

# REFORMA DA RESOLUÇÃO 81

Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório - AIR

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)

setembro/2023



Elaboração: Equipe da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)

Contato: [sdm@cvm.gov.br](mailto:sdm@cvm.gov.br)

Este relatório de análise de impacto regulatório foi elaborado pela equipe da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM) da CVM e contou com contribuições de outras áreas da Autarquia, como a Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA), Superintendência de Relações com Empresas (SEP) e Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI).

Também prestaram informações consideradas na elaboração deste relatório diversos agentes externos contatados pela CVM, como: Agora CTVM S.A.; B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão; Banco Pine S.A.; Citigroup Global Markets Brasil, CCTVM S/A; Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações; Equatorial Energia S.A.; Grazziotin S.A.; Hapvida Participações e Investimentos S.A.; Instituto Brasileiro de Relações com Investidores; Irani Papel e Embalagem S.A.; Itáú Corretora de Valores S.A.; J.P. Morgan CCVM S.A.; Marfrig Global Foods S.A.; MPM Corpóreos S.A.; Padtec Holding S.A; XP Investimentos CCTVM S.A.

**As opiniões e recomendações contidas neste trabalho não expressam necessariamente as da Comissão de Valores Mobiliários ou de outras áreas da Autarquia. A equipe da SDM se responsabiliza por equívocos que tenham remanescido na versão final do relatório.**



# SUMÁRIO

<b>SUMÁRIO EXECUTIVO .....</b>	<b>5</b>
<b>1. CONTEXTUALIZAÇÃO E IDENTIFICAÇÃO DO PROBLEMA REGULATÓRIO .....</b>	<b>8</b>
<b>2. PRINCIPAIS ATORES AFETADOS PELO PROBLEMA REGULATÓRIO .....</b>	<b>13</b>
2.1. Acionistas e investidores .....	13
2.2. Companhias abertas .....	13
2.3. Demais prestadores de serviços .....	14
<b>3. BASE LEGAL .....</b>	<b>15</b>
<b>4. OBJETIVOS.....</b>	<b>16</b>
<b>5. ALTERNATIVAS CONSIDERADAS .....</b>	<b>17</b>
<b>5.1. Alternativa A: Não-ação .....</b>	<b>17</b>
5.1.1. Síntese da alternativa em exame .....	17
5.1.2. Impactos sobre o nível de participação de acionistas em assembleias .....	17
5.1.3. Impactos sobre os custos financeiros envolvidos na votação em assembleias .....	18
5.1.4. Impactos sobre o volume de “votos perdidos” .....	18
<b>5.2. Alternativa B: Expansão da obrigatoriedade de disponibilização do boletim para todas as assembleias .....</b>	<b>19</b>
5.2.1. Síntese da alternativa em exame .....	19
5.2.2. Síntese dos impactos esperados.....	20
5.2.3. Estimativa de impactos financeiros esperados.....	20
5.2.4. Estimativa de impactos esperados sobre a redução de votos “perdidos” .....	29
<b>5.3. Alternativa C: Obrigatoriedade de prestação do serviço de transmissão do voto a distância por parte de custodiantes.....</b>	<b>30</b>
5.3.1. Síntese da alternativa em exame .....	30
5.3.2. Impactos esperados .....	31
<b>5.4. Alternativa D: Reorganização do fluxo de transmissão de instrução de votos .....</b>	<b>33</b>
5.4.1. Síntese da alternativa proposta .....	33
5.4.2. Impactos esperados.....	34
<b>6. COMPARAÇÃO DAS ALTERNATIVAS .....</b>	<b>36</b>



<b>7. ESTRATÉGIA PARA IMPLEMENTAÇÃO, FISCALIZAÇÃO E MONITORAMENTO .....</b>	<b>38</b>
<b>8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>39</b>
<b>ANEXO I: FLUXO DE TRANSMISSÃO DO BOLETIM DE VOTO A DISTÂNCIA.....</b>	<b>40</b>
<b>ANEXO II: EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL.....</b>	<b>41</b>
Austrália .....	41
Espanha.....	42
Estados Unidos.....	43
México .....	44
Portugal .....	44
Reino Unido.....	45
Considerações .....	46

## TABELAS

Tabela 1: Voto de investidores não residentes.....	18
Tabela 2: Custos incrementais das companhias.....	22
Tabela 3: Custos incrementais de investidores não residentes .....	24
Tabela 4: Premissas da estimativa de custos.....	24
Tabela 5: Análise de sensibilidade.....	27
Tabela 6: Modelo de voto a distância em diferentes países.....	46

## GRÁFICOS

Gráfico 1: Rejeição por ausência de procuração (%). Assembleias sem boletim de voto a distância ...	19
Gráfico 2: Companhias que não recebem votos via boletim em AGO .....	28
Gráfico 3: Rejeição por ausência de procuração (%). AGO e AGE.....	30
Gráfico 4: Quórum de presença em AGO.....	32



## SUMÁRIO EXECUTIVO

A participação de acionistas em assembleias é caracterizada por um problema de ação coletiva: ainda que todos desejem que as decisões da assembleia sejam tomadas em determinado sentido, cada acionista incorre individualmente em custos que o desestimulam a contribuir para que essa decisão se materialize. Isso justifica o desenvolvimento de mecanismos regulatórios para reduzir os custos individuais de participação nas assembleias e, no contexto das companhias abertas brasileiras, um dos principais instrumentos para atingir este objetivo é a votação por meio do boletim de voto a distância.

Criado em 2015 e com a obrigatoriedade de sua disponibilização introduzida de forma gradual entre as companhias abertas, o boletim de voto a distância se provou um mecanismo de ampla adesão entre investidores e capaz de efetivamente reduzir o custo para votação em assembleias.

No entanto, passados mais de 5 anos desde sua plena aplicabilidade ao conjunto de companhias a que se destina, é possível identificar situações em que os objetivos centrais que nortearam sua criação ainda não foram inteiramente atingidos. A existência de tais oportunidades de aprimoramento, com redução ainda maior de custos para investidores, é examinada na presente análise de impacto regulatório.

Assim, para fins desse relatório, define-se como problema regulatório o conjunto de custos financeiros, operacionais e de oportunidade elevados ainda remanescentes para a participação a distância em assembleias, tendo o estudo se concentrado em três possíveis manifestações concretas desse problema.

A primeira delas é que, para participar de assembleias nas quais a votação por meio do boletim não está disponível, os investidores ainda precisam incorrer em custos relacionados a constituição de procuradores, preparação de documentação etc., ou seja, exatamente os custos (inclusive de mesma magnitude) que originalmente se quis evitar. Note-se que muitos desses custos, uma vez incorridos, não são específicos para uma assembleia. Assim, mesmo que o boletim de voto a distância esteja disponível para a maioria das assembleias, caso o acionista deseje votar em qualquer uma das demais assembleias, a redução de custos almejada com o advento do boletim terá sido frustrada. Além de custos financeiros, as providências administrativas consomem tempo e estão sujeitas a erros, que fazem com que votos não consigam ser tempestivamente transmitidos ou computados nas assembleias (“votos perdidos”).

A segunda envolve o prazo de antecedência com que o boletim deve ser enviado pelo acionista. Em assembleias nas quais o voto do acionista tem maior probabilidade de ser decisivo, os dias finais que antecedem a votação podem ser especialmente relevantes para articulação com outros acionistas. Quanto maior a antecedência com que o boletim deva ser apresentado, menor o espaço para o acionista participar de tais articulações.

A terceira é a baixa adesão à votação a distância por investidores locais. A votação a distância por meio do boletim de voto a distância é utilizada quase exclusivamente por investidores não residentes. Por um



lado, a preponderância de investidores não residentes é esperada, em razão dos maiores custos a que precisam se submeter para votarem nas assembleias. Por outro lado, em teoria, mesmo os investidores locais tenderiam a ter interesse em votar a distância. Logo foi examinada a hipótese de a baixa adesão ao voto a distância estar associada a questões regulatórias.

Diante dessa definição do problema regulatório, foram examinadas intervenções normativas que pudessem levar aos seguintes objetivos:

- a) reduzir os ônus financeiros suportados por acionistas para participação em assembleias gerais, sem gerar ônus financeiros ainda mais expressivos para companhias e outros prestadores de serviço envolvidos no processo de votação a distância;
- b) reduzir a quantidade de votos que não chegam a ser transmitidos ou computados nas assembleias por descumprimento de requisitos formais de preparo de documentação;
- c) facilitar as possibilidades de coordenação de acionistas que optam por votar a distância, entre si e com acionistas que comparecem presencialmente à assembleia; e
- d) aumentar a participação dos acionistas em assembleias.

A definição do problema regulatório e os objetivos específicos acima enumerados pautaram ainda as alternativas regulatórias consideradas.

A primeira alternativa considerada (“alternativa A”) foi a de não ação, a qual, todavia, foi descartada por não estar associada a uma perspectiva de evolução positiva do cenário atual. Na ausência de qualquer intervenção, a situação identificada como problema regulatório, se não viesse a se agravar, tenderia a apenas se perpetuar.

A segunda alternativa considerada (“alternativa B”) foi a expansão da obrigatoriedade de disponibilização do boletim de voto a distância para todas as assembleias de acionistas. Essa opção, conforme detalhado adiante, foi associada aos seguintes efeitos: (i) moderado aumento nos custos incorridos pelas companhias abertas para a realização das assembleias; (ii) expressiva redução de custos incorridos pelos investidores para participação nas assembleias; e (iii) redução dos “votos perdidos” por deficiências na documentação.

A terceira alternativa considerada (“alternativa C”) foi tornar obrigatória a prestação do serviço de coleta e transmissão do boletim do voto a distância por custodiantes, assim como ocorre com escrituradores e depositários centrais. Nessa opção, são esperados custos significativos por parte dos custodiantes, especialmente para adaptação inicial, e uma maior acessibilidade aos investidores locais do boletim de voto a distância, embora se tenha concluído ser improvável um efetivo e substancial aumento no número de votos proferidos.



A quarta alternativa considerada (“alternativa D”) foi reorganizar o fluxo de transmissão do boletim de voto a distância para que o processo transcorra de forma mais célere e, conseqüentemente, os investidores possam enviar o boletim com menor antecedência em relação à data da assembleia geral. Essa opção tende a: (i) deslocar custos administrativos de compilação de votos entre o escriturador e a companhia; e (ii) permitir a investidores maior visibilidade e capacidade de articulação com outros acionistas para se posicionar nas matérias em deliberação.

Para avaliação e sopesamento das alternativas, foram consultados participantes de mercado pertencentes às categorias mais diretamente afetadas, que também forneceram dados para subsidiar a análise empreendida. Sempre que possível, e especialmente em questões que envolvem custos financeiros, foram feitos esforços para retratar quantitativamente os aspectos relevantes da análise.

A conclusão da análise pode ser resumida da seguinte forma:

- a) rejeição das alternativas A (“não ação”) e C (“obrigatoriedade da prestação do serviço de transmissão do boletim de voto a distância pelos custodiantes”); e
- b) adoção combinada das alternativas B (“expansão da obrigatoriedade de disponibilização do boletim de voto a distância”) e D (“reorganização do fluxo de transmissão do boletim”), associadas a hipóteses de dispensa das obrigações relacionadas à votação a distância por parte de companhias que não recebem usualmente votos por essa forma de votação.



## 1. CONTEXTUALIZAÇÃO E IDENTIFICAÇÃO DO PROBLEMA REGULATÓRIO

O problema regulatório que este relatório se propõe a analisar tem origem em uma falha de mercado decorrente da impossibilidade de o acionista<sup>1</sup> internalizar completamente os benefícios de sua participação em assembleias nas quais são tomadas decisões sobre a companhia em que investe.

Um acionista que se comporte de modo racional em relação a suas decisões econômico-financeiras tende a ponderar os custos e benefícios esperados de sua participação em assembleias. De um lado, o acionista se defronta com custos certos nos quais terá de incorrer individualmente para participar da assembleia. Já em relação aos potenciais benefícios, além de incertos – a participação do acionista somente se justifica se seus votos vierem a ser decisivos para aprovação de matéria em que tem interesse –, eles serão auferidos somente de forma proporcional à sua participação no capital social. Para acionistas cuja participação seja reduzida, como é comum mesmo para investidores institucionais de grande porte que optam por manter portfólios diversificados, a decisão de não participar da assembleia pode ser a mais racional do ponto de vista econômico.

Isso contribui para um cenário em que os custos (incluindo, mas não se limitando a custos financeiros) levam o acionista a deixar de participar das assembleias, o que é indesejável sob um duplo aspecto.

