SOBRE AS PROPOSTAS APRESENTADAS NO EDITAL:

Extensão das regras de votação a distância para todas as assembleias (item 2 do Edital)

1. Como bem identificado no Edital, um dos grandes motivos para não adoção, pelas companhias, do Boletim de Voto a Distância (“BVD”) em assembleias nas quais não seja obrigatório, é “a perda de flexibilidade para a realização de assembleia no menor prazo permitido pelo art. 124, § 1º, II, da Lei nº 6.404, de 1976”.

2. Nesse sentido, caso se confirme a proposta de extensão da obrigação de disponibilizar o BVD para toda e qualquer assembleia, nos parece haver espaço para que, nessas novas assembleias abrangidas, as companhias possam adotar o BVD com o prazo mínimo de antecedência de divulgação de 21 dias, equivalente ao prazo mínimo legal de convocação.

3. Isso porque, diferentemente das assembleias em que o BVD já é atualmente obrigatório, as demais não precisarão reservar um período para solicitação de inclusão de candidatos ou de propostas de deliberação (inaplicáveis a tais assembleias), de modo que o prazo de 21 dias se mostraria suficiente para o exercício do direito de voto pelo acionista.

4. Exemplo da razoabilidade desse prazo é o fato de que o próprio modelo atual já admite a reapresentação do BVD para inclusão de candidatos indicados por acionistas com 20 dias de antecedência da assembleia geral, quando o conteúdo do BVD efetivamente se torna final – prazo esse, aliás, que o Edital propõe reduzir para 17 dias de antecedência.

Redução do número de companhias sujeitas às regras de votação a distância (item 3 do Edital)

5. A fim de evitar a incidência da obrigação de adoção do BVD a companhias cujos acionistas não estejam efetivamente dela se beneficiando, o Edital sugere a dispensa de sua obrigatoriedade na hipótese de verificação de determinados requisitos, podendo, no entanto, esta dispensa ser afastada por requerimento de acionistas que representem um determinado percentual do capital social.

6. Nesse sentido, um dos requisitos sugeridos pelo Edital para a dispensa da obrigação de adoção do BVD seria que a companhia “*não tenha recebido votos via boletim n[a última] assembleia ordinária ou nas demais assembleias realizadas desde então*” – de modo que o recebimento de um único BVD, de acionista com representatividade irrisória, já seria capaz de impedir que determinada companhia dela se beneficiasse.

7. Por outro lado, ao disciplinar o mecanismo pelo qual esta mesma dispensa pode ser futuramente afastada, estabelece o Edital um percentual mínimo de representatividade dos acionistas solicitantes, reconhecendo que a obrigatoriedade de adoção do BVD não se justificaria para participação de um número extremamente reduzido de acionistas, uma vez que importaria à companhia custos adicionais sem a correspondente contrapartida.

8. Diante disso, sugere-se que o requisito de participação mínima via BVD na última assembleia para fins da dispensa da adoção do BVD adote o mesmo percentual acionário mínimo previsto para eventual requerimento de afastamento da referida dispensa

(sugerido pelo Edital em 0,5% do capital social), dada a semelhança da natureza e da finalidade de tais requisitos.

Ajustes no fluxo de transmissão das instruções de voto (item 4 do Edital)

9. O Edital propõe a redução dos prazos para recebimento de BVD e do envio à companhia dos votos recebidos pelo escriturador e pelo depositário central, que agora passaria a enviar os votos recebidos diretamente à companhia e não mais ao escriturador.

10. Dessa forma, as atribuições relativas às conciliações necessárias e ao controle e rejeição das instruções de voto conflitantes enviadas aos diferentes prestadores de serviço – hoje imputadas aos escrituradores – passariam a ser da companhia.

11. Esse aumento de atribuições, no entanto, não vem acompanhado de um prazo maior. Isto é, pelo fluxo proposto no Edital, nas mesmas 24 horas que, atualmente, a companhia tem para compilar as instruções de voto por ela recebidas com aquelas encaminhadas pelo escriturador (já devidamente conciliadas e filtradas em relação a votos conflitantes com as instruções recebidas do depositário central), passaria a companhia a ter que realizar, adicionalmente, a conciliação e verificação de eventuais votos conflitantes entre as orientações de voto enviadas ao depositário central e aquelas encaminhadas via escriturador ou enviadas diretamente à companhia.

