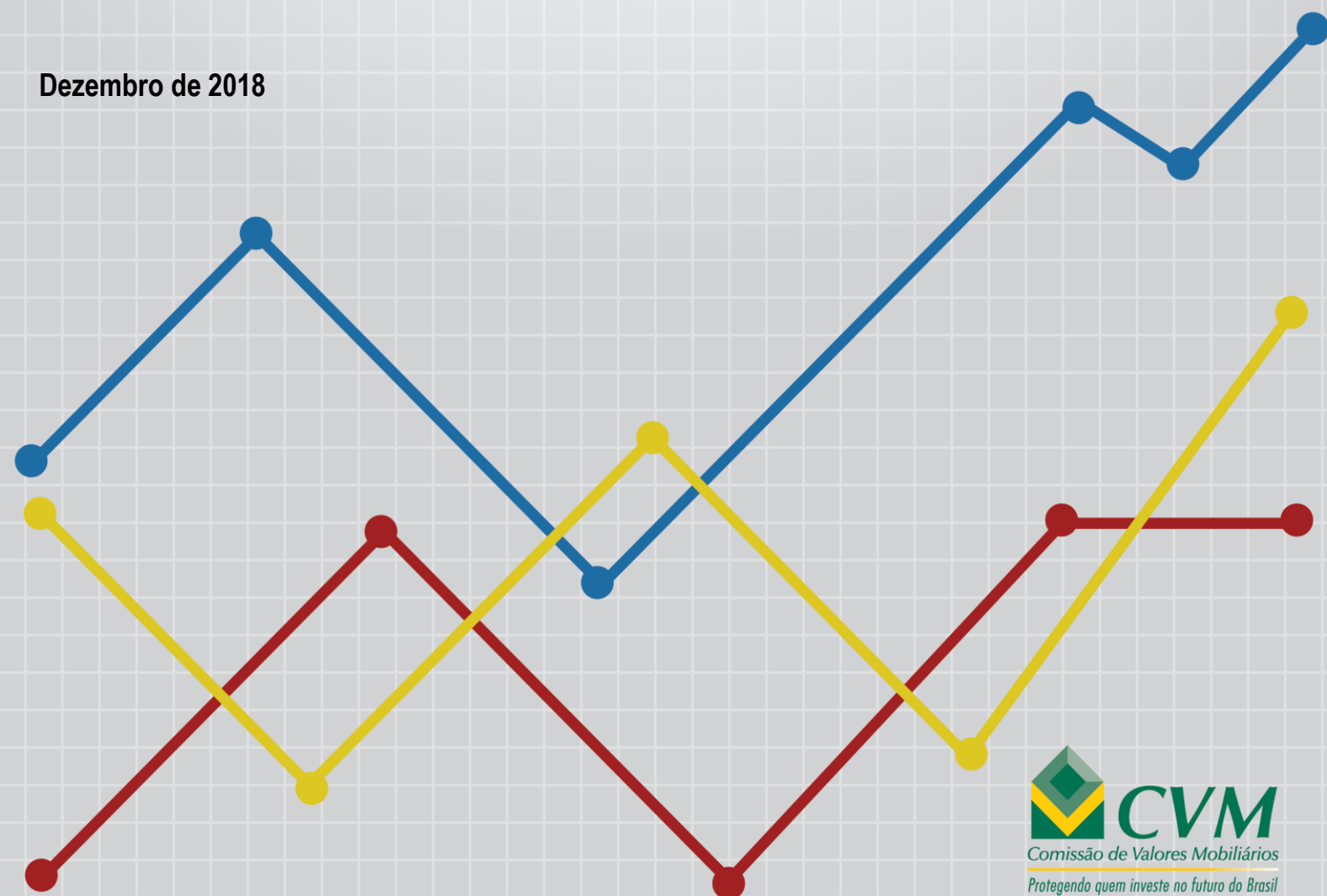


Critérios para a participação de acionistas em assembleias de companhias de capital aberto

Assessoria de Análise Econômica e
Gestão de Riscos (ASA)

Trabalhos para Discussão

Dezembro de 2018



Elaboração: Equipe ASA

Contato: asa@cvm.gov.br

O presente estudo beneficiou-se de importantes comentários e contribuições feitas pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM), a quem agradecemos especialmente pelo auxílio nas diversas fases do trabalho. As opiniões e conclusões apresentadas no trabalho são de seus autores e não necessariamente expressam as da Comissão de Valores Mobiliários ou de outras áreas da Autarquia.

Índice

1	Introdução	4
1.1	Revisitando o estudo anterior: as mudanças metodológicas	5
1.2	Estrutura dos capítulos.....	6
2	O estado atual da norma brasileira	8
3	A norma em outras jurisdições.....	13
4	Análise de impacto	17
4.1	O ativismo minoritário em assembleias e o impacto da obrigatoriedade do boletim de voto a distância.....	18
4.2	Dispersão acionária, distribuição do poder de voto e a correlação entre variáveis selecionadas.....	23
4.3	Concentração acionária e tamanho da companhia.....	32
4.4	Definição das faixas de capital social.....	33
4.5	Definição dos critérios de distinção das regras por faixa de capital social	38
5	Conclusões Finais.....	47
6	Referências Bibliográficas.....	51

1 Introdução

- 1 Em abril de 2013 a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) recebeu da Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC) sugestões para aprimoramento das regras de porcentagens mínimas aplicáveis às companhias abertas, alegando que as mudanças sugeridas favoreceriam a participação de acionistas minoritários.
- 2 A lei 6404/76, conhecida como Lei das Sociedades por Ações, estabeleceu critérios aplicáveis às companhias abertas no que se refere à participação de acionistas em temas relevantes, de acordo com o percentual de participação no capital social da empresa. Em seu artigo 291, contudo, foi facultada à CVM a decisão de reduzir, mediante fixação de escala em função do valor do capital social, as porcentagens mínimas aplicáveis às companhias abertas:

Art. 291. A Comissão de Valores Mobiliários poderá reduzir, mediante fixação de escala em função do valor do capital social, a porcentagem mínima aplicável às companhias abertas, estabelecida no art. 105; na alínea c do parágrafo único do art. 123; no caput do art. 141; no § 1o do art. 157; no § 4o do art. 159; no § 2o do art. 161; no § 6o do art. 163; na alínea a do § 1o do art. 246; e no art. 277. [\(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)

Parágrafo único. A Comissão de Valores Mobiliários poderá reduzir a porcentagem de que trata o artigo 249 (CVM, 2003)

- 3 Os valores passíveis de redução mediante fixação de escala, cujos valores serão apresentados na segunda seção deste trabalho, foram aqueles determinados:
 - a) No art. 105, referente ao critério para apresentação de requerimento de exibição por inteiro dos livros da companhia;
 - b) na alínea c do parágrafo único do art. 123, referente à convocação de assembleia geral;
 - c) no caput do art. 141, sobre a adoção do processo de voto múltiplo (valores alterados pelas ICVM 165/91 e ICVM 282/98);
 - d) no § 1º do art. 157, sobre a solicitação de informações ao administrador de companhia;
 - e) no § 4º do art. 159, referente à promoção de ação de responsabilidade civil contra o administrador da companhia;
 - f) no § 2º do art. 161, sobre o pedido de instalação de conselho fiscal (valores alterados pela ICVM 324/00);
 - g) no § 6º do art. 163, referente à solicitação ao conselho fiscal, por parte dos acionistas, de informações sobre matérias de sua competência;
 - h) na alínea a do § 1º do art. 246, que determina a quais acionistas cabe a ação para haver reparação, quando a sociedade controladora é obrigada a reparar eventuais danos que causar à companhia;
 - i) no art. 277, sobre a solicitação de funcionamento do Conselho Fiscal, quando este não for permanente.