Em primeiro lugar, na perspectiva individual do acionista afetado, por representar a negação de um direito que lhe pertence e que ele desejaria exercer. Na medida em que seja possível reduzir custos para viabilizar a participação do acionista em assembleia, sem onerar terceiros, isso deve ser buscado, ainda que daí não decorra nenhum benefício adicional para outras partes.

Contudo, e esse é o segundo motivo pelo qual a redução de custos deve ser almejada, efetivamente existem benefícios que transcendem a esfera do acionista que participa diretamente das assembleias. A maior presença nas assembleias faz com que esse fórum se torne mais representativo do interesse da coletividade de acionistas e menos suscetíveis a vieses individuais. Quando o absenteísmo é suficientemente reduzido, mesmo os acionistas ausentes tendem se beneficiar de medidas iniciadas por outros acionistas na assembleia em defesa de um interesse comum. Desse modo, os acionistas que ativamente participam do processo de deliberação geram externalidades positivas para outros acionistas.

A existência dessas externalidades e a conseqüente importância de redução dos custos individuais para participação em assembleias não é um tema novo e já foi objeto de diversas iniciativas que visaram – e tiveram êxito – em mitigá-lo.

A mais relevante remonta à modificação da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“[Lei 6.404](#)”), ocorrida em 2011, atribuindo competência à CVM para regulamentar a participação e votação a distância de

<sup>1</sup> Ao longo deste relatório, a referência a acionistas também abarca detentores de *depository receipts* emitidos no exterior com lastro em ações de companhias abertas brasileiras.





acionistas em assembleias gerais de companhias abertas, bem como o registro de sua presença nesses conclaves. A regulamentação da matéria foi feita por meio da Instrução CVM 561, de 7 de abril de 2015 (“Instrução 561”), que alterou a Instrução CVM 481, de 17 de dezembro de 2009 (“Instrução 481”), para que esta passasse a dispor sobre a forma como o voto a distância se processaria, em que tipos de assembleias ele seria aplicável e quais companhias deveriam oferecê-lo de forma obrigatória.

A Instrução 561 buscou enfrentar os principais problemas concretos enfrentados por acionistas para exercer o direito de voto:

- a) o curto prazo então existente entre a convocação e a realização das assembleias gerais, que, à época, poderia ser de 15 dias;
- b) a necessidade de outorga de uma procuração anual para representação nos referidos conclaves, por força do art. 126, § 1º, da Lei 6.404; e
- c) as exigências documentais formuladas por companhias no processo de representação, que podem envolver a notariação, consularização, tradução e registro das respectivas procurações.

Para dar resposta a esses problemas, a CVM desenvolveu um modelo de voto a distância centrado na existência de um documento padronizado, denominado boletim de voto a distância, que é utilizado pelos acionistas para transmitir sua decisão de voto.

O boletim de voto a distância deve conter todas as matérias constantes da ordem do dia da assembleia a que se refere e pode ser enviado em até 7 dias antes da data marcada para a assembleia diretamente à companhia ou a um dos seguintes prestadores de serviço:

- a) o custodiante do acionista (caso as ações estejam depositadas em depositário central e o custodiante opte por prestar tal serviço aos acionistas); ou
- b) a instituição contratada pela companhia para prestação dos serviços de escrituração de valores mobiliários.

Os custodiantes, depositários centrais e escrituradores formam uma cadeia na qual as orientações de voto são coletadas, compiladas e sequencialmente transmitidas à companhia previamente à assembleia, conforme fluxo detalhado no Anexo I.

Essa cadeia de prestadores de serviços reproduz a mesma estrutura utilizada para assegurar aos acionistas o exercício de outros direitos, tais como o direito de preferência na subscrição de novas ações e o recebimento de dividendos. A participação desses agentes também assegura que as orientações de voto sejam provenientes do titular das ações, como ocorre em outros eventos societários<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> No Anexo II constam descrições resumidas de mecanismos adotados em outras jurisdições para alcançar finalidades similares às do boletim de voto a distância no Brasil. Embora essas descrições auxiliem a formação de uma visão geral sobre as possibilidades de votação de forma não presencial, a análise comparativa é de utilidade limitada para mapeamento de possíveis alternativas regulatórias aplicáveis ao Brasil. Isso ocorre porque infraestruturas de mercado em outras jurisdições são organizadas de forma diferente das brasileiras, não havendo uma necessária correspondência com o papel desempenhado no Brasil por custodiantes, depositários centrais e escrituradores.



Desde a edição da Instrução 561, a regulamentação do voto a distância passou por outras mudanças, dentre as quais se destacam:

- c) a obrigatoriedade de divulgação do boletim de voto a distância nas assembleias gerais extraordinárias (AGE) convocadas para ocorrer na mesma data da assembleia geral ordinária (AGO); e
- d) flexibilização de prazos e requisitos para inclusão no boletim de voto a distância por acionistas não controladores de candidatos para o conselho de administração ou conselho fiscal.

Também é relevante mencionar outra alteração mais recente da Lei 6.404 ocorrida em 2020, que permitiu às companhias abertas realizar assembleias digitais, nos termos da regulamentação da CVM.

As assembleias digitais são aquelas em que os acionistas participam e votam por meio de sistemas eletrônicos. Elas podem ser parcialmente digitais, caso também seja admitida a participação e o voto dos acionistas de modo presencial, ou exclusivamente digitais, caso a participação e o voto somente possam ocorrer por meio de sistemas eletrônicos.

A reforma legislativa que trouxe a possibilidade de assembleias digitais foi seguida por novos ajustes na Instrução 481<sup>3</sup>, estabelecendo os contornos gerais para a realização de assembleias parcial ou exclusivamente digitais, notadamente no que diz respeito a requisitos a serem observados pelos sistemas utilizados para participação a distância durante a assembleia.

A possibilidade de realização de assembleias digitais se insere no conjunto de medidas que facilitam a participação dos acionistas nesses eventos, mas não afasta nem se sobrepõe ao uso do boletim de voto a distância, que permanece uma forma amplamente utilizada para votação, como será demonstrado nos dados que integram capítulos seguintes.

Embora essas reformas tenham sido bem-sucedidas em seus objetivos específicos, nenhuma delas teve a pretensão de eliminar por completo a questão dos custos individuais para participação em assembleias, mas sim de contribuir incrementalmente para sua mitigação, por meio do enfrentamento de formas específicas pelas quais o problema se revela.

O presente estudo representa mais um passo nessa direção, dessa vez com foco em três manifestações concretas do problema regulatório, que remanescem, a despeito dos sucessivos avanços acima descritos.

A primeira diz respeito à ausência de obrigatoriedade do uso do boletim de voto a distância em todas as assembleias. Para participar de assembleias nas quais a votação por meio do boletim não está disponível, os investidores ainda precisam incorrer em custos financeiros e operacionais relacionados a constituição de procuradores, preparação de documentação etc., ou seja, exatamente os custos (inclusive de mesma magnitude) que originalmente se quis evitar. Como a maior parte dessas despesas devem

<sup>3</sup>Em 2022, a Instrução 481 deu lugar à Resolução CVM 81, no contexto da revisão e consolidação de atos normativos determinada pelo Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019. Seu conteúdo, no entanto, não foi substancialmente alterado.



ser suportadas pelo investidor independentemente do número de assembleias de que participe, mesmo que acionistas façam uso do boletim de voto a distância para algumas assembleias, a almejada redução de custos não foi plenamente materializada para eles. Adicionalmente, as providências burocráticas envolvidas na votação sem uso do boletim aumentam riscos de que votos proferidos pelos acionistas sejam considerados inválidos em razão da inobservância de formalidades.

A segunda envolve o prazo de antecedência com que o boletim deve ser enviado pelo acionista. Em assembleias nas quais o voto do acionista tem maior probabilidade de ser decisivo – quando não há um acionista controlador ou quando se trata de deliberação na qual ele não possa votar, por exemplo –, os dias finais que antecedem a votação podem ser especialmente relevantes para articulação entre os acionistas. Quanto maior a antecedência com que o boletim deva ser chegar à companhia, menor o espaço para o acionista participar de tais articulações. Adicionalmente, o processo de transmissão da instrução de voto passa por muitas etapas, especialmente no caso de investidores não residentes, logo quanto maior a antecedência exigida no envio do boletim, maior o risco de que este processo não tenha se completado e os votos do acionista não sejam computados.

A terceira é a baixa participação de pessoas naturais. A norma obriga a prestação do serviço de coleta e transmissão de instruções de preenchimento de boletim de voto a distância para escrituradores e depositários centrais, mas apenas a faculta a prestação de tais serviços por custodiantes. Na prática, tem-se verificado que não é comum custodiantes disponibilizarem esse serviço para acionistas pessoas naturais. Dado o exercício de examinar hipóteses de ampliação do uso do boletim de voto a distância, convém explorar também a possibilidade de tornar obrigatória a disponibilização do boletim para tais acionistas.

Em síntese, a causa raiz do problema regulatório é a existência de uma falha de mercado consubstanciada nas externalidades associadas à participação em assembleias. Porém, neste estudo, trata-se como problema regulatório propriamente dito a “falha regulatória”<sup>4</sup> representada pela insuficiência das medidas até hoje adotadas para tratamento desta causa raiz, o que se nota pela persistência de situações concretas, como as acima relatadas, que sinalizam oportunidades de aprimoramento da dinâmica de votação a distância.

Por fim, é importante reconhecer que custos individuais elevados para participação em assembleias e conseqüente absenteísmo não são questões que afetam exclusivamente acionistas; investidores e assembleias de outros valores mobiliários também se deparam com problemas semelhantes.

Contudo, assembleias de titulares de outros valores mobiliários envolvem atores distintos (p. ex., agentes fiduciários, prestadores de serviços essenciais de fundos etc.) e dinâmicas também distintas, de modo que o modelo utilizado pela Resolução CVM nº 81, de 29 de março de 2022 (“Resolução 81”) não

<sup>4</sup> Dentre as categorias usualmente encontradas na literatura especializada (v. Diretrizes gerais e guia orientativo para elaboração de análise de impacto regulatório - AIR, 2018), a “falha regulatória” é a que mais se aproxima de descrever a situação objeto deste relatório, por exclusão de todas as demais. Contudo, o termo é usado entre aspas, uma vez que não se trata da correção de efeitos inesperados e indesejados de iniciativas regulatórias anteriores. De fato, o boletim de voto a distância foi introduzido no mercado brasileiro de forma deliberadamente gradual para que seu funcionamento pudesse ser assimilado e seus efeitos observados. Nesse sentido, a reflexão sobre a necessidade de sua expansão reflete o efeito positivo das iniciativas regulatórias que o criaram.



necessariamente é o mais adequado para esses outros casos. Como o presente estudo avalia aspectos específicos do modelo de votação a distância na estrutura adotada pela Resolução 81, possíveis aprimoramentos à participação a distância em assembleias de titulares de outros valores mobiliários devem ser objeto de aprofundamento em análise própria e apartada.



## 2. PRINCIPAIS ATORES AFETADOS PELO PROBLEMA REGULATÓRIO

### 2.1. ACIONISTAS E INVESTIDORES

O impacto do problema regulatório sobre os acionistas e potenciais acionistas de companhias abertas é evidente, pois eles arcam com os custos de participação em assembleias.

O impacto é maior sobre os acionistas cuja participação no capital social não é pequena a ponto de tornar seu voto irrelevante nas deliberações sociais, mas ao mesmo tempo tampouco é elevada o suficiente para assegurar alta probabilidade de preponderância nessas deliberações (como ocorre com acionistas controladores, p. ex.).

Também deve ser ressaltado o impacto mais elevado sobre investidores não residentes, tendo em vista que estes (i) arcam com custos adicionais de preparação de documentos, tendo em vista as etapas de tradução, apostilamento etc. e (ii) têm maior necessidade de prazo para preenchimento do boletim de voto a distância, pela maior complexidade da transmissão das instruções de voto, que tipicamente envolve prestadores de serviços de *proxy processing*, custodiantes locais e custodiantes globais, dentre outros.

Em 2022, considerando apenas assembleias gerais ordinárias e excluídos os casos de duplicidade por votos em mais de uma assembleia, o número de investidores não residentes que efetivamente votou por meio do boletim de voto a distância foi de 3.152.

### 2.2. COMPANHIAS ABERTAS

As atuais e potenciais companhias abertas também são diretamente impactadas tanto pelo problema regulatório como por eventuais medidas adotadas com a intenção de solucioná-lo. Assim como ocorre com investidores, o impacto é evidente, uma vez que são discutidas formas de votação para deliberações a serem seguidas pelas companhias.