12. Em que pese determinadas companhias de maior porte contarem com sistemas automatizados para realização dessa conferência e compilação de informações, essa ainda não é a realidade de todas as companhias, inclusive pelo custo a isso relacionado.

13. Nesse sentido, considerando que essas tarefas vêm sendo adequadamente desempenhadas, já há algum tempo, pelos agentes escrituradores – que já dispõem das informações e sistemas prontos para tanto –, sugerimos que se avalie, sem prejuízo da redução dos prazos proposta, manter como atribuição do escriturador a consolidação das instruções de voto por ele recebidas com aquelas previamente consolidadas pelos depositários centrais.

14. Caso, no entanto, seja implementada a proposta de envio dos votos direto dos depositários centrais para as companhias, é importante que se preveja expressamente qual orientação de voto deve prevalecer, caso haja divergências entre (i) o BVD recebido diretamente pela companhia e (ii) a instrução de voto recebida pelo depositário central para um mesmo acionista. Isso porque a redação sugerida para o §2º do art. 48 da

Resolução CVM nº 81 restringe-se a estabelecer a prevalência da instrução de voto proveniente do escriturador em relação às demais, mas nada estabelece em relação a acionistas que não tenham enviado instruções de voto ao escriturador, mas se valham do envio de BVD tanto via custodiante quanto diretamente à companhia.

Locais físicos acessórios para participação em assembleias (item 5.1 do Edital)

15. Paralelamente à inclusão de autorização expressa a que as assembleias parcialmente digitais possam ser combinadas com a “*disponibilização de um ou mais locais físicos acessórios [...] a que acionistas possam comparecer presencialmente para participar da assembleia*” (§5º do art. 5º), o Edital sugere que, nesses casos, “*o presidente da mesa e o secretário devem estar presentes no local de que trata o inciso II do caput*” (§6º do art. 5º).

16. Ocorre que o ajuste ao art. 28, §5º, também proposto pelo Edital, reconhece que “***[o] presidente da mesa, o secretário, os administradores, terceiros autorizados a participar e pessoas cuja presença seja obrigatória nas assembleias podem participar a distância nas assembleias realizadas de modo parcial ou exclusivamente digital***” (grifou-se).

17. Diante desta aparente contradição, sugere-se a não inclusão da regra prevista no §6º do art. 5º, permitindo-se a participação a distância dos integrantes da mesa também nas hipóteses de realização de assembleias parcialmente digitais em que se disponibilizem mais de um local físico para comparecimento dos acionistas.

Justificativa sobre formato escolhido para realização da assembleia (item 5.2 do Edital)

18. O Edital, apesar de reconhecer que “[n]a visão da Autarquia, cabe à cada companhia avaliar a forma mais adequada para realizar suas assembleias, dadas as suas particularidades”, sugere que as companhias passem a ser obrigadas a indicar aos seus acionistas, nos editais de convocação, “*as razões que levaram a companhia a optar pelo formato adotado em cada caso específico*”.

19. Ainda que esta informação pudesse ser eventualmente útil do ponto de vista de política regulatória – o que parece ter justificado a proposta do Edital –, nos parece que a inclusão de requisito adicional ao edital de convocação poderia acabar por trazer maior insegurança jurídica às convocações de assembleias gerais.

20. Isso porque, ainda que se reconheça a discricionariedade da administração na definição do formato de realização das assembleias, a inclusão de sua justificativa no edital, como um requisito formal da convocação, poderia abrir espaço para eventuais pleitos judiciais de nulidade da referida convocação ou mesmo das respectivas assembleias sob eventual alegação de seu descumprimento (ou, no limite, até mesmo de uma suposta inadequação ou insuficiência da justificativa apresentada) – sem aqui se pretender adentrar no mérito ou viabilidade de eventuais pleitos que possam vir a ser apresentados.