- 4 Dos percentuais passíveis de serem alterados segundo escalonamento, a AMEC sugeriu, em 2013, alterações nos itens referentes à convocação de assembleia, apresentação de requerimento de livro, voto múltiplo e ação contra administradores das companhias. Além disso, sugeriu a revisão dos mínimos necessários para requerer informações ao conselho fiscal, mas não apresentou proposta.
- 5 Entre a promulgação da Lei das Sociedades por Ações e a apresentação das propostas de alteração pela AMEC, somente dois itens¹ haviam sido escalonados pela CVM, quais sejam, os referentes à adoção de voto múltiplo e à instalação de conselho fiscal.
- 6 Em ocasião do pleito apresentado pela AMEC em 2013, a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM solicitou à Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA) um estudo da problemática apresentada, de modo a balizar possíveis alterações nas regras vigentes.
- 7 Naquela ocasião, em virtude dos trabalhos que resultaram na produção da ICVM 561/2015, optou-se por restringir o escopo do estudo às matérias cujo conteúdo estava, então, em revisão.
- 8 Além disso, fora adotada uma metodologia capaz de responder de forma célere à demanda, valendo-se de informações previamente existentes e disponíveis aos pesquisadores.

1.1 Revisitando o estudo anterior: as mudanças metodológicas

- 9 O trabalho que precede este estudo valeu-se, àquela ocasião, da abundante quantidade de informações disponíveis acerca das carteiras de ações detidas por fundos de investimentos, que foram agrupados sempre que possuíam um mesmo gestor, partindo do princípio de que são os gestores que participam das assembleias representando os cotistas de seus fundos.
- 10 Além de justificar-se do ponto de vista operacional, tendo em vista que o monitoramento das carteiras dos fundos já faz parte da rotina da autarquia, a decisão de se utilizar os fundos de investimento – ou, mais especificamente, seus gestores – como representantes dos acionistas minoritários encontra suporte na bibliografia², que sugere que o ativismo acionário concentra-se fortemente nessa categoria de acionistas e, mais especificamente, aponta para uma correlação entre a presença de acionistas institucionais e o fenômeno do ativismo minoritário em companhias abertas.

¹ Além desses temas, embora fuja ao escopo do artigo 291 da mesma lei (que fixa os percentuais mínimos e dota a CVM do poder de alterá-los) e tenha sido produzido posteriormente aos fatos aqui relatados, é pertinente apontar que a CVM fixou, através da instrução 561 de 2015, tabelas de critérios para inclusão de candidatos e propostas no boletim de voto a distância em função de uma escala de participação dos acionistas no capital social da companhia, seguindo a lógica prevista no artigo 291 da lei 6404/76.

² Ver Smith (1996) e Van der Elst (2011), além do estudo da SEC (2010). Para uma discussão no âmbito do mercado brasileiro, ver Crisóstomo e González (2006) e Vargas (2013).

- 11 Como a lei condiciona a flexibilização dos critérios mínimos supracitados à definição de faixas de tamanhos de companhias por escalonamento segundo o capital social, a pesquisa anterior consistiu, resumidamente, em:
 - a) Verificar a conformidade da norma brasileira com a prática internacional;
 - b) Segmentar as companhias abertas segundo faixas de capital social, valendo-se de técnicas multivariadas de análise de cluster;
 - c) Definição de parâmetros escalonados para cada faixa produzida no procedimento anterior, buscando-se minimizar o impacto da mudança normativa para cada faixa.
- 12 Foi mantida, para este trabalho, a mesma premissa com relação à participação de gestores representando seus fundos em assembleias, mas decidimos testar a hipótese de que a participação dos fundos é uma boa proxy para o comportamento de investidores ativistas.
- 13 Para isso, levantamos informações referentes à participação dos acionistas em assembleias de 87 companhias abertas³ entre 2016 e 2018, os quais foram comparados com a estrutura acionária dessas companhias⁴. Estabelecemos critérios para identificar indícios de ativismo naquelas assembleias, com o objetivo de traçar o perfil do ativista e da companhia-alvo. O período foi escolhido de modo a possibilitar captarmos mudanças no padrão de comportamento dos acionistas com a implementação, nesse meio tempo, da obrigatoriedade do uso de boletim de voto a distância.
- 14 Ao todo foram feitos três levantamentos de informações junto a bancos escrituradores e a companhias abertas, cujas metodologias serão detalhadas mais aprofundadamente mais adiante, produzindo dois bancos de dados quantitativos e um relatório de natureza qualitativa.
- 15 Revisitamos a comparação entre as normas nacionais e suas análogas em outras jurisdições, exercício que produziu resultados semelhantes ao do primeiro estudo. Observamos, novamente, que a utilização de critérios mínimos para participação minoritária baseados em percentuais frente ao capital social ou ao capital votante das companhias são amplamente utilizados nas mais diversas jurisdições. Julgamos pertinente apontar, entretanto, que a segmentação da regra, estabelecendo critérios distintos, tal como prevê a nossa legislação, escalonados conforme o tamanho do capital social da companhia não é expediente comum, tratando-se mais propriamente de uma exceção.

1.2 Estrutura dos capítulos

- 16 Este estudo foi dividido em três seções, além desta introdução e a conclusão.
- 17 A segunda seção descreve o marco legal instituído a partir da lei das companhias abertas (lei 6404/76), apontando as modificações sofridas desde então pelas matérias sobre as quais a Comissão de Valores Mobiliários possui a prerrogativa de reformar, assim como os pontos que foram

³ Mais detalhes sobre os critérios de seleção da amostra e sobre as informações coletadas serão expostos na seção correspondente.

⁴ Esse levantamento considerou informações acerca de 250 companhias abertas escrituradas pelo Bradesco, Itaú e Banco do Brasil. Também será avaliado mais profundamente em seção dedicada a isso.

acrescentados posteriormente com a ICVM 561, com fundamento no parágrafo único dos artigos 121 e 127 da Lei nº 6.404, de 1976.