Deve-se registrar, no entanto, que o impacto é concentrado no subconjunto de companhias para as quais a Resolução 81 é de observância obrigatória, ou seja, companhias abertas (i) registradas na categoria A; (ii) que possuam valores mobiliários admitidos à negociação em mercado de bolsa; e (iii) que possuam ações ou certificados de depósito de ações em circulação. Atualmente, enquadram-se nessa situação cerca de 315 companhias, de um total de 701 companhias abertas registradas na CVM.



## 2.3. DEMAIS PRESTADORES DE SERVIÇOS

Nos termos da Resolução 81, a prestação dos serviços de coleta e transmissão de boletins de votos é obrigatória para escrituradores e depositários centrais, e facultativa para custodiantes. Além disso, a norma prevê uma forma específica de atuação de tais agentes, em relação aos deveres e respectivos prazos aplicáveis a cada um deles.

Os custos do processo de votação a distância são muitas vezes arcados inicialmente de forma direta pelos prestadores de serviços, que em seguida os repassam para investidores e companhias. Para reduzir os custos e prazos totais inerentes ao processo de votação a distância, pode ser necessário repensar o papel de escrituradores, custodiantes e depositários centrais, os quais, portanto, também são impactados pelo problema regulatório atual e por eventuais medidas tomadas para enfrentá-lo.



### 3. BASE LEGAL

Os arts. 121, parágrafo único, e 127, parágrafo único, da Lei 6.404 atribuem competência à CVM para regulamentar a forma com que os acionistas podem participar, votar e registrar sua presença a distância nas assembleias gerais de companhias abertas. Por sua vez, o art. 8º, I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (“Lei 6.385”), estabelece que compete à CVM regulamentar as matérias expressamente previstas na própria Lei 6.385 e na Lei 6.404.

Como mencionado anteriormente, ao regulamentar a matéria, a Resolução CVM 81 estabelece que o voto a distância é exercido pelo acionista por meio de um documento padronizado denominado boletim de voto a distância, que pode ser enviado: (a) diretamente à companhia; ou (b) ao custodiante ou escriturador, que juntos com o depositário central, formam uma cadeia de prestação de serviço de coleta, consolidação e transmissão de votos a distância até a companhia.

Ressalta-se que a prestação de serviço de custódia, depósito centralizado e escrituração de valores mobiliário está sujeita à autorização da CVM nos termos do art. 24 da Lei 6.385, do art. 27 da Lei 6.404 e do art. 22, II, da Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013.



## 4. OBJETIVOS

A intervenção regulatória cuja possibilidade é aventada neste estudo teria os seguintes principais objetivos:

- a) reduzir os ônus financeiros suportados por acionistas para participação em assembleias gerais, sem gerar ônus financeiros ainda maiores para companhias e outros prestadores de serviço envolvidos no processo de votação a distância;
- b) reduzir a quantidade de votos que não chegam a ser transmitidos ou computados nas assembleias por descumprimento de requisitos formais de preparo de documentação (“votos perdidos”);
- c) facilitar as possibilidades de coordenação de acionistas que optam por votar a distância, entre si e com acionistas que comparecem presencialmente à assembleia; e
- d) aumentar a participação dos acionistas em assembleias.





## 5. ALTERNATIVAS CONSIDERADAS

### 5.1. ALTERNATIVA A: NÃO-AÇÃO

#### 5.1.1. Síntese da alternativa em exame

De acordo com as Diretrizes Gerais e Guia Orientativo para Elaboração de Análise de Impacto Regulatório – AIR, a alternativa de “não-ação” deve ser sempre considerada na análise das opções de enfrentamento do problema regulatório.

A “não-ação” nesse caso significa manter a Resolução CVM 81 tal qual se encontra vigente no momento.

#### 5.1.2. Impactos sobre o nível de participação de acionistas em assembleias

Ainda que as companhias abertas não se oponham à maior participação de investidores em suas assembleias, seus incentivos para ativamente disponibilizar os meios que facilitem essa participação são limitados.

Para maior parte das companhias, há concentração na titularidade de ações representativas de seu capital social votante, de modo que os quóruns de instalação e deliberação de assembleias são alcançados isoladamente, pela presença do acionista controlador, ou mediante articulação de um número reduzido de acionistas relevantes.

Mesmo nos casos em que isso não é verdadeiro, como em deliberações reservadas a minorias que reúnam determinados percentuais de participação previsto em lei ou na regulamentação, é comum observar nas companhias uma postura de maior distanciamento e neutralidade – sem obstar o exercício de direitos de acionistas, mas sem tampouco facilitá-lo –, possivelmente para não serem percebidas como favorecendo um ou outro grupo de acionistas em particular.

De fato, ainda é frequente que companhias limitem a disponibilização do boletim de voto a distância aos casos e prazos mínimos necessários para o cumprimento das regras, embora investidores venham há anos pleiteando ampliação dos mecanismos de votação a distância, inclusive em linha com as demais alternativas regulatórias em exame neste estudo.

Assim, na ausência de qualquer intervenção regulatória, a perspectiva é de que o nível de participação de acionistas nas assembleias permaneça inalterado.



### 5.1.3. Impactos sobre os custos financeiros envolvidos na votação em assembleias

Conforme comentado em mais detalhes adiante, o mecanismo de votação a distância permite ganhos de escala: de um lado, os custos por assembleia não se alteram significativamente para as companhias em função do número de votantes por meio do boletim; de outro lado, a maior parte dos custos incidentes sobre acionistas decorrem de componentes individuais que crescem linearmente com a quantidade de acionistas que votam sem fazer uso do boletim, especialmente no caso de investidores não residentes.

Atualmente, a quantidade de investidores não residentes no mercado brasileiro que efetivamente votam em assembleias, vem apresentando aumento discreto:

*Tabela 1: Voto de investidores não residentes*

	2018	2019	2020	2021	2022
Investidores não residentes que votaram em AGO a distância durante o ano	2.698	2.648	3.054	3.005	3.152
Proporção em relação ao total de instruções de voto recebidas	99%	99%	98%	97%	96%

Fonte: B3

Mesmo nos patamares atuais, estima-se<sup>5</sup> que o custo por assembleia da participação presencial já seja significativamente maior para os investidores, considerados coletivamente, do que o custo que a adoção da votação a distância representa para a companhia. Caso o número de investidores não residentes votantes continue a crescer, a menos que o número de companhias alcançadas pela regra cresça a uma taxa superior, a alternativa de não-ação tende a levar a um agravamento desse cenário.

### 5.1.4. Impactos sobre o volume de “votos perdidos”

Em relação aos “votos perdidos”, ou seja, votos que não são considerados nas deliberações sociais por questões referentes a problemas com documentação, no cenário de não-ação, não há razão para esperar que a proporção de tais votos em relação ao total de votos proferidos se altere. Ao contrário, o esperado é que essa proporção se mantenha constante e próxima dos patamares atualmente observados.

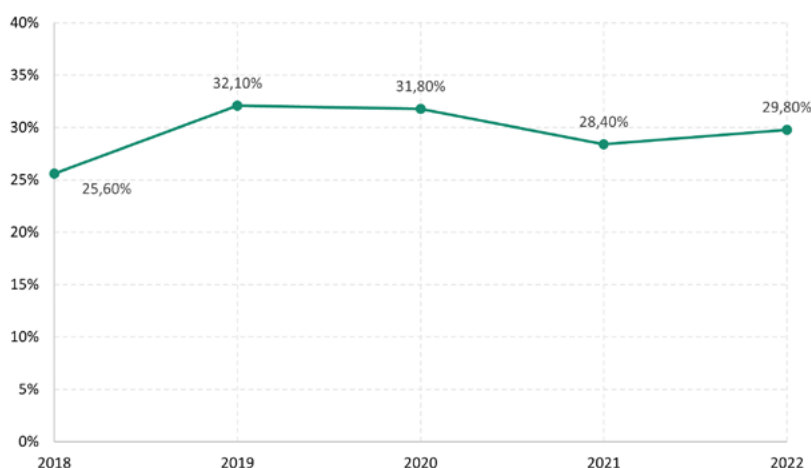
Ademais, diferentemente do que se poderia inicialmente supor, a “perda” de votos não é um

<sup>5</sup> Ver, neste capítulo, seção sobre expansão da obrigatoriedade de disponibilização do boletim de voto a distância.



fenômeno de incidência excepcional ou pontual nas assembleias em que não há uso do boletim de voto a distância. O gráfico a seguir, construído a partir de dados obtidos junto a custodiantes de investidores não residentes, indica que essa “perda” de votos oscila em torno de 30%:

**Gráfico 1: Rejeição por ausência de procuração (%).  
Assembleias sem boletim de voto a distância**



Fonte: Agente de custódia de investidores não residentes.

## 5.2. ALTERNATIVA B: EXPANSÃO DA OBRIGATORIEDADE DE DISPONIBILIZAÇÃO DO BOLETIM PARA TODAS AS ASSEMBLEIAS

### 5.2.1. Síntese da alternativa em exame

Atualmente, a Resolução 81 estabelece a obrigatoriedade de disponibilização do boletim de voto a distância para os seguintes casos (art. 26, § 1º):

- a) assembleias gerais ordinárias;
- b) assembleias gerais convocadas para deliberar sobre a eleição de membros do conselho fiscal e, em alguns casos, membros do conselho de administração; e
- c) assembleias extraordinárias convocadas para ocorrer na mesma data marcada para assembleias gerais ordinárias.

A alternativa regulatória em exame nesta seção é a extensão dessa obrigatoriedade para todos os casos de assembleias de acionistas, ou seja, abrangendo todas as assembleias gerais ordinárias e extraordinárias, assim como as assembleias especiais.



## 5.2.2. Síntese dos impactos esperados

Agentes de custódia de investidores não residentes reiteradamente alegam que, mesmo fazendo uso do boletim de voto a distância nas assembleias em que ele deve ser disponibilizado, investidores ainda se veem obrigados a manter uma estrutura de profissionais e documentação necessários à participação nas demais assembleias. Por essa razão, a desejada redução de custos para participação em assembleias gerais não teria se materializado em toda a extensão possível.

O principal efeito esperado com a alternativa regulatória em exame é isentar os investidores desse custo, ao menos no que diz respeito às companhias alcançadas pelas regras de votação a distância previstas na Resolução 81. Também é esperado um aumento nos quóruns de deliberação das assembleias extraordinárias e especiais, pela redução do número de votos “perdidos” por questões referentes à documentação dos investidores.

Em contrapartida ao benefício a ser auferido pelos investidores, é esperado o aumento de custo por parte das companhias na realização das assembleias para as quais hoje não é exigida a disponibilização de boletim de voto a distância.

## 5.2.3. Estimativa de impactos financeiros esperados

O exercício de estimativa de impactos financeiros da extensão da obrigatoriedade de disponibilização do boletim de voto a distância para todas as assembleias de acionistas tem por objetivo final produzir uma comparação entre os custos que os acionistas serão capazes de evitar e os custos em que as companhias serão obrigadas a incorrer.

Partindo da premissa de irrelevância de efeitos meramente distributivos – i.e., dado um mesmo nível de custos totais, não há razão *a priori* para a regulamentação privilegiar sua alocação em um ou outro agente – a adoção da alternativa regulatória em exame se justifica se os custos incrementais evitados pelos acionistas forem superiores aos custos incrementais incorridos pelas companhias, ou seja:

$$\frac{|\Delta C_i|}{\Delta C_c} \geq 1$$

Sendo:

$\Delta C_i$  : Variação dos custos médios para o conjunto de investidores votantes por assembleia

$\Delta C_c$  : Variação dos custos médios para cada companhia por assembleia



Como os custos das companhias e parte dos custos dos investidores estão associados ao evento assembleia, optou-se por estimar custos *por assembleia*. Assim, os custos atribuídos aos investidores nos quadros a seguir já levam em conta que muitos investidores participam de uma mesma assembleia e dividem entre si alguns desses custos. Como nem todos os custos efetivamente são vinculados a uma assembleia específica – p. ex., custos de procuração são individuais de cada acionista, mas uma procuração permite que o acionista seja representado em múltiplas assembleias –, foi necessário adotar determinadas premissas e simplificações para se chegar a um custo por assembleia, como será descrito em maiores detalhes adiante.

Adicionalmente, vale destacar que, entre os agentes envolvidos na prestação de serviços a investidores e a companhias, apenas agentes de custódia dos investidores são afetados de modo relevante em caso de extensão ou não da obrigatoriedade do boletim de voto a distância. A variação nos custos diretamente arcados por estes agentes foi imputada aos custos incorridos pelos próprios investidores contratantes de seus serviços. Isso permite que a comparação direta entre custos dos investidores e das companhias capture indiretamente os custos incorridos pelos agentes de custódia.