21. Considerando que não é essa a finalidade da alteração proposta – uma vez que se reconhece o caráter discricionário da definição do formato da assembleia –, sugere-se a exclusão desse requisito do edital de convocação.

Comprovação de titularidade ininterrupta de ações (item 5.3 do Edital)

22. Apesar de reconhecer que “*a comprovação da titularidade ininterrupta cabe ao acionista e não deseja[r] transferir esse ônus para a companhia*”, o Edital propõe a inclusão de dispositivo que veda à companhia “*condicionar o exercício de direitos pelo acionista em assembleia à apresentação de documentos para comprovação de circunstâncias relacionadas à titularidade das ações que possam ser objetivamente verificadas com base em dados já detidos pela companhia*”.

23. A redação proposta acaba por atribuir indiretamente à companhia a responsabilidade que o próprio Edital reconhece que a lei não lhe impõe, contrariando, conseqüentemente, a própria lei.

24. Nesse sentido, importante destacar que, além do disposto no próprio §6º do art. 141, a Lei das S.A. estabelece também em seu art. 35 que a “*propriedade da ação escritural presume-se pelo registro na conta de depósito das ações, aberta em nome do acionista nos livros da instituição depositária*”, cabendo à “*instituição depositária [fornecer] ao acionista extrato da conta de depósito das ações escriturais*”.

25. A única exceção a esta regra se aplica às ações sujeitas à custódia fungível, depositadas em depositário central, hipótese em que a Lei expressamente estabelece que a “*instituição depositária ficará obrigada a comunicar à companhia emissora [...] imediatamente, o nome do proprietário efetivo quando houver qualquer evento societário que exija a sua identificação*” (art. 41 da Lei das S.A.).

26. Como se vê, a Lei das S.A. não apenas atribui ao acionista a obrigação de demonstrar a titularidade ininterrupta de suas ações como restringe o dever – e a correspondente responsabilidade – de atestar tal titularidade ao escriturador e ao depositário central, entidades devidamente autorizadas pela CVM a desempenhar tais funções.

27. Diante disso, a proposta apresentada no Edital nos parece, por um lado, adequada em relação ao controle a ser feito pelo escriturador e pelo depositário central em relação à titularidade ininterrupta dos acionistas que tenham enviado BVD a esses prestadores de serviço, refletido nos arts. 44, §2º-A, e 45, §1º – desde que acompanhada da implementação de ajuste dos fluxos de transmissão das instruções de voto constantes do item 4 do Edital, que garantam que a informação prestada pelo depositário central e pelo escriturador seja atualizada até a antevéspera da assembleia, de modo a minimizar potenciais variações entre o recebimento da informação e a data da assembleia.

28. Por outro lado, no que se refere à sugestão de inclusão do §5º ao art. 6º da Resolução CVM nº 81, a proposta acaba indiretamente atribuindo à companhia responsabilidade contrária ao regime legal, incidindo conseqüentemente em violação deste.

29. Afinal, quais seriam os “*dados já detidos pela companhia*” que lhe impediriam de exigir a devida comprovação pelo acionista? Ao mencionar – e assumir – ser “*possível e usual companhias consultarem diariamente informações sobre a composição de suas bases acionárias, o que as permite constatar se o acionista manteve ou não a participação requerida pelo prazo mínimo exigido*”, o Edital parece sinalizar que a expectativa é exatamente que a companhia busque proativamente tais informações, realize um controle diário de variação acionária da totalidade de sua base acionária e, na prática, efetivamente assuma a responsabilidade por esse controle.

30. Ainda que, em tese, seja possível à companhia solicitar diariamente sua base acionária – embora haja dúvidas quanto a esta conduta poder ser considerada “*usual*” –, certo é que a Lei das S.A. não atribui à companhia o dever de verificar, acionista a acionista, qual deles deteve titularidade ininterrupta de ações.