- 18 A terceira seção se dedica, por sua vez, a comparar como as diferentes jurisdições tratam matérias selecionadas referentes à participação de minoritários em assembleias de companhias abertas, buscando identificar os pontos em que a norma brasileira parece ser *sui generis* mas, sobretudo, extrair possíveis mecanismos não explorados em nossa norma.
- 19 A quarta seção se divide em cinco subseções, cada uma dedicada a uma fase de nossa análise. Na subseção 4.1 abordamos o fenômeno do ativismo acionário nas assembleias que compuseram nossa amostra e analisamos o fenômeno à luz do impacto das mudanças introduzidas com a obrigatoriedade do boletim de voto a distância.
- 20 Nas subseções 4.2 e 4.3, exploramos a correlação existente entre algumas de nossas variáveis-chave para apontarmos os limites metodológicos do marco normativo atual, ou seja, buscamos avaliar em quais casos e em que medida o escalonamento das regras por tamanho do capital social das companhias é desejável.
- 21 Na subseção 4.4 nos dedicamos a definir as faixas de tamanho de capital social que melhor descrevem os diferentes segmentos de companhias do mercado atual, segundo tamanho e dispersão acionária, sem entrar ainda no mérito do impacto para regras específicas.
- 22 Na subseção 4.5, que encerra a seção, expusemos nossos critérios para avaliação do impacto de eventuais alterações em cada regra em particular, onde terminamos por fazer proposições objetivas a serem avaliadas por esta autarquia.

2 O estado atual da norma brasileira

- 23 A norma em vigor hoje é, em larga medida, aquela definida pela lei 6404/76, à exceção de apenas dois itens revistos e dois itens acrescidos.
- 24 As instruções CVM 165 e 282 foram as primeiras e modificaram a regra para proposição de voto múltiplo. No QUADRO 1 estão expostos, lado a lado, os critérios original (à esquerda) e o critério atual (já escalonado, à direita e colorido).
- 25 A ICVM 324, por sua vez, escalonou pela primeira vez os critérios para se requisitar a instalação de conselho fiscal, quando este não fosse permanente.
- 26 O restante do quadro descreve a matéria de cada item, aponta para sua origem e, como esses critérios nunca foram alterados, cada item possuirá um único valor de referência.
- 27 Os dois últimos itens do quadro, referentes à inclusão de candidatos e propostas em boletim de voto a distância, foram os únicos que não haviam sido previamente fixados na redação original da lei 6404/76, tendo sido introduzidos pela ICVM 561, já prevendo critérios escalonados conforme o sugerido para os demais itens pela lei de companhias abertas.
- 28 É interessante notar, no tocante aos quatro itens já escalonados, a enorme discrepância entre as faixas de capital social que orientam os critérios definidos pela ICVM 282 (de 1998) e ICVM 324 (de 2000) daqueles definidos pela ICVM 561 em 2015. Enquanto os mais antigos fixam a escala na ordem dos milhões de reais, a última instrução fixa todos os valores, da primeira à última faixa, na ordem dos bilhões de reais, já levando em consideração dados mais atualizados sobre valores dos capitais sociais das companhias de capital aberto.

Quadro 1: Critérios mínimos atuais para participação de minoritários em Assembleias de companhias abertas

Origem	Matéria	Texto	% mínima	referência	Capital social
Art. 105 da lei 6404/76	Exibição por inteiro dos livros da companhia	A exibição por inteiro dos livros da companhia pode ser ordenada judicialmente sempre que, a requerimento de acionistas que representem, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social, sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia.	5%	capital social	Sem distinção de regra por tamanho da companhia
Art. 123, parágrafo único, alínea c, da lei 6404/76	Convocação da Assembleia Geral	Parágrafo único. A assembleia-geral pode também ser convocada: c) por acionistas que representem cinco por cento, no mínimo, do capital social, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação que apresentarem, devidamente fundamentado, com indicação das matérias a serem tratadas; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)	5%	capital social	
Art. 157, § 1º, da lei 6404/76	Requisição de informações ao administrador	O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembleia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social: a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior; b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.	5%	capital social	
Art. 159, § 4º, da lei 6404/76	Ação de responsabilidade civil contra o administrador	Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. § 4º Se a assembleia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.	5%	capital social	

Origem	Matéria	Texto	% mínima	referência	Capital social
Art. 163, § 6º, da lei 6404/76	Requisição de informações ao Conselho Fiscal	O conselho fiscal deverá fornecer ao acionista, ou grupo de acionistas que representem, no mínimo 5% (cinco por cento) do capital social, sempre que solicitadas, informações sobre matérias de sua competência.	5%	capital social	Sem distinção de regra por tamanho da companhia
Art. 246, § 1º, alínea a, da lei 6404/76	Ação contra sociedade controladora	A sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos artigos 116 e 117. § 1º A ação para haver reparação cabe: a) a acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social;	5%	capital social	
Art. 277 da lei 6404/76	Instalação de Conselho Fiscal de companhia filiada a grupo	O funcionamento do Conselho Fiscal da companhia filiada a grupo, quando não for permanente, poderá ser pedido por acionistas não controladores que representem, no mínimo, 5% (cinco por cento) das ações ordinárias, ou das ações preferenciais sem direito de voto. § 1º Na constituição do Conselho Fiscal da filiada serão observadas as seguintes normas: a) os acionistas não controladores votarão em separado, cabendo às ações com direito a voto o direito de eleger 1 (um) membro e respectivo suplente e às ações sem direito a voto, ou com voto restrito, o de eleger outro;	5%	Ordinárias	
Art. 159, § 4º, da lei 6404/76	Ação de responsabilidade civil contra o administrador	Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. § 4º Se a assembleia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.	5%	Preferenciais sem direito a voto	

Origem	Matéria	Texto	% mínimo	referência	Capital social	Alterações	% mínima	Referência (% mínima)	Capital social da companhia (R\$)
Art. 141 da lei 6404/76	Requisição de voto múltiplo	Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários.	10%	capital votante	Sem distinção de regra por tamanho da companhia	ICVM 165 (primeira alteração) e ICVM 282 (valores atuais)	10%	Capital votante	0 a 10 milhões
							9%		até 25 milhões
							8%		até 50 milhões
							7%		até 75 milhões
							6%		até 100 milhões
							5%		acima de 100 milhões
Art. 161, § 2º, da lei 6404/76	Instalação de conselho fiscal	O conselho fiscal, quando o funcionamento não for permanente, será instalado pela assembléia-geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) das ações com direito a voto, ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto, e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembléia-geral ordinária após a sua instalação.	10%	capital votante	ICVM 324	8%	Ações com e sem direito a voto	até 50 milhões	
						6%		até 100 milhões	
			5%	ações sem direito a voto		4%		até 150 milhões	
						2%		acima de 150 milhões	