### ***Custos das companhias***

Para estimar os custos incrementais incorridos pelas companhias caso a obrigatoriedade de disponibilização do boletim de voto a distância seja estendida para todas as assembleias de acionistas, foi feita consulta a uma amostra de companhias, selecionadas aleatoriamente em diferentes estratos de valor de mercado.

A amostra foi de nove companhias, que indicaram a quantidade de horas e o cargo da pessoa responsável por atualmente cumprir as várias rotinas associadas à disponibilização do boletim de voto a distância.

Em seguida, a quantidade de horas foi convertida em um valor financeiro, tomando como referência pesquisa sobre práticas remuneratórias no setor de relações com investidores em 2022, elaborada por FESA Group e pelo Instituto Brasileiro de Relações com Investidores<sup>6</sup>.

O valor médio apurado por assembleia foi de R\$2.551,85, conforme indicado na tabela abaixo, que também sintetiza outras informações pertinentes ao cálculo:

<sup>6</sup> Para o caso de profissionais da área jurídica, sem correspondente na pesquisa referente a profissionais da área de relações com investidores, foram utilizados os dados do topo da remuneração para advogados empresariais na cidade de São Paulo, conforme dados do Ministério do Trabalho.



**Tabela 2: Custos incrementais das companhias**

<b>Estimativa de gasto financeiro incremental das companhias em rotinas relacionadas ao BVD</b>					
<b>Companhia</b>	<b>Custos estimados com mão de obra</b>				<b>Total</b>
	<b>Elaboração do BVD</b>	<b>Recebimento e compilação de votos antes da assembleia</b>	<b>Cômputo de votos na assembleia</b>	<b>Disponibilização de mapas e outros documentos pós assembleia</b>	
Companhia 1	347,99	476,21	19,71	197,07	1.040,98
Companhia 2	339,89	339,89	526,25	153,52	1.359,55
Companhia 3	106,70	1.991,71	106,70	853,59	3.058,70
Companhia 4	361,64	944,59	1.721,19	794,91	3.822,33
Companhia 5	2.169,84	361,64	361,64	361,64	3.254,76
Companhia 6	707,07	153,52	243,93	742,64	1.847,17
Companhia 7	943,06	943,06	-	353,65	2.239,76
Companhia 8	861,47	3.119,22	219,20	614,72	4.814,61
Companhia 9	251,95	1.115,74	18,85	142,27	1.528,81
<b>Média</b>	676,62	1.049,51	357,50	468,22	<b>2.551,85</b>
<b>Desvio Padrão</b>	628,64	955,66	540,79	286,20	1.266,40
<b>Mediana</b>	361,64	943,06	219,20	361,64	2.239,76

Fonte: Amostra de companhias consultadas pela CVM

Note-se que as estimativas das companhias são em grande medida pautadas pela experiência atual com a disponibilização do boletim, que se concentra preponderantemente em assembleias ordinárias ou nas quais há eleição de membros para os conselhos de administração e fiscal, e que por essa razão tendem a ser mais complexas, em virtude das dinâmicas de voto múltiplo e eleições em separado por parte da minoria acionária.

Ao assumir que o mesmo número de horas e, por extensão, o mesmo custo financeiro seria incorrido nas assembleias extraordinárias e especiais, a estimativa tende sobreavaliar o custo dessas assembleias para as companhias. De todo modo, na falta de uma maneira objetiva de corrigir esse efeito, optou-se por utilizar como base os parâmetros das assembleias para quais a disponibilização do boletim é obrigatória.

É importante frisar que a estimativa não contempla o custo total de realização de uma assembleia, que tende a ser significativamente superior. De fato, trata-se apenas de custos incrementais aos que já são incorridos pelas companhias e, ainda mais especificamente, custos decorrentes das obrigações regulatórias associadas à votação a distância.

Nesse sentido, não foram identificados custos referentes a sistemas ou taxas atribuíveis especificamente à realização de assembleias gerais com ou sem disponibilização de boletim de voto a distância. Conseqüentemente, para os fins da presente análise, são relevantes apenas os custos acima indicados correspondentes a horas de trabalho consumidas em tarefas administrativas.



### ***Custos dos investidores***

As possíveis reduções de custo por parte dos investidores são estimadas neste estudo exclusivamente com base nos investidores não residentes. Essa premissa, que se coaduna com uma estimativa mais conservadora de impactos positivos da intervenção regulatória, se justifica por duas razões.

A primeira é que os investidores não residentes representam historicamente mais de 95% dos votos transmitidos pelo boletim de voto a distância, como já retratado anteriormente. A segunda é que essa categoria sofre a incidência de custos adicionais em relação aos investidores locais para participação em assembleias, por questões formais referentes à documentação, como também já antes mencionado. Cabe frisar que estes custos adicionais suportados por investidores não residentes respondem pela maior parte dos custos totais de participação presencial em assembleias, conforme detalhado nesta seção.

Ao considerar apenas investidores não residentes como beneficiários da extensão do boletim de voto a distância para todas as assembleias, a análise se mostra suficientemente representativa do universo de agentes positivamente afetados. Efeitos positivos capturados por investidores locais viriam apenas a reforçar a possível conclusão em prol da edição da regra.

Para estimar o custo médio de participação nas assembleias, foram obtidas informações junto a custodiantes de investidores não residentes. Como parte das despesas são arcadas diretamente pelos investidores não residentes, em alguns casos, os custodiantes obtiveram essas informações diretamente junto aos investidores não residentes. Os custodiantes que forneceram dados à CVM foram responsáveis por aproximadamente 96% dos votos transmitidos via boletim de voto a distância por custodiantes em 2022.

Os quadros a seguir retratam (i) os itens que sofrem variação de custos entre diferentes formas de realização da assembleia, bem como a magnitude dos respectivos custos; e (ii) as principais premissas usadas nas estimativas. Na sequência, são apresentados comentários adicionais sobre a forma como a estimativa foi conduzida.



**Tabela 3: Custos incrementais de investidores não residentes**

Item	Valor por Assembleia		
	Presencial	Digital	Votação via BVD
Honorários do representante do investidor na assembleia	1.508,38	1.508,38	-
Passagens e hospedagens	434,16	-	-
Consultoria jurídica no país de origem do investidor	8.498,10	8.498,10	-
Apostilamento, legalização consular etc.	9.322,28	9.322,28	-
Tradução de documentos	1.107,27	1.107,27	-
Custódia de materiais de procuração	801,90	801,90	-
Reporte de resultado da votação para o investidor	143,52	143,52	-
Processamento de voto via BVD	-	-	2.707,53
<b>TOTAL</b>	<b>21.815,61</b>	<b>21.381,45</b>	<b>2.707,53</b>

Fonte: Agentes de custódia de investidores não residentes e B3

**Tabela 4: Premissas da estimativa de custos**

PREMISSAS			
Item	Qtde. ou Valor	Unidade	Fonte
Universo de investidores votantes	3.242	Por ano	B3
Custo da consultoria jurídica no país de origem do investidor	R\$ 1.192,67	Por procuração com validade anual	Agentes de custódia de INR
Quantidade de assembleias	455	Por ano	CVM
Custo de apostilamento, legalização consular etc.	R\$ 1.308,34	Por procuração com validade anual	Agentes de custódia de INR
Custo de tradução	R\$ 155,40	Por procuração com validade anual	Agentes de custódia de INR
Custo de custódia de materiais de procuração	R\$ 30.405,51	Por mês	Agentes de custódia de INR
Custo do serviço de reporte do resultado para investidor	R\$ 143,52	Por assembleia	Agentes de custódia de INR

Em relação ao item “honorários de representantes do investidor”, ele registra o custo com mão de obra do profissional que representa o investidor em assembleias presenciais ou digitais. Para que este profissional esteja presente, há ainda gastos com “passagens e hospedagens”, que variam sobretudo em função da distância entre o local do profissional em questão e o local de realização da assembleia.

Para esses dois itens, os valores já foram apurados a partir da soma de gastos efetivamente incorridos em 2022, dividida pela quantidade de assembleias a que estes valores dizem respeito. Assim, já são custos *por assembleia*, ou seja, já retratam a possibilidade de um único profissional poder representar diversos investidores que rateiam o custo entre si<sup>7</sup>.

<sup>7</sup>Todavia, note-se que os custos incidirão múltiplas vezes se os investidores forem clientes de diferentes custodiantes, que são os contratantes diretos dos serviços de representação e, como tal, podem contratar diferentes profissionais para a representação presencial na assembleia. Na análise acima, assume-se que todos os investidores são representados presencialmente por um único profissional.





O item “consultoria jurídica no país de origem do investidor” diz respeito à revisão da procuração a ser outorgada pelo investidor ao agente que irá representá-lo na assembleia. Não se trata de consultoria sobre as matérias a serem deliberadas, pois esse é um custo presente em qualquer formato de votação que a companhia decida adotar. Após essa verificação, a procuração precisa ainda passar pelas etapas de tradução e apostilamento ou legalização consular.

Em relação a estes três itens, o ponto de partida para estimar os custos envolvidos foi o valor por procuração, que é individual e cuja validade é tipicamente de 1 ano, inclusive por força do art. 126, § 1º, da Lei 6.404. Uma vez outorgada a procuração, no entanto, o investidor pode ser representado em múltiplas assembleias dentro do período de validade da procuração. Assim, para chegar a um custo *por assembleia* é necessário assumir um determinado número de investidores potencialmente votantes e um determinado número de assembleias realizadas em um ano.

Na tabela acima, tomou-se como universo de acionistas com potencial interesse em votar em assembleias a quantidade de investidores não residentes únicos que efetivamente votaram via boletim de voto a distância nas assembleias realizadas em 2022. O custo individual por procuração foi multiplicado por esse universo de investidores e em seguida dividido pela quantidade total de assembleias de acionistas realizadas em 2022 por companhias que efetivamente receberam votos a distância no mesmo ano de 2022. Outras formas de delimitar o universo de acionistas e de assembleias foram cogitadas<sup>8</sup>, porém a conclusão sobre a reforma normativa em exame não é afetada por essas escolhas.

O item de “custódia de materiais de procuração” abarca a despesa necessária para manter procurações devidamente armazenadas, em condições de fácil acesso, e regularmente verificadas quanto à necessidade de atualização. Esse serviço é prestado a um custo fixo mensal arcado diretamente pelo custodiante e indiretamente pelos acionistas, mas sem relação direta com o número de procurações ou de assembleias realizadas. Assim, para sua conversão em um custo *por assembleia*, o valor foi anualizado e dividido pela mesma quantidade de assembleias descrita acima.

Nas assembleias com participação presencial, o representante do investidor produz uma descrição resumida com a quantidade de votos enviados, aceitos e eventualmente rejeitados na assembleia. Para tanto, há um custo fixo por assembleia.

Finalmente, o item de custo por processamento de voto incide somente nas assembleias com votação via boletim de voto a distância, sujeito a um limite de R\$2.707,53 por custodiante e por assembleia.

Dos dados sumarizados acima, extraem-se as seguintes principais observações e conclusões.

<sup>8</sup> Ver análise de sensibilidade na descrição das incertezas da estimativa de impacto, ainda neste capítulo.



Em primeiro lugar, não há diferença substancial de custos para o investidor entre as assembleias presenciais e digitais, uma vez que a única diferença entre elas reside nas despesas de “passagens e hospedagens”, cuja influência no custo total é pouco significativa. De fato, dado que a assembleia digital reproduz a mesma dinâmica das demais assembleias, com exceção da necessidade de presença física do acionista no local da reunião, a similaridade entre os custos não é inesperada.

Em segundo lugar, nota-se que as principais fontes de custo são as despesas com documentação, que incidem individualmente sobre cada investidor não residente. Caso ocorra um aumento do número de investidores, os custos das assembleias que não permitem a votação via boletim de voto a distância, relativamente às demais assembleias para qual essa forma de votação esteja disponível, tendem a aumentar.

Em terceiro lugar, nota-se que a votação por meio do boletim de voto a distância elimina a quase totalidade dos custos incorridos pelos investidores, o que faz com que a variação nos custos médios seja de R\$18.673,92 *por assembleia*.<sup>9</sup>

É importante ressaltar que os totais indicados nas tabelas acima são valores apropriados para fins de comparação entre diferentes formatos de assembleias, mas não necessariamente representativos dos valores que efetivamente são desembolsados pelos investidores, especialmente em assembleias presenciais ou digitais.