31. Mais do que isso. Nos termos dos arts. 35 e 41 da Lei das S.A., a titularidade ininterrupta somente poderá ser “*objetivamente verificada*” – como sugere e exige o Edital – por meio de sua confirmação pelo escriturador ou pelo depositário central, únicos a quem a Lei efetivamente atribui poderes para tal. Portanto, impor à companhia um

dever, e o conseqüente risco de responsabilidade, que a lei impõe a terceiros, excede os poderes regulamentares dessa CVM.

32. Diante disso, sugerimos a não inclusão do §5º ao art. 6º, por contrariar o regime legal atualmente vigente. Destaque-se que tal exclusão em nada dificultará a participação dos acionistas via BVD em eleições em separado para o Conselho de Administração, uma vez que ainda poderão optar por enviar suas instruções de voto via custodiantes ou escriturador, conforme o caso, contando com a verificação da titularidade ininterrupta a ser por eles feita nos termos da lei e dos novos arts. 44, §2º-A, e 45, §1º propostos no Edital.

33. Caso, no entanto, o acionista opte por enviar o BVD diretamente à companhia, caberá a ele obter junto ao escriturador ou ao depositário central a devida comprovação da titularidade ininterrupta – obrigação, aliás, que já lhe é imposta em caso de qualquer modalidade de participação na assembleia geral (seja presencial, virtual ou via BVD).

Deliberações sobre propostas alternativas a propostas inseridas no boletim (item 5.9)

34. O Edital propõe, ainda, ajustes aos itens 7 a 10 do Anexo M da Resolução CVM nº 81 a fim de *“fornecer ao acionista a oportunidade de especificar seu voto em caso de apresentação de propostas alternativas, podendo o acionista optar por aprová-la, rejeitá-la ou acompanhar a deliberação tomada pela maioria dos acionistas fisicamente presentes”*.

35. Tal proposta é justificada pela *“preocupação com casos em que, diante de um cenário de iminente insucesso de proposta inserida no boletim de voto a distância, a matéria é reapresentada, na forma de uma proposta alternativa, não idêntica, mas substancialmente equivalente à proposta original”*.

36. Apesar de legítima a preocupação, a proposta sugerida, a nosso ver, esbarra em obstáculos legais e práticos intransponíveis.

37. Do ponto de vista legal, não nos parece admissível que se incentive (e mesmo permita) ao acionista votar uma proposta antes que ela sequer tenha sido formulada. ¹

¹ Em situação semelhante, a Lei das S.A. exige, como requisito à elaboração de pedidos público de procuração, a apresentação de *“todos os elementos informativos necessários ao exercício do voto pedido”* (art. 126, §6º).

38. Isso porque o exercício do direito de voto pressupõe a análise do objeto da deliberação, submetendo inclusive o acionista votante à responsabilização por eventuais danos gerados por seu voto (art. 115 da Lei das S.A.).

39. Do ponto de vista prático, apesar de mirar em condutas abusivas, a modificação proposta acaba atingindo também as hipóteses de revisão **legítima** da proposta de deliberação no âmbito da assembleia – ou nos dias que a antecedem –, para correção ou melhoria de seus termos frente aos melhores interesses da companhia.

40. Nesse sentido, basta imaginar a seguinte situação: determinada operação é submetida à aprovação da assembleia geral de acordo com determinados termos e condições. A companhia recebe votos favoráveis à operação por BVD, mas, dias antes da realização da assembleia geral, a administração consegue melhorar os termos da operação para a companhia, atualizando os termos de sua proposta. Nesse caso, ao permitir votos contrários a toda e qualquer proposta alternativa, a modificação sugerida pelo Edital poderia, no limite, acabar por inviabilizar a aprovação da operação nos termos revistos, sem que evidentemente esse seja o melhor interesse da companhia ou de seus acionistas.

41. Por fim, tampouco nos parece necessário o ajuste na regulamentação proposto no Edital, para que eventuais condutas abusivas sejam devidamente apuradas e reprimidas. Como bem reconhece o Edital, já sob a égide das regras atualmente vigentes, *“se tais iniciativas forem levadas a efeito de forma a artificialmente frustrar a manifestação de vontade da maioria acionária, tal conduta será irregular e estará sujeita a sanção pela Autarquia”*.