Origem	Matéria	% mínima	referência	Capital social
ICVM 561	Inclusão de candidatos no boletim de voto a distância	2,50%	% de determinada espécie de ações	0,5 bilhões
		1,50%		0,5 a 2 bilhões
		1%		2 a 10 bilhões
		0,50%		acima de 10 bilhões
	Inclusão de propostas no boletim de voto a distância	5%	% do capital social	0,5 bilhões
		3%		0,5 a 2 bilhões
		2%		2 a 10 bilhões
		1%		acima de 10 bilhões

3 A norma em outras jurisdições

- 29 O objetivo desta seção é investigar se os critérios adotados pela norma brasileira estão em conformidade com as práticas adotadas internacionalmente e apontar em quais casos observa-se a adoção de regras mais restritivas ou mais permissivas à atuação de minoritários e quais os critérios mais frequentemente adotados para permitir ou vedar determinados tipos de participação minoritária em assembleias.
- 30 Escolhemos apenas dois itens de comparação – os (1) critérios mínimos para convocação de assembleia e (2) os critérios mínimos para proposição de itens à agenda da assembleia – por serem os dois sobre os quais conseguimos mais informações referentes a um número mais abrangente de jurisdições.
- 31 Observa-se que a adoção de critérios baseados em uma participação percentual mínima frente ao capital social das companhias é amplamente utilizada por outras jurisdições.
- 32 Não encontramos, contudo, estudos que tenham fornecido quaisquer justificativas técnicas para a adoção daqueles valores em particular.
- 33 Dois tipos de critérios adicionais, não encontrados na norma brasileira, também foram observados:
- a) O condicionamento da participação do acionista a um período mínimo em posse das ações;
 - b) Critérios mistos que vinculem a participação à posse de uma quantidade mínima fixa de ações, em unidades.
- 34 Entre os critérios apresentados acima, o primeiro parece responder a um problema relatado com frequência pelos entrevistados ao longo desta pesquisa. Percebemos que é uma preocupação comum a um grande número de participantes do mercado, quando perguntados sobre os riscos ocasionados por uma eventual flexibilização dos critérios mínimos para participação de minoritários, que a facilitação demasiada pudesse estimular comportamentos oportunistas, sobretudo por parte de investidores de curtíssimo prazo. O condicionamento da participação à posse das ações por três meses, como na Áustria, ou por seis meses, como no Japão e na Coreia do Sul, parece uma resposta a esse tipo de preocupação.
- 35 A adoção de critérios distintos para companhias com tamanhos de capital social variados não é, entretanto, nada comum. Critério semelhante para a proposição de itens à agenda de assembleias de companhias abertas foram encontrados apenas na República Tcheca, não tendo sido encontrados nenhum outro análogo em outras jurisdições.
- 36 Embora a normatização prevista pela lei de companhias abertas condicione a revisão dos valores à adoção de critérios escalonados segundo o tamanho do capital social, podemos elencar ao menos três razões para suspeitar da adequação desse tipo de regra às necessidades do mercado brasileiro. Rediscutiremos esse ponto mais adiante, mas já adiantamos os seguintes pontos:

- a) A fixação de faixas de capital social tende a fixar valores com validade, criando regras sempre defasadas com relação à estrutura do mercado. A adoção de critérios para, por exemplo, “companhias com capital social de até 100 milhões de reais” pode parecer adequado no momento de sua fixação, mas valores monetários rapidamente se tornam obsoletos, obrigando a autarquia a rever periodicamente a regra. Para se ter uma ideia do efeito da defasagem para a norma hoje, cerca de 77% das companhias abertas se enquadram no critério mais restritivo aplicável à requisição de voto múltiplo (capital social maior que 100 milhões) e cerca de 70% das companhias abertas se enquadram na faixa mais restrita para a solicitação de instalação de conselho fiscal (capital social maior que 150 milhões)⁵.
 - b) A revisão periódica sem a definição de uma metodologia consistente e replicável acarreta custos adicionais, tanto à autarquia quanto aos regulados, que se tornam sujeitos a demandas discricionárias do pesquisador. Esse custo poderia ser mitigado com a adoção de um calendário previsível para responder a demandas de rotina, a depender da metodologia proposta.
 - c) Ainda assim, não é pouco relevante a atipicidade deste tipo de norma, conforme as informações expostas no QUADRO 2 mais adiante.
 - d) Finalmente, também foi observada a preocupação frequente dos entrevistados com a possibilidade de que os critérios distintos por tamanho de capital social pudessem causar distorções indesejáveis na escolha de empresas alvo de ativismo, conforme será discutido ao longo do trabalho.
- 37 Tendo em vista o exposto no item b acima, um dos objetivos deste trabalho é, caso seja entendido como admissível o expediente de criação de critérios escalonados, propor uma metodologia que possa balizar futuras mudanças nas escalas, assim como indicar uma frequência mínima para as revisões.
- 38 No quadro abaixo, a norma brasileira está destacada em amarelo. As demais linhas foram coloridas para facilitar a identificação imediata de normas:
- a) Semelhantes aos critérios adotados no Brasil (em verde);
 - b) Com critérios mais flexíveis que os adotados em nossa jurisdição (em azul);
 - c) Com critérios mais restritivos (em vermelho).

⁵ Informações extraídas do economática. Valores em moeda corrente para setembro de 2018.

Quadro 2:

Jurisdicção	Crítérios para acionistas convocarem assembleia	Propor itens à agenda da assembleia
Argentina	5%	5%
Austrália	5%	5% ou 100 ações
Áustria	5% e 3 meses de posse das ações	5% e três meses de posse das ações
Bélgica	20%	3%
Brasil	5% do capital social	1% / 2% / 3% / 5%
Canadá	5%	1%, 5% para nomeação de diretores
Chile	10%	10%
China	10%	3%
Colômbia	25%	50% + 1 ação (5%)
República Tcheca	1% / 3% / 5%	1% / 3% / 5%
Dinamarca	5%	
Estônia	10%	10%
Finlândia	10%	
França	5%	5%
Alemanha	5%	5% ou EUR 500000
Grécia	5%	5%
Hong Kong, China	5%	2,5% ou 50 ações
Hungria	5%	1%
Islândia	5%	
Índia	10%	10%
Indonésia	10%	5%
Irlanda	5%	3%
Israel	5%	1%
Itália	5%	2,50%
Japão	3% e 6 meses de posse das ações	1% ou 300 direitos a voto com 6 meses de posse
Coréia do Sul	1,5% e 6 meses de posse das ações	0,5% e 6 meses de posse
Látvia	5%	5%
Luxemburgo	10%	5%
México	10%	10%
Países Baixos	10%	3%
Nova Zelândia	5%	
Noruega	5%	
Polônia	5%	5%
Portugal	2%	2%
Rússia	10%	2%
Arábia Saudita	5%	5%
Singapura	10%	5%
Eslováquia	5%	
Eslovênia	5%	5%
África do Sul	2%	2 ações
Espanha	3%	3%
Suécia	10%	

Suíça	10%	CHF 1M
Turquia	5%	5%
Reino Unido	5%	5% ou 100 ações somando juntas mais que 10 mil libras
Estados Unidos	10% (Model Business Corporate Law) / Certificate of certain criteria incorporation or bylaws (Delaware)	1% ou \$ 2000 em valor de mercado em posse por pelo menos 1 ano

- 39 Uma última informação relevante a ser apontada de nosso comparativo internacional diz respeito à legislação mexicana⁶, que possui um dispositivo que dá aos acionistas detentores de pelo menos 10% do capital social da companhia o direito de adiar a assembleia, por três a cinco dias, caso julgue que não foi devidamente informado sobre alguma matéria. Naquela jurisdição, esse mesmo critério dá ao acionista o direito de convocar assembleias e inserir itens na pauta.