Em particular, note-se que se assumiu para fins comparativos a mesma quantidade de investidores votantes em assembleias com e sem uso do boletim de voto a distância, ainda que na prática isso não se verifique. Nas assembleias em que não há possibilidade de voto por meio do boletim, o número de investidores votantes é menor – em torno de 10 vezes menor –, logo o valor financeiro total desembolsado por assembleia, pelos investidores que efetivamente se fazem presentes, também é menor do que os reportados acima.

Isso não invalida a comparação proposta; na verdade, é um passo necessário para que a comparação seja possível. Afinal, um dos motivos pelos quais essa diferença no nível de votação é observada é justamente o custo mais elevado enfrentado pelos acionistas para votar em assembleias nas quais o boletim de voto não é disponibilizado. Comparar custos financeiros entre diferentes formas de realizar assembleias ignorando que algumas delas permitem maior participação de acionistas levaria a conclusões equivocadas.

Considerando o acréscimo de custo por assembleia para as companhias acima reportado de R\$2.551,85 e a redução de custo por assembleia para os investidores de R\$18.177,94, chega-se a um múltiplo de 7,32, substancialmente superior ao patamar de 1, suficiente para justificar a reforma normativa, sob a premissa de irrelevância de efeitos meramente distributivos na alocação dos custos totais.

<sup>9</sup> Apurado pela diferença entre o custo total dos investidores em (i) assembleias digitais que não admitem a votação por meio do boletim de voto a distância e (ii) assembleias que admitem a votação por meio do boletim de voto a distância, cf. tabela 3.



### ***Incertezas na estimativa de impacto financeiro***

É importante reconhecer expressamente que a estimativa de impacto acima indicada, como inevitavelmente ocorre com o produto de modelos que simplificam a realidade que se propõem a retratar, está sujeita a diversas fontes de incerteza.

Inicialmente, destaca-se que as horas consumidas pelas companhias nas tarefas relacionadas à disponibilização do boletim de voto a distância não são diretamente observáveis pelas próprias companhias que as informaram à CVM. Adicionalmente, só foi possível obter dados de uma amostra relativamente reduzida de companhias.

Em seguida, as horas informadas foram convertidas para valores financeiros a partir de uma única fonte de informações disponível sobre remunerações, sem dados suficientes para estimar o nível de dispersão dos valores remuneratórios. Todos esses fatores introduzem incertezas no custo médio estimado para as companhias.

A despeito disso, é importante ressaltar que (i) não há grande variação nos custos entre as várias companhias; e, principalmente, (ii) a distância entre o custo apurado para companhias e para investidores sugere que a conclusão em favor da intervenção regulatória só seria afetada por erros na estimativa nos custos das companhias se tais custos fossem muito substancialmente subestimados.

Em relação aos custos de investidores, reitera-se que, na etapa de associar custos individuais de investidores a custos por assembleia, foram assumidas hipóteses quanto ao universo de potenciais investidores votantes e à quantidade de assembleias entre as quais o custo total deveria ser diluído. Contudo, a conclusão do estudo não é afetada por diferentes premissas que se poderia assumir:

***Tabela 5: Análise de sensibilidade***

Número de Assembleias		Número de investidores	
9,24	3152	3242	
168	19,97x	20,53x	
455	7,11x	<b>7,32x</b>	
592	5,37x	5,53x	

O cenário base do estudo considera os investidores não residentes que em 2022 votaram via boletim (3242) e a quantidade de assembleias realizadas em 2022 por companhias que receberam votos via boletim (455).

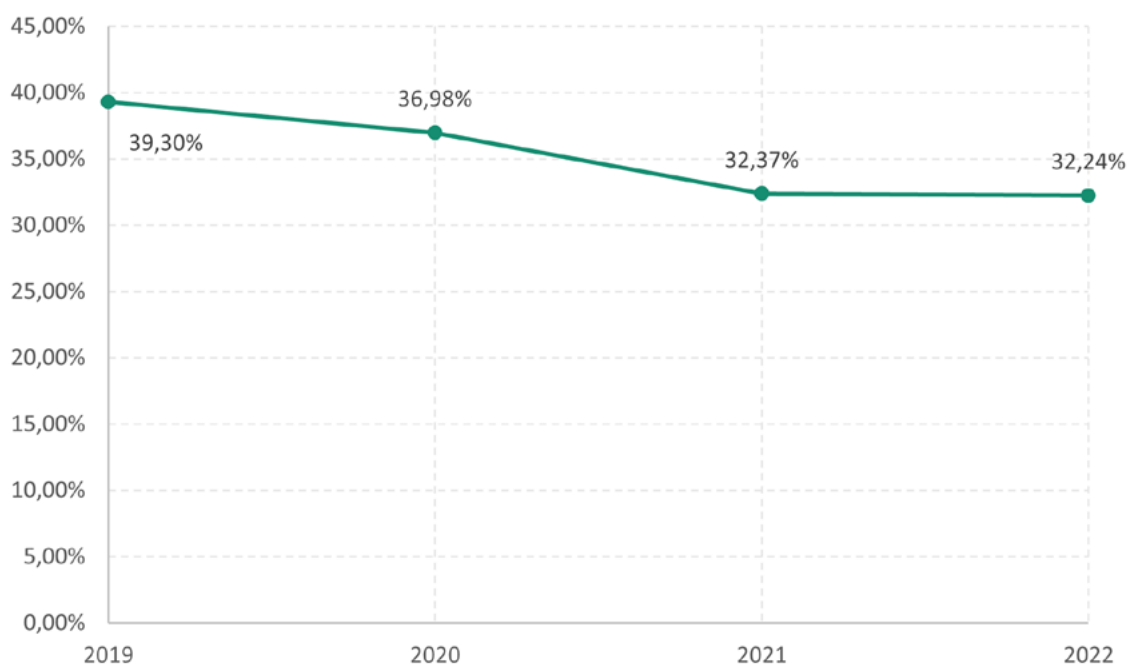


No quadro acima, estão consideradas combinações alternativas de cenários com base no número de investidores não residentes que votaram apenas em assembleias ordinárias (3152) e duas quantidades distintas de assembleias de acionistas: [i] todas as assembleias realizadas em 2022 por companhias sujeitas à Resolução 81 (592); e [ii] apenas as assembleias dessas mesmas companhias, em 2022, nas quais o boletim não foi disponibilizado (168). Como é possível notar, em qualquer cenário, os múltiplos são superiores ao limiar de 1.

Esses dados corroboram a percepção de que o acréscimo de custos para companhias seja de menor intensidade que a redução de custos investidores não residentes, considerando os valores médios apurados junto a companhias e investidores.

Por outro lado, a análise apenas da média não permite capturar impactos sobre grupos específicos de companhias e, a esse respeito, chama atenção que cerca de um terço das companhias que disponibiliza o boletim de voto a distância não recebe votos a distância:

**Gráfico 2: Companhias que não recebem votos via boletim em AGO**



Fonte: B3

Adicionalmente, nota-se que esse conjunto de companhias é relativamente estável. Cerca de 85% das companhias que não receberam votos a distância em determinado ano figuram entre aquelas que tampouco haviam recebido votos a distância no ano anterior.



Isso significa que, caso essas companhias fossem excluídas da regra, elas deixariam de ser oneradas sem que em contrapartida os investidores perdessem concretamente qualquer benefício de que vêm usufruindo. Conseqüentemente, a relação de custo-benefício seria mais vantajosa do que na alternativa B como originalmente formulada.

Considerando-se que trata de uma redução de possíveis encargos regulatórios que demandam um ajuste normativo relativamente simples, é recomendável que, em sendo adotada a alternativa B descrita nessa seção, ela seja acompanhada de tal aprimoramento.

#### 5.2.4. Estimativa de impactos esperados sobre a redução de votos “perdidos”

A partir da adoção inicial do boletim de voto a distância, com a edição da Instrução CVM 561, verificou-se um aumento no quórum de instalação das assembleias da ordem de 7% entre 2016 e 2018<sup>10</sup>.

De acordo com agente de custódia participante do processo de votação a distância à época, esse efeito deveu-se quase que exclusivamente à redução de casos em que o acionista expressava uma intenção de voto, mas os votos não chegavam sequer a ser transmitidos à companhia ou não eram aceitos por ela quando transmitidos, em decorrência de deficiências relacionadas a procuração para representação em assembleias. Como já retratado anteriormente, esse fenômeno alcançava cerca de 30% das intenções de voto transmitidas por investidores ao custodiante.

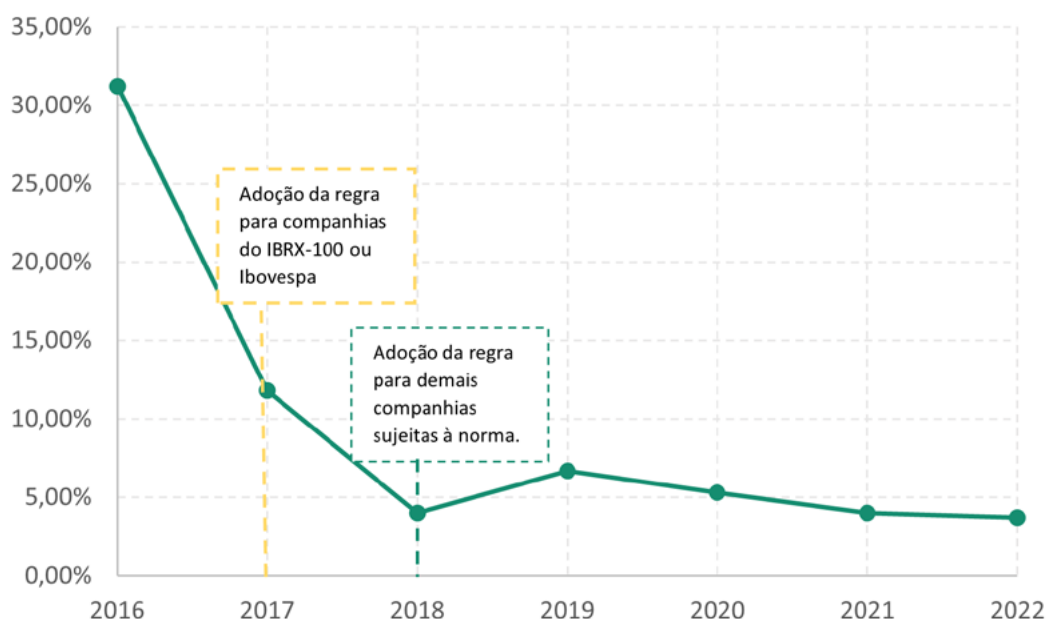
Assim, por esse ponto de vista, a melhor explicação para o aumento de quóruns após a edição da Instrução CVM 561 não seria que investidores antes desinteressados por votar (ou desestimulados pelos altos custos) com o advento da votação a distância teriam decidido passar a votar. Ao contrário, o benefício do boletim de voto a distância teria sido permitir que o acionista que antes já desejava e até tentava votar conseguisse efetivamente fazê-lo.

A rigor, tal explicação não pode ser inteiramente dissociada dos custos envolvidos no processo de votação, incluindo os custos financeiros, pois presumivelmente um dos motivos pelos quais os acionistas não mantinham documentação constantemente regularizada eram os custos em fazê-lo *vis-à-vis* os benefícios esperados com o voto. Quaisquer que sejam as explicações, todavia, o fato é que o advento do boletim representou queda expressiva do volume de votos “perdidos”, que atualmente se situam em torno de 5%, como mostra o gráfico abaixo:

<sup>10</sup> O quórum médio teria saído de 71% em 2016 (sem voto a distância) para 77% em 2017 e 78% em 2018, para as companhias que disponibilizaram o boletim e receberam votos a distância. Fonte: B3.



**Gráfico 3: Rejeição por ausência de procuração (%). AGO e AGE**



Fonte: Agente de custódia de investidores não residentes

A queda em relação ao 2016 e 2017 pode ser atribuída ao fato de grande parte das assembleias já ser realizada com a opção de votação a distância. Porém, ao se examinar especificamente as assembleias em que essa opção não se encontra disponível, o fenômeno de “perda” de votos ainda pode ser observado em patamares similares aos verificados antes da Instrução 561<sup>11</sup>.

Como procurações não são necessárias em assembleias nas quais o boletim de voto é disponibilizado, o impacto esperado da extensão do boletim de voto para todas as assembleias de acionistas é a redução a virtualmente zero da quantidade de instruções de voto que não podem ser transmitidas pelo custodiante ou aceitas pela companhia por pendências de natureza documental.