42. Diante disso, sugere-se a não implementação da modificação proposta aos itens 7 a 10 do Anexo M, o que em nada afeta a possibilidade de atuação sancionadora dessa autarquia em relação a eventuais condutas abusivas.

II. POTENCIAIS APRIMORAMENTOS ADICIONAIS (item 5.10 do Edital)

Sugestões quanto às normas para votação em separado na eleição para o Conselho de Administração

43. Desde a publicação da Instrução CVM nº 594/17, o modelo do BVD aplicável a assembleias convocadas para eleição do Conselho de Administração passou a prever a inclusão de campo para que o acionista indique se “[d]eseja solicitar a eleição em separado

de membro do conselho de administração”, independentemente de prévia apresentação de candidatos para concorrer em tal votação.

44. Ocorre que, apesar de bem-intencionada – uma vez que voltada a facilitar a representatividade legítima de acionistas minoritários no Conselho de Administração –, a alteração então implementada – e atualmente vigente – acabou abrindo espaço para sua utilização de modo abusivo, desvirtuando a lógica legal e a própria finalidade do instituto.

45. Isso porque, se, por um lado, os §§4º e 5º do art. 141 da Lei das S.A. criam um mecanismo para a eleição de conselheiros de administração por acionistas minoritários, por outro lado, são claros ao estabelecerem percentuais mínimos de votação que garantam mínima representatividade e alinhamento de interesses, mitigando o risco de atuações potencialmente abusivas.

46. Nesse sentido, os percentuais legais para eleição em separado de membro do Conselho de Administração não representam mero percentual para *requerimento* de adoção do procedimento (como ocorre com o voto múltiplo) ou de mera *representatividade* na base acionária total (como ocorre com a eleição em separado para o Conselho Fiscal, de acordo com entendimento há muito pacificado dessa CVM).

47. Pelo contrário: trata-se de percentuais mínimos de efetiva *participação e votação* pelos acionistas presentes (pessoalmente ou via BVD). Nesse sentido, ainda que a questão formulada no BVD seja se o acionista deseja “*solicitar a eleição em separado*”, trata-se na realidade de efetiva “*participação da votação em separado*”, que, como se sabe, inclusive o impede de participar das votações para os demais assentos do conselho de administração.

48. Ocorre que, ao se desvincular o requerimento da eleição em separado da efetiva participação na votação, permite-se que acionistas aloquem os seus votos a uma eleição em separado sem que tenham sequer sido apresentados candidatos, eliminando-se o requisito legal de efetiva participação daquele acionista na votação.

49. E, ao fazê-lo, abrem-se brechas para situações que claramente desvirtuam a finalidade legal, em que acionistas sem qualquer representatividade relevante (no limite, titulares de uma única ação) tentam se valer dos boletins enviados sem a prévia indicação de qualquer candidato – funcionando como verdadeiros “*cheques em branco*” – para eleger um membro do Conselho de Administração por eles apresentados na própria assembleia.

50. Ocorre que tal movimento, desprovido de uma representatividade mínima, pode ser motivado por interesses totalmente alheios aos da companhia – como, por exemplo, a própria remuneração do cargo, ou, ainda pior, o acesso a informações sigilosas e estratégicas da companhia.

51. Até mesmo por ser ilegal – por não atender ao requisito de votação –, certamente esse efeito não pode ser considerado como pretendido pela Lei das S.A. ao criar o procedimento de eleição em separado, e muito menos pela própria alteração do BVD implementada a partir de 2018. Como registrado por essa SDM ao analisar outro ponto do Edital, é absolutamente *“indesejável que a facilidade almejada para o exercício de direitos legítimos de acionistas esteja vulnerável a iniciativas individuais isoladas que não correspondem ao interesse social”*.

52. Diante disso, nos parece que o mais adequado, não apenas do ponto de vista legal, mas também de proteção dos interesses das companhias abertas (e dos próprios acionistas minoritários titulares do referido direito), seria novamente condicionar a inclusão dos itens relativos à eleição em separado no BVD à prévia apresentação e inclusão no BVD de candidatos para concorrer a esta vaga.