⁶ Não fizemos levantamento exaustivo para verificar se esse tipo de regra se observa também em outras jurisdições. Mais informações podem ser encontradas no relatório do Banco Mundial apontado na bibliografia (World Bank, 2009).

4 Análise de impacto

- 40 Conforme já exposto, é patente a escassez de informações acerca da metodologia utilizada pelas mais variadas jurisdições para a definição dos critérios mínimos para permitir cada tipo de participação de acionistas minoritários no cotidiano das companhias e, em particular, no contexto das assembleias.
- 41 Observa-se, por sua vez, uma preocupação mais geral em se encontrar o ponto ótimo que seja capaz de estimular o ativismo minoritário sem implicar em custos excessivos aos participantes do mercado. Essa preocupação é expressa no estudo da Securities and Exchange Commission (SEC) de 2009, intitulado *Facilitating Shareholder Director Nominations* (SEC, 2010) sem, contudo, explicitar a metodologia utilizada.
- 42 Além do comparativo internacional já apresentado e da revisão bibliográfica a ser apresentada ao longo desta seção, produzimos, para dar conta do problema descrito, três bases distintas de informação:
- a) Em um primeiro momento, solicitamos aos três maiores bancos do mercado de escrituração – Banco do Brasil, Itaú e Bradesco – informações acerca da dispersão acionária para o último dia de 2017 de todas as companhias abertas por eles escrituradas, totalizando 243 companhias.
 - b) Em seguida, foram selecionadas 87 das primeiras 243 para uma segunda rodada de solicitação de informações, desta vez diretamente com as companhias. Foram solicitadas informações detalhadas acerca da participação dos acionistas em assembleias ocorridas desde 2016. Para minimizar o custo acarretado, por não consistir em demanda de rotina, restringimos a busca à participação de acionistas com pelo menos 0,1% do capital social da companhia. A seleção das companhias foi feita utilizando-se critérios variados, quais sejam:
 - i. Excluímos companhias sobre as quais não conseguimos informações completas ou confiáveis acerca da estrutura de seu capital votante (se havia, por exemplo, classes diferenciadas de preferenciais com direito a voto em determinadas questões);
 - ii. A partir de técnicas de análise multivariada, produzimos clusters a partir das variáveis “tamanho do capital social”, “quantidade de acionistas”, “volume médio negociado”, “% das ações em free-float” e “liquidez no ano”. O procedimento agrupou por semelhança as companhias em cinco grupos. De cada grupo, foram selecionadas aleatoriamente 10 companhias, para garantir alguma representatividade na amostra produzida;
 - iii. A partir das informações recebidas dos bancos escrituradores para o ano de 2017, incluímos, dentre as companhias não pré-selecionadas nos procedimentos “a” e “b”, aquelas que apresentaram maior dispersão acionária, partindo do pressuposto de que são o grupo com o maior potencial de ser afetado por eventuais alterações

nas normas referentes a minoritários. O critério utilizado aqui foi o índice de Herfindahl-Hirschman (IHH)⁷. Repescamos toda companhia que apresentou um IHH de até 0,2, ou seja, que apresentou concentração acionária baixa ou moderada.

c) Como a demanda descrita no item b consistiu em uma demanda fora da rotina de observância das companhias, foi aberto um canal constante de diálogo com os departamentos de relações com investidores das companhias, visando o esclarecimento de eventuais dúvidas com relação ao cumprimento da demanda. Aproveitamos esse canal para realizar entrevistas por telefone, das quais extraímos impressões, do ponto de vista das companhias, acerca dos possíveis impactos de uma eventual flexibilização da norma em favor da participação de minoritários. Como não aplicamos questionários e as respostas das companhias nem sempre se mostraram muito objetivas ou contundentes, faremos uma breve exposição dos itens mais frequentemente relatados, sem nunca identificar os informantes.

43 Embora o levantamento das informações tenha sido executado na ordem descrita acima, o caminho da análise foi menos linear, ao passo que a exposição do método e dos resultados obtidos não seguirá o mesmo caminho tomado pelos expedientes de demanda de informações aos regulados.

4.1 O ativismo minoritário em assembleias e o impacto da obrigatoriedade do boletim de voto a distância

44 A categoria ativismo acionário não encontra uma definição única na literatura. Smith (1996) define ativismo como as atividades de monitoração e tentativas de influenciar a estrutura de controle das companhias-alvo. Gillan e Starks (2007), por sua vez, defendem que a categoria pode ser entendida como um continuum entre uma diversidade de respostas possíveis a decisões entendidas como prejudiciais a seus interesses. Esse conjunto de reações possíveis incluiria tanto a venda de sua posição no mercado acionário quanto a inclusão de propostas na ordem do dia ou a tentativa de eleger representantes para os conselhos.

45 Jensen (1993) define o investidor ativo como aquele que monitora a gestão, que consegue representação em conselhos e, além de estar envolvido em processos de destituição de gestores, possui muitas vezes envolvimento íntimo com a direção estratégica da empresa. Complementa o conceito de acionistas ativistas a afirmação de Crisóstomo e Gonzáles (2006) de que este é um investidor que, sem ter o controle majoritário, busca influenciar no processo decisório da empresa

⁷ O índice de Herfindahl-Hirschman é uma medida de dispersão que indica o grau de concentração de uma determinada indústria, muito utilizada para avaliar o impacto de fusões de companhias por organismos de defesa da concorrência (Kwoka, 1977). O índice é obtido pela seguinte fórmula:

$$H = \sum_{i=1}^N q_i^2$$

Originalmente, q fora definido como a cota da empresa i em um mercado com n empresas, resultando em valores de $1/n$ (máxima desconcentração) até 1 (totalmente concentrado). De maneira análoga, a concentração acionária de cada companhia aberta foi obtida ao assumir q como a cota do acionista i em um mercado com n acionistas.

de forma a que seus direitos sejam respeitados. Busca-se, portanto, mudar o status quo por intermédio da pressão.