### **5.3. ALTERNATIVA C: OBRIGATORIEDADE DE PRESTAÇÃO DO SERVIÇO DE TRANSMISSÃO DO VOTO A DISTÂNCIA POR PARTE DE CUSTODIANTES**

#### **5.3.1. Síntese da alternativa em exame**

Atualmente, a Resolução 81 prevê, em seu art. 27, § 4º, que a prestação do serviço de coleta e transmissão de instruções de preenchimento de boletim de voto a distância é obrigatória para escrituradores e depositários centrais, mas facultativa para custodiantes.

<sup>11</sup> Ver gráfico na seção referente a “Alternativa A: Não-ação”.



De fato, é incomum custodiantes prestarem o serviço de coleta e transmissão de instruções de preenchimento de boletim de voto a distância a investidores locais. Os custodiantes que prestam tal serviço atualmente o fazem preponderantemente com foco em investidores não residentes, que representam a quase totalidade dos acionistas usuários da estrutura de votação a distância, como já retratado anteriormente.

A alternativa examinada nesta seção envolve tornar a prestação desse serviço obrigatória por parte dos custodiantes, assim como ocorre com escrituradores e depositários centrais, com objetivo de facilitar a votação por parte dos acionistas, principalmente por parte de pessoas naturais e investidores institucionais locais.

### 5.3.2. Impactos esperados

Em teoria, a prestação do serviço por parte de custodiantes poderia levar a um aumento do número de acionistas votantes para investidores locais, que representam em torno de metade do volume financeiro negociado no mercado brasileiro<sup>12</sup>.

Por outro lado, seriam esperados custos a serem incorridos pelos custodiantes, sobretudo na forma de desenvolvimento e manutenção de infraestrutura tecnológica e novas rotinas para cumprimento das regras.

#### *Estimativa do potencial aumento de participação em assembleias*

A despeito da plausibilidade teórica de um aumento do número de acionistas votantes entre investidores locais, diversas evidências apontam que sua materialização é improvável e que apenas uma fração muito pequena do universo de investidores locais tenderia a se beneficiar da compulsoriedade da prestação desses serviços por parte dos custodiantes.

Nesse sentido, em primeiro lugar, é relevante registrar que não há óbice regulatório para que os serviços de coleta e transmissão de instruções de voto sejam prestados pelos custodiantes a investidores locais. Na ausência de tais óbices, seria razoável esperar que o serviço fosse prestado se houvesse demanda. Assim, a baixa disponibilidade desse tipo de serviço pode ser interpretada como desinteresse de investidores e uma intervenção regulatória obrigando a prestação de tal serviço naturalmente não se justificaria. De fato, a percepção de baixa demanda por esse serviço foi unanimemente observada por todos os interlocutores consultados sobre o tema para elaboração deste estudo.

Em segundo lugar, vale lembrar que o boletim de voto a distância já pode ser enviado pelo acionista diretamente à companhia e é comum que a companhia dê ao acionista a opção de fazer o envio por e-mail, acompanhado apenas de documentação comprobatória de posição acionária,

<sup>12</sup> Entre 2019 e 2022, investidores estrangeiros representaram, em média, 49,25% do volume total negociado na B3. Fonte: B3.

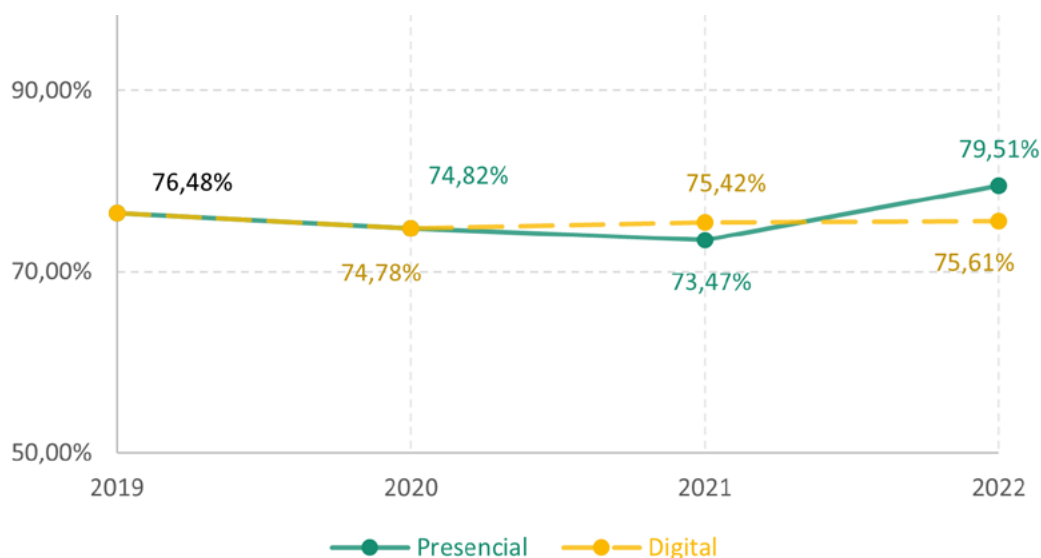


de sua identidade e, no caso de pessoa jurídica, de seus atos constitutivos. Assim, a limitada adesão à votação a distância por parte de investidores locais não parece estar sendo causada por ausência de meios acessíveis para que a instrução de voto seja transmitida à companhia.

Em terceiro lugar, mesmo após a edição da Instrução CVM nº 622, de 17 de abril de 2020, que regulamentou a realização de assembleias parcial ou exclusivamente digitais, não se verificou maior presença de acionistas em assembleias.

Nesse sentido, consultando as informações disponíveis em atas de assembleias ordinárias de 47 companhias integrantes da carteira teórica do índice Ibovespa cujas atas nos anos de 2019 a 2022 registraram informações sobre o quórum de presença, os seguintes resultados foram encontrados:

**Gráfico 4: Quórum de presença em AGO**



Fonte: CVM

Embora a disponibilização do boletim de voto a distância não se confunda com a realização de assembleias parcial ou exclusivamente digitais, ambas mitigam desafios enfrentados pelo investidor local para participação em assembleias, em especial no que diz respeito ao deslocamento físico até o local da assembleia. Nesse sentido, a estabilidade dos níveis de presença nas assembleias é mais um indício de baixo interesse dos acionistas em votar nessas assembleias.

Por fim, a literatura especializada indica que o fenômeno da baixa participação dos investidores é um fenômeno comum também em outras jurisdições, mesmo quando os meios para sua participação são acessíveis a um custo modesto. Por mais que a regulação busque reduzir os custos individuais de votação em assembleias, ainda remanescerão determinados custos – p. ex., o mero custo de tempo em se informar sobre a pauta, em preencher o boletim e enviar o boletim etc. – que podem fazer com que o acionista não tenha interesse em participar das deliberações.





### ***Estimativa dos custos impostos sobre custodiantes***

A imposição aos custodiantes de obrigatoriamente disponibilizar o boletim de voto a distância para seus clientes envolveria custos de ocorrência certa e magnitude significativa, ainda que difícil de ser quantificada.

Alguns dos principais custodiantes cujos clientes são investidores locais foram consultados sobre o tema, tendo, eles próprios, sinalizado a dificuldade em quantificar com precisão os custos necessários para implementação e manutenção do serviço nos anos seguintes. Contudo, foi ressaltada a complexidade das etapas envolvidas, como, por exemplo:

- a) desenvolvimento de interface para viabilizar a interação com clientes em múltiplas plataformas;
- b) desenvolvimento e manutenção de sistema de processamento das solicitações; e
- c) contratação de pessoal para acompanhamento da transmissão de informações ao depositário central.

Embora não tenham indicado montantes financeiros exatos, os custodiantes consultados fizeram referência a estimativas preliminares de prazo de desenvolvimento superior a um trimestre e custos, por instituição, entre R\$400 mil e R\$1 milhão para implantação, acrescidos de custos recorrentes de manutenção da ordem de R\$40 mil mensais.

## **5.4. ALTERNATIVA D: REORGANIZAÇÃO DO FLUXO DE TRANSMISSÃO DE INSTRUÇÃO DE VOTOS**

### **5.4.1. Síntese da alternativa proposta**

Atualmente, a Resolução 81 prevê a entrega do boletim de voto pelo acionista até 7 dias antes da assembleia. A partir de então, os votos são transmitidos ao longo da cadeia de prestadores de serviço de forma sequencial, ou seja, cada prestador de serviço atua após receber as informações do prestador de serviço que o precede na cadeia.

A alternativa regulatória em exame nesta seção contempla prever que algumas etapas de transmissão de votos passem a ocorrer de forma paralela, gerando uma maior celeridade no processo. Assim, o escriturador e o depositário central transmitiriam ao mesmo tempo as informações à companhia, que consolidaria os votos recebidos de ambas as fontes e os votos recebidos diretamente. Consequentemente, seria possível permitir a entrega do boletim de voto pelo acionista apenas 4 dias antes da assembleia.



O Anexo I contém visualização das mudanças no fluxo de transmissão do boletim de voto a distância.

## 5.4.2. Impactos esperados

O principal impacto esperado é permitir a investidores definirem seus votos com maior proximidade da assembleia e, portanto, com maior visibilidade e capacidade de articulação para se posicionar nas matérias em deliberação.

Existem deliberações – em geral deliberações associadas a prerrogativas da minoria acionária – nas quais o resultado da votação apresenta maior incerteza e as articulações entre acionistas adquirem maior relevância. Um exemplo ilustrativo de uma dessas situações é a hipótese relativamente frequente em que acionistas precisam reunir determinado número de votos para preencher uma das vagas no conselho de administração por meio da prerrogativa do voto múltiplo.

No cenário ideal, o acionista que vota a distância deveria ser capaz de proferir seus votos até o momento imediatamente anterior à assembleia, o que evidentemente não é possível por razões práticas. Entretanto, com a alteração normativa ora analisada, espera-se aproximar a realidade desse cenário ideal.

Caso o prazo adicional concedido ao investidor para envio do boletim de voto a distância não seja compensado por uma menor antecedência na disponibilização do boletim pela companhia, é possível esperar ainda uma redução do número de “votos perdidos”.

Isso porque, para investidores institucionais e em especial para investidores não residentes, a definição do sentido do voto e seu efetivo encaminhamento passam por formalidades e procedimentos internos e externos que, embora não decorram diretamente da Resolução 81, também precisam ser observados até a data limite para envio do boletim de voto. Exemplos de tais situações envolvem a certificação da aderência dos potenciais votos a políticas de votos previamente aprovadas, consulta a diretrizes de *proxy advisors* etc. Com a ampliação do prazo, acionistas teriam mais tempo para cumprir tais etapas e, com isso, a fração dos votos que não são transmitidos em tempo hábil para serem computados tenderia a diminuir.

Por outro lado, caso seja feita opção por manter o prazo total atualmente disponível ao acionista, apenas deslocado para uma data mais próxima à assembleia, é possível esperar um efeito positivo para as companhias, que terão maior flexibilidade para a tomada de decisão que demande aprovação pela assembleia geral.

Nesse sentido, vale destacar que atualmente é exigida a disponibilidade do boletim com 30 dias de antecedência e o prazo mínimo necessário entre a convocação e a realização da assembleia, nos termos do art. 124, § 1º, II, da Lei 6.404, é de 21 dias.



Assim, caso a obrigatoriedade de disponibilização do boletim seja ampliada para todas as assembleias, uma eventual redução no prazo mínimo com que a companhia deve disponibilizá-lo permitiria que entre a decisão de realizar a assembleia e sua efetiva realização não se passasse mais tempo do que o mínimo legalmente previsto.

Também são esperados custos administrativos sobre escrituradores e, principalmente, companhias abertas sujeitas à regra por força da adaptação à nova dinâmica de encaminhamento de votos. Com base nos dados da amostra de companhias contatadas para fins do presente estudo, a etapa de recebimento e compilação dos votos corresponde à parte mais onerosa das rotinas administrativas relacionadas ao boletim de voto a distância, consumindo aproximadamente 40% do custo incorrido pelas companhias.

Contudo, em interações com agentes de mercado, foi apontado que o processo de transmissão e consolidação de votos já transcorre de forma automatizada e as necessidades de adaptação seriam de baixa complexidade.



## 6. COMPARAÇÃO DAS ALTERNATIVAS

As alternativas anteriormente examinadas não são mutuamente excludentes, com exceção da alternativa A (“não ação”), a qual pode ser prontamente descartada.

Sob nenhum aspecto há expectativa de que a hipótese de “não-ação” leve a uma evolução positiva do quadro atual, sendo, no cenário mais favorável, esperada apenas a perpetuação da situação identificada como problema regulatório.