53. Trata-se de medida que, além de retomar a adequação do BVD ao regime legal, mostra-se compatível com o próprio sistema do BVD atualmente vigente, que permite aos acionistas minoritários dele se valerem para buscar adesão a suas propostas e candidatos, desde que, contudo, os apresentem com a devida antecedência e transparência, essenciais para o exercício informado do direito de voto pelos demais acionistas.

54. Note-se que a alteração ora proposta em nada impedirá o exercício legítimo e organizado, pelos acionistas minoritários, de seu direito de eleição em separado. Pelo contrário: estimulará a apresentação prévia de candidatos, mostrando-se protetiva dos acionistas minoritários que, ao mesmo tempo que desejam – legitimamente – viabilizar a eleição de membro em separado, não desejam votar de olhos vendados, conferindo um verdadeiro *“cheque em branco”* a quem quer que apareça no dia da assembleia.

Sugestões quanto à inclusão de proposta de acionistas no BVD

55. O Edital solicita apresentação de comentários sobre os potenciais motivos pelos quais a inclusão de propostas de deliberação em BVD é uma prerrogativa *“relativamente pouco utilizada”* pelos acionistas.

56. A esse respeito, a prática indica que são mais raros do que frequentes os eventos em que acionistas desejam propor à assembleia geral matérias para deliberação, tanto antes quanto depois da criação da possibilidade de inclusão no BVD.

57. É do fluxo natural da governança, conforme prevista na Lei das S.A., que as propostas de deliberação sejam, em geral, apresentadas pela administração que, por sua maior proximidade com os negócios sociais, tem melhor condição de avaliar a validade, legalidade e o mérito das matérias submetidas aos acionistas, bem como de examinar e fornecer informações adequadas para que os acionistas deliberem de maneira devidamente informada.

58. Por se tratar de evento excepcional e com possíveis efeitos relevantes para a companhia, a Lei das S.A. estabeleceu requisito mínimo de participação acionária para que acionistas possam exercer o direito de convocar uma assembleia geral e submeter uma proposta de deliberação aos demais.

59. Foi inclusive com base nesse direito previsto em Lei, que a Instrução CVM nº 561 criou o direito de inclusão de proposta no BVD, conforme explicado no Edital de Audiência Pública SDM 9/2014, que antecedeu tal norma, e reiterado no Relatório de tal Audiência Pública:

“A inclusão de propostas de deliberação no boletim de voto a distância tem como fundamento os arts. 123, parágrafo único, alínea “c” e 291, da Lei nº 6.404, de 1976. Se um acionista pode convocar uma assembleia geral para tratar exclusivamente dos temas que especificar, é razoável interpretar que ele pode incluí-los na ordem do dia de uma assembleia geral a ser convocada.”

60. Ocorre, no entanto, que, mais recentemente, ao editar a Resolução CVM nº 70, foi fixada escala de percentuais para exercício do direito previsto no art. 123, parágrafo único, alínea “c” da Lei das S.A., ligeiramente diferente da tabela de percentuais necessários à inclusão de matéria em BVD.

61. Considerando a premissa dessa Autarquia de que ambos os direitos se amparam em fundamento legal comum, sugerimos que a escala de redução de quórum de participação acionária necessário à inclusão de propostas no BVD, constante do Anexo O da Resolução CVM nº 81, seja então ajustada a fim de refletir o escalonamento constante do art. 2º da Resolução CVM nº 70, objeto de análise mais recente pela CVM, no âmbito da Audiência Pública SDM 07/2019.

* * *

Reiterando os cumprimentos a essa Comissão de Valores Mobiliários pela iniciativa, agradecemos a oportunidade de contribuir com o debate para aprimoramento da Resolução CVM nº 81/22.

Cordialmente,

e de Advogados

[Redacted signature]

[Redacted signature]

[Redacted text]

[Redacted text]

[Redacted signature]

[Redacted text]