- 46 Para este trabalho, tomaremos a presença em assembleias como um dos indicadores de ativismo, uma vez que sugere, ao menos, interesse por parte daqueles acionistas em se informar e monitorar as decisões relativas às companhias. Esse e os demais indicadores foram construídos a partir de levantamento de informações junto às 87 companhias que participaram da segunda fase da pesquisa, referente à participação de minoritários em assembleias.
- 47 Foram considerados também como indicadores de ativismo:
- a) a quantidade de minoritários que divergiram do controlador em eleição para conselho de administração;
 - b) a quantidade de minoritários que divergiram do controlador em eleição para conselho fiscal;
 - c) a quantidade de minoritários que solicitaram eleição por voto múltiplo.
- 48 Entretanto, deve-se ter cautela no uso dessas informações. Com relação ao voto múltiplo, nem sempre foi possível distinguir, para as assembleias mais antigas, quando o voto múltiplo não era solicitado dos casos em que o voto múltiplo simplesmente não havia atingido os percentuais mínimos necessários. A partir da obrigatoriedade do uso de boletim de voto a distância passamos a ter mais certeza da integridade dessa informação.
- 49 No que tange os indicadores de divergência com relação aos votos do controlador nas eleições para os conselhos, outro tipo de cautela faz-se necessária. Como não tivemos acesso ao voto detalhado de cada acionista, mas à quantidade de a) conselheiros que receberam seu voto e b) à quantidade de conselheiros que foi eleita com seu voto, assumimos como divergência certa os casos em que o minoritário não conseguiu eleger a mesma quantidade de conselheiros que recebeu seu voto. Não levamos em consideração os casos em que pudemos identificar que o minoritário votou em separado.
- 50 Ainda com relação à atividade em assembleias, também foi demandado das companhias que nos apontasse os acionistas que porventura, na ocasião de cada assembleia:
- a) Propusesse ou votasse a favor de ação de responsabilidade civil contra o administrador, na data desta assembleia, nos termos do artigo 159 da lei 6404/67;
 - b) Solicitou informações ao conselho fiscal, na data desta assembleia, nos termos do artigo 163, §6º da lei 6404/67
- 51 Embora ambas as ações descritas acima possam ser executadas a qualquer momento, levantamos a hipótese de que o momento da assembleia pudesse constituir um ambiente potencialmente propício

à coordenação entre acionistas, que naquela ocasião poderiam ser capazes de atingir os percentuais mínimos para executar uma ação mais incisiva contra a companhia. Não obtivemos, contudo, nenhuma resposta positiva para ambas as questões, para nenhuma companhia no período analisado, o que nos levou a rejeitar a hipótese e excluir essas variáveis da análise.

- 52 No que se refere à relação entre o ativismo em assembleia e a percepção, por parte do acionista, de seu potencial de influenciar nas decisões da companhia, Vargas (2013) aponta para uma correlação positiva e estatisticamente significativa entre a participação minoritária em assembleia e o tamanho do conselho de administração. O trabalho de Vargas testa a hipótese, para o caso brasileiro, que Van der Elst já havia levantado e confirmado analisando uma amostra de companhias abertas no mercado europeu (Van der Elst, 2011).
- 53 Tendo em vista os objetivos imediatos deste trabalho, não nos propusemos a incluir no escopo de nossas análises todas as determinantes do ativismo minoritário, mas tão somente aquelas que não foram tão exploradas pela literatura e que pudessem balizar mais diretamente as decisões desta autarquia no que tange alterações ou manutenções do quadro normativo.
- 54 No que se refere à obrigatoriedade do boletim de voto a distância, serão discutidos seus impactos sobre a dinâmica da adoção de voto múltiplo, sobre a instalação de conselho fiscal e sobre a participação de minoritários ativamente opositores com relação ao grupo controlador.
- 55 Para a definição da variável “frequência de requisições de adoção de voto múltiplo” não foram atribuídos critérios de dispersão, para uma mesma assembleia, dos votos favoráveis à adoção do método de votação, mas tomamos como variável dummy a presença ou não de favoráveis ao voto múltiplo. Analisamos 468 assembleias de 87 companhias, entre 2016 e 2018, tomando o cuidado de diferenciar o tratamento para as companhias integrantes dos índices Ibovespa e IBrX-100, para as quais a obrigatoriedade da adoção do boletim começara um ano antes das demais, a partir de 2017. Das 468 assembleias, em 250 o boletim de voto a distância não era obrigatório, enquanto nas demais 218 o boletim já era obrigatório.
- 56 Antes da obrigatoriedade do boletim de voto a distância, das 250 assembleias analisadas que se encontravam nessa situação, apenas 5,6% (14 casos dentre 250) delas notificaram pedidos de adoção do boletim de voto múltiplo, dentre pedidos válidos e inválidos⁸. Dos 14 casos informados, apenas 11 foram considerados pedidos válidos. Foram considerados somente os casos em que o voto múltiplo só fora adotado por solicitação de minoritários.
- 57 Após a obrigatoriedade do boletim de voto a distância, das 218 assembleias observadas, 17% delas (37 casos) notificaram que algum acionista minoritário havia requerido adoção de voto múltiplo, das quais em 12 delas (5,5% do total e cerca de um terço dos pedidos) a solicitação fora validada por ter cumprido os requisitos mínimos.

⁸ Não foi possível identificar, com base nas informações disponíveis, porque as companhias informaram que em três assembleias houveram tentativas de adoção de voto múltiplo que não resultaram em sua aplicação efetivamente.