A alternativa B (“expansão da obrigatoriedade de disponibilização do boletim de voto a distância para todas as assembleias”) vai ao encontro de dois dos objetivos específicos da possível intervenção regulatória, na medida em que se espera que ela reduza tanto (i) ônus financeiros suportados por acionistas para a participação em assembleias quanto (ii) a quantidade de “votos perdidos”. Ademais, a análise de custos e benefícios financeiros decorrentes da alternativa B sugere que sua adoção traria efeitos líquidos positivos para os participantes do mercado coletivamente considerados.

Os dois objetivos com os quais a alternativa B se relaciona também guardam pertinência com a alternativa D (“reorganização do fluxo de transmissão de instruções de voto”), embora para ambos os casos seja esperado que alternativa B alcance esses objetivos de forma mais eficaz. A alternativa D, no entanto, contribui diretamente com o objetivo de aprimorar as possibilidades de coordenação entre acionistas que votam a distância e presencialmente.

As alternativas C e D tratam de aperfeiçoamentos da votação a distância que atualmente é utilizada quase que exclusivamente por investidores não residentes. A alternativa C (“obrigatoriedade da prestação do serviço de votação a distância por custodiantes”) é a única que relaciona com a possível expansão da votação a distância por parte de uma gama mais ampla de investidores.

Todavia, o exame dos possíveis impactos concretos dessa alternativa sugere que a baixa utilização da votação a distância por investidores locais não decorre de restrição de natureza regulatória e que sua adoção levaria a custos certos e relevantes em contrapartida a benefícios incertos e modestos, possivelmente nulos.

Assim, a adoção da alternativa C não se justifica, ao menos no atual estágio, em que ainda não foram exploradas outras iniciativas de menor custo voltadas a fomentar o interesse dos investidores pelas assembleias. Medidas não inseridas no escopo deste estudo – como a transmissão em tempo real de assembleias pela internet ou a disponibilização de gravações dessas reuniões – poderiam contribuir para a maior familiaridade dos investidores com a dinâmica e as pautas das assembleias, eventualmente culminando com maior interesse dos investidores em participar das votações.

Tendo em vista todo o exposto acima, propõe-se:



- a) o descarte da alternativa A;
- b) o descarte da alternativa C; e
- c) a adoção combinada das alternativas B e D, sendo a primeira acompanhada da dispensa das regras de votação a distância por parte de companhias que não tenham recebido votos por essa modalidade de votação no exercício social anterior.



## 7. ESTRATÉGIA PARA IMPLEMENTAÇÃO, FISCALIZAÇÃO E MONITORAMENTO

A implementação das alternativas acima propostas, caso adotadas, ocorrerá por alteração normativa, resultando em novas obrigações a serem seguidas por companhias, escrituradores e depositários centrais.

Dada a necessidade de desenvolvimento de sistemas e de adaptação dos usuários a esses sistemas e novas rotinas, sugere-se a concessão de prazo de adaptação, preferencialmente em relação aos meses de março e abril (“temporada de assembleias”).

Considerando que a CVM tem acesso direto ou indireto aos sistemas utilizados para transmissão de instruções de voto e disponibilização de informações a respeito das assembleias, a fiscalização e a supervisão da CVM sobre a regra se mostram facilitadas. Além disso, as informações são de acesso público e eventuais descumprimentos tendem a afetar direitos dos acionistas, que podem apresentar reclamações perante a CVM, por meio eletrônico e sem custo.

Esse mesmo acesso direto e indireto a informações facilita eventual monitoramento dos resultados da intervenção regulatória.

Após um período inicial de adaptação – que se estima ser de ao menos duas “temporadas de assembleias” ocorridas sob a incidência das novas regras –, os resultados da intervenção poderão ser observados e, para esse fim, variações nos seguintes indicadores, dentre outros, poderão ser pertinentes:

- a) razão entre o número de instruções de voto transmitidas e o número de assembleias realizadas;
- b) quóruns de presença em assembleias gerais extraordinárias;
- c) custos incorridos por investidores não residentes para participação em assembleias;
- d) quantidade de instruções de voto “perdidas”;
- e) custos incorridos pelas companhias para adoção de mecanismos de votação a distância; e
- f) quantidade de companhias que tenham disponibilizado boletim de votação a distância e não tenham recebido votos por esse mecanismo.



## 8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BALDACCHINO, Peter, CAMILLERI, Amy e GRIMA, Simon. BREZZINA, Frank. **The Participation of the Small Shareholder in the Annual General Meeting: A Reflection of Good Corporate Governance?** Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/305406288\\_The\\_Participation\\_of\\_the\\_Small\\_Shareholder\\_in\\_the\\_Annual\\_General\\_MeetingA\\_Reflection\\_of\\_Good\\_Corporate\\_Governance](https://www.researchgate.net/publication/305406288_The_Participation_of_the_Small_Shareholder_in_the_Annual_General_MeetingA_Reflection_of_Good_Corporate_Governance) . Acesso em: 30/05/2023.

GONZALEZ, Gustavo (2020). **Assembleias digitais: impressões sobre a temporada de AGOS de 2020.** CAPITAL ABERTO. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/artigos/assembleias-digitais-impressoes-iniciais-sobre-a-temporada-de-agos-de-2020/> . Acesso em: 30/05/2023.

ELST, Christoph. **Revisiting Shareholder Activism at AGMs: Voting Determinants of Large and Small Shareholders.** Disponível em: [https://www.ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/SSRN-id1886865.pdf](https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id1886865.pdf). Acesso em: 30/05/2023.

ELST, Christoph. **Shareholder activism in good and bad economic times.** Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/292448984\\_Shareholder\\_activism\\_in\\_good\\_and\\_bad\\_economic\\_times](https://www.researchgate.net/publication/292448984_Shareholder_activism_in_good_and_bad_economic_times). Acesso em: 30/05/2023.

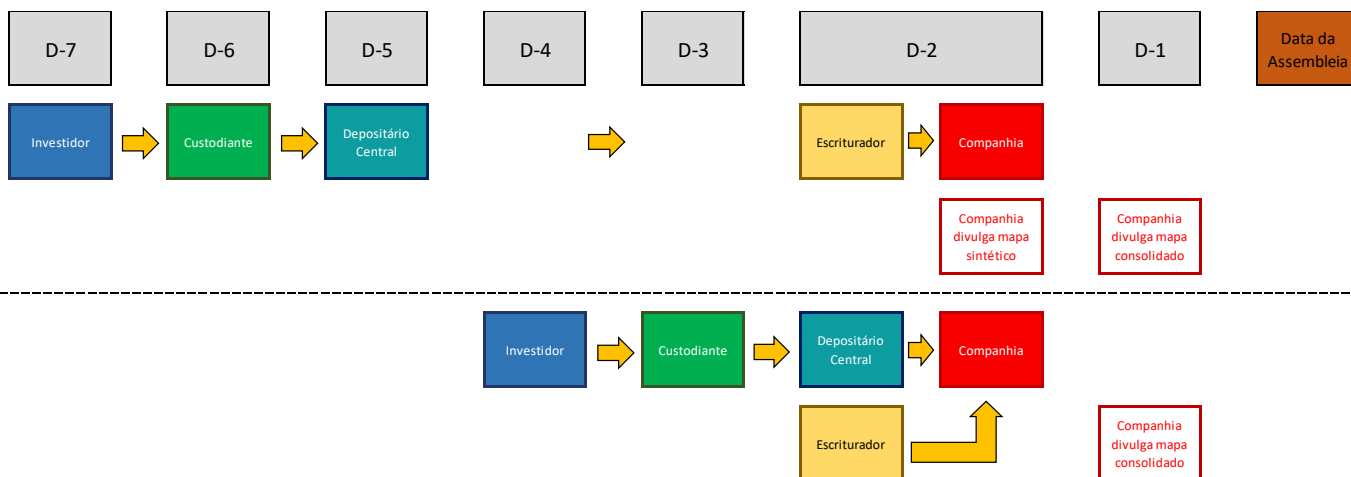
FESA Group e IBRI. **Pesquisa de Remuneração – Profissionais de Relações com Investidores, 2022.** Disponível em: [https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/2d20093a-44ca-4faa-aa44\\_20f9f165bdff/407ee893-d6f1-e351-823a-ecdeb7b3049a?origin=2](https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/2d20093a-44ca-4faa-aa44_20f9f165bdff/407ee893-d6f1-e351-823a-ecdeb7b3049a?origin=2). Acesso em: 30/05/2023.

OLSON, Mancur (1965). **The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups.** Harvard University Press, Cambridge, MA

OSTROM, Elinor. (2010). **Analyzing collective action.** Agricultural economics, 41, 155-166. Disponível em: [https://dlc.dlib.indiana.edu/dlc/bitstream/handle/10535/7992/Elinor\\_Analyzing%20Collective%20Action.pdf](https://dlc.dlib.indiana.edu/dlc/bitstream/handle/10535/7992/Elinor_Analyzing%20Collective%20Action.pdf) . Acesso em 30/05/2023.



# ANEXO I: FLUXO DE TRANSMISSÃO DO BOLETIM DE VOTO A DISTÂNCIA







## ANEXO II: EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL

O levantamento sobre o processo de voto a distância em outras jurisdições foi feito, principalmente, por meio de consulta da regulação aplicável e de questionário enviado aos reguladores dos seguintes países: Austrália, Espanha, Estados Unidos, México, Portugal e Reino Unido.

### AUSTRÁLIA

Na Austrália, a **Corporations Act 2001**<sup>13</sup> (lei societária australiana) prevê a possibilidade de voto por procuração para acionistas de companhias abertas. O acionista da empresa australiana com direito de participar e votar em assembleia pode nomear uma pessoa como procurador para representá-lo, desde que satisfaça as condições nos itens 250A, 250B e 250BA da lei societária australiana.

De acordo o item 249L da lei societária australiana, o anúncio da assembleia deve incluir informação sobre: (a) o direito do acionista de nomear um procurador; (b) a necessidade de o procurador ser, ou não, um acionista da sociedade; e (c) o direito do acionista titular de 2 ou mais votos de nomear 2 procuradores e de especificar a proporção ou o número de votos que cada procurador deve exercer.

Além disso, o regulamento de listagem da *Australian Securities Exchange*<sup>14</sup> (ASX), principal bolsa australiana, prevê que o anúncio de assembleia de companhia listada deve incluir um **proxy form** que deve dar ao acionista a opção de votar a favor, contra ou se abster de votar em relação a cada matéria submetida à decisão no conclave (itens 14.2 e 14.2.1 do ASX Listing Rule).

Caso esse **proxy form** indique que o presidente da assembleia será o procurador caso o acionista não aponte outra pessoa como seu procurador ou caso aquele documento indique, por padrão, o presidente da assembleia como procurador, o **proxy form** deve informar como o presidente da assembleia pretende exercer o voto relativo às procurações que não contenham orientação de voto (item 14.2.2 do ASX Listing Rule).

O item 250B da lei societária australiana prevê que as companhias listadas devem indicar no anúncio da assembleia o local e o número de fax (podendo ser também indicado um endereço eletrônico) em que as procurações dos acionistas podem ser recebidas.

A lei societária australiana estabelece que, nas companhias listadas, o anúncio da assembleia deve ser divulgado 28 dias antes da data da sua realização (item 249HA). Por sua vez, a procuração e demais documentos requeridos devem ser recebidos pela companhia até 48h antes da assembleia (item 250B).

Normalmente, o provedor de registro de ações contratado pela companhia listada recebe e processa os votos por procuração. Na Austrália, os maiores registradores de ações incluem *Computershare*, *Link Market Services* e *Boardroom*.

<sup>13</sup> <https://www.legislation.gov.au/Details/C2019C00216>

<sup>14</sup> <https://www2.asx.com.au/about/regulation/rules-guidance-notes-and-waivers/asx-listing-rules-guidance-notes-and-waivers>



Mudanças legislativas recentes passaram a permitir que a tecnologia virtual seja mais usada em assembleias de acionistas (por meio de assembleias híbridas ou virtuais), caso o estatuto da companhia permita. Como resultado, espera-se que as assembleias de acionistas de companhias australianas sejam menos dependentes do voto por procuração, dada a maior facilidade do acionista de participar a distância.

## ESPANHA

Na Espanha, o voto por procuração e a distância nas companhias listadas são regulados pela **Ley de Sociedades de Capital** (lei societária espanhola)<sup>15</sup>, respectivamente, em seus títulos V e XIV. Qualquer acionista pode ser representado na assembleia geral por procurador, que não precisa ser acionista da empresa. As procurações devem ser feitas por escrito ou por meios de comunicação remotos que atendam aos requisitos estabelecidos, e devem ser emitidas especificamente para cada assembleia geral.