- 58 Percebe-se, portanto, que neste universo amostral, embora tenha havido um aumento bastante expressivo nas solicitações de voto múltiplo (5,6% para 17% dos casos), a taxa de sucesso caiu⁹ significativamente (79% para 32%), o que resultou em um aumento apenas moderado na taxa de adoção do voto múltiplo. Parecia haver, portanto, uma demanda reprimida por este mecanismo (voto múltiplo), que o boletim de voto à distância evidenciou, mas que foi pouco eficaz enquanto instrumento de articulação entre minoritários.
- 59 Ao todo, já considerando os casos em que o voto múltiplo fora adotado sem que nenhum acionista o tenha requerido (ou ao menos que essa informação tenha sido preservada e fornecida), observamos um aumento apenas sutil na taxa de adoção do método de voto múltiplo de 5,2% para 6,9% das assembleias analisadas (32% de aumento).
- 60 Essa observação corrobora, embora não de forma conclusiva, com a impressão coletada em entrevistas de que a obrigatoriedade do boletim de voto a distância a participação de acionistas menos engajados foi ligeiramente facilitada, embora não pareça ter alcançado seu objetivo de promover a articulação entre minoritários. O que os dados coletados seguramente demonstram é que a requisição de voto múltiplo não acontece sempre em virtude da articulação organizada entre minoritários, mas com alguma frequência como fruto de convergência “às cegas” de votos que eventualmente atingem o percentual mínimo requerido, tendo em vista o alto percentual de solicitações inválidas.
- 61 Esse fenômeno não pode ser considerado, de forma alguma, como indesejável e pode decorrer, afinal, do pouco tempo para acomodação dos participantes à nova dinâmica. Sugere, contudo, a necessidade de uma ação que vise orientar melhor o investidor para o uso consciente desse dispositivo.
- 62 No que diz respeito à taxa de divergência ou convergência entre os votos dos minoritários e os grupos controle, consideramos os dados coletados insuficientes para produzir resultados mais conclusivos. Devido à dificuldade de acessar informações detalhadas acerca de cada voto anterior ao voto a distância e ao alto custo que uma investigação mais aprofundada inculcaria às companhias, decidimos não exigir que cada voto fosse detalhado nominalmente, o que limitou bastante o alcance de nossas conclusões.
- 63 De todo modo, toda vez que a) houve participação do grupo controlador em alguma votação para conselho fiscal ou de administração, b) o grupo controle elegeu todas as cadeiras, c) o minoritário votou na mesma quantidade de acionistas que o grupo controle e d) o minoritário elegeu todas as cadeiras, então e) o voto desse minoritário foi considerado um espelho do voto do grupo controlador.
- 64 Identificamos 165 votos de minoritários em votações em que houve participação do grupo controlador e que foi possível identificar se o minoritário espelhou ou não o voto do grupo controle. Utilizamos esse expediente para testar a hipótese, levantada por alguns entrevistados, de que alguns

⁹ A comparação entre os períodos, entretanto, não é totalmente justa. É difícil falar em “tentativa de requisição de adoção de voto múltiplo” em assembleias em que não há boletim de voto a distância, uma vez que, não havendo quaisquer mecanismos eficazes de coordenação entre acionistas, não se espera que um minoritário tente expressar um direito ao qual não tem direito sozinho.

minoritários solicitavam a adoção de voto múltiplo mesmo quando não tinham o intuito de eleger candidatos distintos do grupo controlador, o que poderia sugerir pouco conhecimento com relação às implicações da adoção desse método.

- 65 Desses 165 votos, apenas 12 foram identificados em assembleias anteriores à obrigatoriedade do boletim de voto a distância. Conforme ressalva já feita apresentada, uma parte da demanda por voto múltiplo parecia estar sendo reprimida antes da obrigatoriedade do boletim de voto a distância.
- 66 Dos 12 votos observados em assembleias sem boletim de voto a distância obrigatório, apenas 3 casos (25%) foram considerados “suspeitos de inconsistência”, ou seja, disseram respeito a acionistas que, embora tenham solicitado a adoção de boletim de voto a distância, votaram exatamente como o grupo controlador.
- 67 Já nas assembleias após a obrigatoriedade do boletim de voto a distância, quase metade (48% ou 73 votos) dos 153 casos seguiram exatamente o voto do grupo controle. Os demais 80 votos que requisitaram adoção de voto múltiplo de fato votaram de maneira distinta do grupo controle, sugerindo interesse em interferir de fato no resultado das votações para o conselho de administração.
- 68 Finalmente, no que diz respeito à dinâmica do conselho fiscal, o impacto da obrigatoriedade do boletim de voto a distância foi apreendido por meio da diferença, antes e depois, das frequências de solicitação de instalação de conselho fiscal nas companhias em que não é permanente e nas taxas de sucesso das solicitações de instalação.
- 69 Analisamos 307 assembleias em que o conselho fiscal não era permanente, das quais 174 ocorreram antes da obrigatoriedade do boletim de voto a distância para suas respectivas companhias e 133 depois disso. A frequência de assembleias em que fora solicitada a instalação de conselho fiscal subiu de 17% para cerca de 37% das observações, enquanto a taxa de sucesso caiu de 97% para 73% das tentativas de instalação de conselho fiscal. Com essa diminuição na taxa de sucesso, a frequência de instalação de conselho fiscal a pedido de minoritários subiu de 17% para 27% das assembleias em que não era permanente, o que não deixa de ser um impacto significativo.
- 70 Em movimento análogo ao observado na análise de impacto da obrigatoriedade do boletim na dinâmica da adoção de voto múltiplo, a nova regra parece ter representado um estímulo forte para a interferência de minoritários muito pequenos que, mesmo não possuindo os percentuais de participação necessários para impactar na dinâmica das assembleias, tomam decisões à revelia de se movimentarem no sentido de tornarem suas decisões efetivas.
- 71 No que diz respeito ao perfil do acionista ativista, nossos resultados corroboram com os principais apontamentos levantados da bibliografia explorada, uma vez que de fato o papel desempenhado pelos fundos de investimento é bastante expressivo e se encontra em uma trajetória ascendente. Consideramos um voto minimamente ativista aquele em que o minoritário, havendo participação de grupo controle na assembleia, divergiu do voto do grupo de controle em eleição para algum conselho, solicitou voto múltiplo ou solicitou instalação de conselho fiscal (quando não era permanente).

- 72 Observamos uma leve queda na participação de pessoas físicas no percentual de votos considerados minimamente ativistas após a obrigatoriedade do boletim de voto a distância, passando de 10% para 8% das participações desse tipo. Como não levantamos informações anteriores a 2016, não foi possível construir uma série histórica longa o bastante para precisar o peso da alteração da regra para o fenômeno observado, embora possa estar bastante associado à queda do voto por procuração que o boletim de voto a distância promoveu. O sistema de procuração dava maior margem para as companhias invalidarem votos em função de procurações expiradas, tendo em vista os custos e os prazos da burocracia necessária para mantê-las atualizadas.
- 73 O peso do ativismo de minoritários informados na categoria “Fundos ou Assets”, por sua vez, apresentou variação mais significativa, passando de 28% das participações ativistas para 37% das observações (variação de 32%). Mais uma vez, essa informação deve ser tomada com cautela, embora sinalize que é possível que estejamos experimentando de fato uma mudança no perfil do minoritário ativista, o que por sua vez pode implicar em mudanças na dinâmica das assembleias de companhias abertas. Sugerimos, deste modo, que estudos sobre esse tema mereçam incentivo.
- 74 Conclui-se que a categoria “Fundos e Assets” mereça destaque na análise subsequente, tendo em vista que seu peso nos eventos classificados como ativistas é desproporcional ao seu peso acionário. Enquanto participaram de 37% dos eventos ativistas nas assembleias mais recentes (posteriormente à obrigatoriedade do boletim de voto a distância), os Fundos e Assets possuíam, na última data de 2017, apenas 19% das ações com direito a voto em freefloat. O peso da presença de acionistas desta categoria deverá ser ponderado, portanto, para a análise de impacto de eventuais flexibilizações nas regras que confirmam maior poder a acionistas minoritários pequenos. Como se mostraram ser a categoria mais ativa, avaliaremos o impacto sobre esse tipo de acionista em separado.