Caso a companhia ofereça aos acionistas a possibilidade de votar por meio eletrônico acessível a todos, as assembleias gerais extraordinárias podem ser convocadas com antecedência mínima de 15 dias (o prazo normal de convocação de assembleias é de um mês, nos termos do art. 176 da lei societária espanhola). Para tanto, também é necessário que acionistas representando, no mínimo, 2/3 do capital subscrito com direito a voto tenham aprovado a redução do prazo de convocação na última assembleia geral ordinária (AGO) (art. 515).

A lei societária espanhola determina que o anúncio de convocação de assembleia geral deve indicar os procedimentos que os acionistas devem seguir para participar e votar na assembleia, indicando: (a) o sistema para a emissão de voto por procuração, os formulários que devem ser utilizados para a delegação de voto, e os meios eletrônicos aceitos para o envio das procurações; e (b) os procedimentos para o envio de voto a distância, seja por correio ou meios eletrônicos (art. 517)

O voto a distância em qualquer tipo de assembleia geral pode ser exercido diretamente pelo acionista por meio postal, eletrônico ou por qualquer outro meio de comunicação a distância, nos termos do estatuto da sociedade, desde que seja devidamente garantida a identidade da pessoa que participa ou vota, bem como a segurança das comunicações (art. 521)

Não há regulamentação específica sobre o formato e o conteúdo dos boletins de voto a distância. No entanto, o Regulamento 2018/1212<sup>16</sup> da União Europeia estabelece o conteúdo mínimo dos cartões de procuração: forma de participação, prazo do emitente para notificação da participação e sua divulgação.

A **Comisión Nacional del Mercado de Valores** (CNMV) não regula e nem fiscaliza o fluxo do voto a distância. O fluxo é estruturado e administrado pela Iberclear, central depositária de valores mobiliários espanhola. A companhia notifica a Iberclear quando da convocação de assembleia o quanto antes e pelo menos três dias antes da data de registro, com informações detalhadas em espanhol e inglês. Em

<sup>15</sup> <https://www.boe.es/eli/es/rdlg/2010/07/02/1/con>

<sup>16</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TEXT/?uri=CELEX%3A32018R1212>



seguida, a Iberclear notifica as corretoras, que, por sua vez, notificam seus clientes, que depois podem optar por enviar os votos a distância ou presencialmente.

Não houve alteração recente da regulação sobre o voto a distância e não há previsão no momento para que isso ocorra.

## ESTADOS UNIDOS

Nos Estados Unidos, os pedidos públicos de procuração de companhias emissoras de valores mobiliários registrados de acordo com a Seção 12 da **Securities Exchange Act** de 1934 devem ser realizados de acordo com a **Rule 14A**<sup>17</sup>, regulamentação editada pela **Securities and Exchange Commission** (SEC) sobre o assunto.

A **Rule 14A** determina que nenhum pedido público de procuração sujeito a suas regras pode ser feito a menos que cada acionista tenha recebido, dentre outros, os seguintes documentos: (a) o **proxy statement**, que contém informações sobre as propostas a serem votadas na assembleia e cujo conteúdo deve observar o disposto no **Schedule 14A**<sup>18</sup>, conforme as matérias constantes da ordem do dia; e (b) o proxy card, que é utilizado para a instrução da decisão de voto.

A disponibilização desse material deve ser comunicada aos acionistas por meio de aviso divulgado 40 dias antes da data da assembleia. O aviso, que normalmente é também enviado pelo correio, deve indicar o local na internet em que todos os materiais referentes à assembleia encontram-se disponíveis ao público, de forma gratuita, até a conclusão da assembleia. O local na internet indicado no aviso pode não ser o endereço do sistema de arquivamento eletrônico da SEC (Edgar).

A SEC não regula o fluxo e os prazos do voto a distância. As companhias norte-americanas costumam contratar um **proxy solicitor** que se encarrega de receber e somar os votos a distância, dentre elas a *Alliance Advisors*, *Broadridge* e *Innisfree*, entre outras.

Em 2022, a SEC alterou a norma referente aos pedidos públicos de procuração para exigir o uso de um **universal proxy card**<sup>19</sup> quando a administração ou acionistas solicitam procuração para voto em seus próprios candidatos em eleições de conselheiros. Um **universal proxy card** deve listar os nomes de todos os candidatos a conselheiro em uma assembleia, independentemente de os candidatos terem sido indicados pela administração ou pelos acionistas. Essa alteração irá permitir que os acionistas votem a distância com as mesmas informações e da mesma forma que se estivessem presencialmente na assembleia.

<sup>17</sup> <https://lawblogs.uc.edu/sld/the-deskbook-table-of-contents/the-securities-acts-statutory-law/the-securities-exchange-act-of-1934-15-usc-%C2%A7-78a-et-seq/general-rules-and-regulations-promulgated-under-the-securities-exchange-act-of-1934-17-cfr-part-240/regulation-14a-solicitations-of-proxies-rules-14a-1-to-14b-2/>

<sup>18</sup> <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.14a-101>

<sup>19</sup> <https://www.sec.gov/files/34-93596-fact-sheet.pdf>



## MÉXICO

A regulação do mercado de capitais no México é feita pela **Comisión Nacional Bancaria y de Valores** (CNBV). De acordo com a CNBV, o voto a distância de acionistas em assembleias não está previsto na regulação vigente. O principal normativo que rege o funcionamento dos mercados de capitais é a **Ley del Mercado de Valores**.<sup>20</sup>

A **Ley General de Sociedades Mercantiles**<sup>21</sup> regula as empresas no México e a “Seccion Sexta” dessa lei apresenta vários temas relacionadas às assembleias de acionistas. Nos termos do art. 179 dessa lei, as assembleias gerais devem ser realizadas presencialmente na cidade de domicílio da empresa.

Segundo o art. 192 da **Ley General de Sociedades Mercantiles**, os acionistas podem ser representados em assembleias por procuradores, pertencentes ou não à companhia. A representação deve ser feita na forma definida nos estatutos e, na falta de estipulação, por escrito.

## PORTUGAL

Em Portugal, o Código das Sociedades Comerciais<sup>22</sup> estabelece que o estatuto das sociedades não pode proibir ou limitar a participação de acionista em assembleia geral através de representante, sendo necessário apenas um documento escrito assinado pelo acionista e enviado ao presidente da mesa da assembleia geral (art. 380).

O Código dos Valores Mobiliários<sup>23</sup> prevê, por sua vez, que as companhias com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado devem disponibilizar, na sede da sociedade e em seu site na internet, dentre outros, os formulários de documento de representação e de voto por correspondência, caso este não seja proibido pelo estatuto (art. 21-J). Cabe à sociedade verificar autenticidade do voto por correspondência e assegurar, até ao momento da votação, a sua confidencialidade (art. 22).

Caso haja sistema eletrônico para votação, a companhia com ações admitidas à negociação deve enviar confirmação eletrônica da recepção do voto à pessoa que os remeteu. A companhia deve informar ao investidor por meio de quem o acionista é titular das respetivas ações (mediante solicitação e de forma gratuita) se os votos foram validamente registrados e contabilizados, até 30 dias após a assembleia geral, salvo se essa informação já estiver à sua disposição. Caso um intermediário financeiro receba a confirmação, deve transmiti-la ao investidor diretamente ou, não sendo isso possível, pela cadeia de intermediação (art. 22-A).

<sup>20</sup> <https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Ley%20del%20Mercado%20de%20Valores.pdf>

<sup>21</sup> <https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/ref/lqsm.htm>

<sup>22</sup> [https://www.pgdlisboa.pt/leis/lei\\_mostra\\_articulado.php?nid=524&tabela=leis](https://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=524&tabela=leis)

<sup>23</sup> <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/1999-34575175>



Nas sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, os estatutos não podem impedir a representação dos acionistas que entreguem ao presidente da mesa da assembleia geral o documento de representação até cinco dias ou dez dias antes da data da assembleia, conforme a convocação da assembleia se trate de carta registrada ou de publicação, podendo, para o efeito, utilizar o correio eletrônico (art. 23).

Até o momento, não existe previsão de criação de um boletim de voto a distância.

## REINO UNIDO

No Reino Unido, No Reino Unido, a participação de acionistas em assembleias é regulada na **Companies Act 2006**<sup>24</sup> (Parte 13). O item 307A dessa lei, estipula que o prazo normal de convocação das assembleias gerais de companhias de capital aberto é de no mínimo 21 dias, caso o estatuto não exija prazo maior.

Entretanto, o prazo de antecedência para convocação de assembleia pode ser reduzido para 14 dias, caso: (a) a assembleia não seja uma AGO; (b) a companhia aberta ofereça meios eletrônicos de votação a todos os acionistas com direito a voto na assembleia, tal como a possibilidade de indicação de procurador por meio de site na internet; e (c) a convocação de assembleia em prazo reduzido tenha sido deliberada na última AGO (item 307A).

A **Companies Act 2006** determina que, nas companhias de capital aberto, os meios eletrônicos disponibilizados aos acionistas para a participação em assembleia geral somente podem ser sujeitos a requerimentos e restrições necessárias para garantir a identificação dos participantes e a segurança das comunicações (item 360A).

As companhias de capital aberto que disponibilizam meios eletrônicos para votação devem ainda enviar, tão logo quanto possível, uma confirmação do recebimento do voto, conforme o caso, ao acionista, ao procurador ou ao representante legal.

A maioria companhias britânicas usam serviço de **proxy voting** que oferece informações automatizadas de assembleias e executa os votos dos acionistas diretamente na empresa ou na CREST, sistema da central depositária britânica.

A *Financial Conduct Authority* (FCA) não tem feito alterações regulatórias sobre o voto a distância já que o tema não compete ao regulador. Em 2019, foi editada a **The Proxy Advisors (Shareholders' Rights) Regulations 2019**<sup>25</sup>, que impôs, dentre outros, regras de transparência aos prestadores de serviço de orientação de voto quanto à elaboração e divulgação de código de conduta e identificação de quaisquer conflitos de interesse existentes.

<sup>24</sup> <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>

<sup>25</sup> <https://www.legislation.gov.uk/uksi/2019/926/contents>



## CONSIDERAÇÕES

Conforme tabela a seguir, a maioria dos países pesquisados desenvolveram mecanismos para facilitar a votação a distância em assembleias gerais, notadamente com a obrigação das companhias de ofertar de meios eletrônicos para que os acionistas encaminhem seu voto direto, como ocorre no Brasil, ou para que forneçam procurações com instruções de voto.

Muito embora se tenha observado nas jurisdições pesquisadas a preocupação em reduzir o custo de observância, já que, em geral, os mecanismos de facilitação são obrigatórios somente para companhias listadas, foi possível verificar que, diferentemente do Brasil, os mecanismos desenvolvidos são aplicados em todas as assembleias gerais.

A maioria dos reguladores não possui normativo específico sobre o conteúdo do boletim de voto a distância, deixando o formato dos documentos utilizados para a instrução de voto para decisão das companhias ou dos prestadores de serviço. Somente, Austrália, Estados Unidos e Brasil regulamentam, de forma mais ou menos detalhada, o conteúdo do documento utilizado para o voto a distância.

Também foi possível observar que, tal como no Brasil, há a participação de prestadores de serviço no recebimento e fluxo do voto a distância, com destaque para as centrais depositárias e registradores de ações.

**Tabela 6: Modelo de voto a distância em diferentes países**

País	Regulação	Há documento para voto a distância?	Há norma sobre o conteúdo do documento?	Voto a distância é obrigatório em todas as assembleias?
Austrália	• <i>Corporations Act</i> de 2001	Sim	Sim	Sim
Brasil	• Resolução 81	Sim	Sim	Não
Espanha	• <i>Ley de Sociedades de Capital</i> • Regulação 2018/1212 da União Europeia	Sim	Não	Sim
Estados Unidos	• <i>Exchange Act</i> de 1934 • Leis estaduais	Sim	Sim	Sim <sup>26</sup>
México	• <i>Ley del Mercado de Valores</i> • <i>Ley General de Sociedades Mercantiles</i>	Não	Não	Não
Portugal	• Código das Sociedades Comerciais • Código dos Valores Mobiliários	Sim	Não	Sim <sup>27</sup>
Reino Unido	• <i>Companies Act</i> de 2006	Sim	Não	Sim

<sup>26</sup> Quando há pedido público de procuração.

<sup>27</sup> Caso o estatuto da companhia não proíba o voto por correspondência.