4.2 Dispersão acionária, distribuição do poder de voto e a correlação entre variáveis selecionadas

- 75 Um dos argumentos levantados em favor do escalonamento dos critérios mínimos para participação de minoritários segundo o tamanho do capital social das companhias se estrutura em torno da hipótese de que, em alguma medida, é relativamente “mais difícil” para o minoritário reunir, em sua posse ou em conjunto com um grupo de acionistas, a quantidade necessária de ações para se atingir aos percentuais exigidos pela norma.
- 76 O acesso demasiadamente restritivo a determinados dispositivos, como o poder de solicitar que eleições se valham do método do voto múltiplo, poderia funcionar como um desestímulo ao ativismo minoritário, que tenderia a ser visto como inócuo.
- 77 Por outro lado, alguns autores apontam para uma correlação positiva entre o tamanho das companhias e a probabilidade de se tornarem alvo de ativismo (Bizjak e Marquette, 1998; Klose e Klein, 1995; Smith, 1996), o que poderia estimular minoritários a adquirir as ações necessárias para serem capazes de influenciar, de algum modo, as decisões da companhia.

- 78 Nessa mesma linha, alguns dos entrevistados relataram receio de que uma flexibilização demasiada deixasse as companhias vulneráveis a minoritários inexperientes ou com interesses de curto prazo. Quando perguntados sobre o tipo de acionista do qual poderia se esperar uma estratégia curto-prazista potencialmente danosa à companhia, ou não obtínhamos resposta ou se apontava para fundos multimercado como os principais agentes de um hipotético evento de risco.
- 79 O evento de risco mais extremo que nos foi relatado consiste na possibilidade de um fundo assumir uma posição fortemente vendida e, assim, ter interesse em utilizar sua posição acionária remanescente para prejudicar a companhia e, com isso, mais do que compensar o prejuízo com a queda do preço de suas ações ao adquirir uma grande quantidade de ações com baixo custo.
- 80 Tornar determinados critérios de participação mais flexíveis poderia, portanto, reduzir demais o custo desse tipo de ação agressiva e estimular comportamentos oportunistas indesejáveis. Pode-se argumentar, por outro lado, que outras medidas regulatórias podem ser estudadas para se mitigar esse risco, caso seja percebido como um evento provável. Não aprofundaremos mais essa questão no escopo deste trabalho.
- 81 Em estudo comparativo entre as experiências britânica e chinesa, Gong (2011) também cita esse tipo de preocupação como um receio comum entre os mais avessos a uma regulação mais pró-ativista, muito embora o autor não tenha, em sua pesquisa, encontrado quaisquer evidências empíricas que corroborassem com o argumento.
- 82 Independente do mérito do receio frente às consequências de uma determinação de critérios de participação acionária inconsistentes com a realidade das companhias, existe um aspecto da lógica que justifica a diferenciação desses critérios por escalonamento que deve ser analisado mais aprofundadamente. Argumenta-se que, quanto maior a companhia, maior é a dificuldade de se obter os percentuais mínimos exigidos pela norma. De fato, para um acionista selecionado ao acaso, quanto maior o tamanho do capital social da companhia, menor a chance desse acionista qualquer possuir em seu portfólio as ações requisitadas para, por exemplo, requisitar a adoção de voto múltiplo.
- 83 Decidimos, entretanto, investigar se é possível estabelecer uma correlação negativa entre o tamanho da companhia e a incidência de acionistas minoritários com poder de influenciar a companhia. Essa relação nos parece mais pertinente para a definição de indicadores de impacto potencial para cada ponto percentual flexibilizado e, a partir disso, avaliar os custos e os benefícios do escalonamento.
- 84 Como a maioria dos itens da norma têm por critério o percentual de 5% do capital social da companhia, começamos a análise verificando o impacto de cada variação (marginal e acumulada) de um ponto percentual em termos de acionistas passando a adquirir direitos, sem entrar no mérito de qual direito se trata. Mesmo o poder de solicitar voto múltiplo, que já foi escalonado e parte do patamar mais restritivo de 10%, acaba por estabelecer em 5% do capital social o critério para sua categoria de empresas grandes, submetidas aos critérios menos restritivos. Como a instrução que normatiza esse ponto (ICVM 282) data de 1998, as faixas de capital social estão bastante desatualizadas, o que terminou por incluir quase 70% das companhias abertas na categoria menos restrita (companhias com capital social acima de 100 milhões de reais). Na prática, esmagadora

maioria das companhias trabalha com o critério de 5% ou algo muito próximo. Somente para 22 companhias abertas vale o critério mais rigoroso de 10%.

- 85 Nos gráficos abaixo, cada ponto representa uma companhia, distribuída no eixo “x” de acordo com o tamanho de seu capital social (em milhões de reais) e no eixo “y” de acordo com a quantidade de acionistas que possuem, no primeiro gráfico, de 4 a 5% de seu capital social. O propósito é representar graficamente o efeito de uma alteração de um critério hoje estabelecido em 5% para 4% e avaliar se a distribuição da magnitude desse efeito varia de acordo com o tamanho das companhias.
- 86 Todos os acionistas do tipo “fundos” foram agrupados quando possuíam um mesmo gestor. Para facilitar a visualização, excluimos as companhias que não apresentaram nenhum efeito e dividimos todos gráficos em dois, o primeiro somente para empresas com capital social de até 5 bilhões e em seguida um gráfico com as demais:.

GRÁFICO 1.1: Acionistas com 4 a 5% do capital social x tamanho da companhia

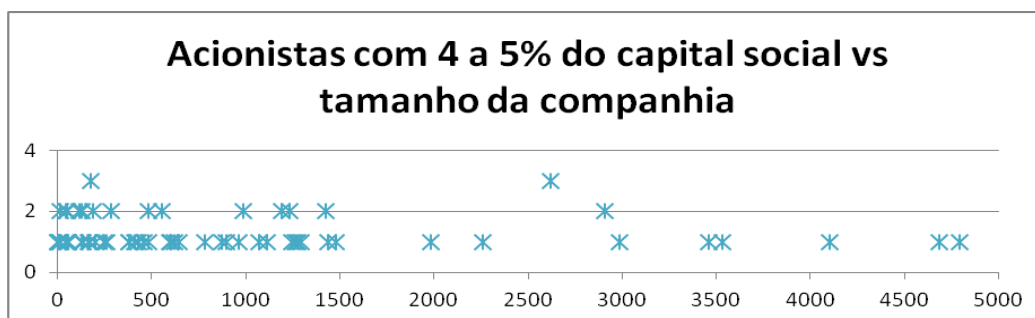
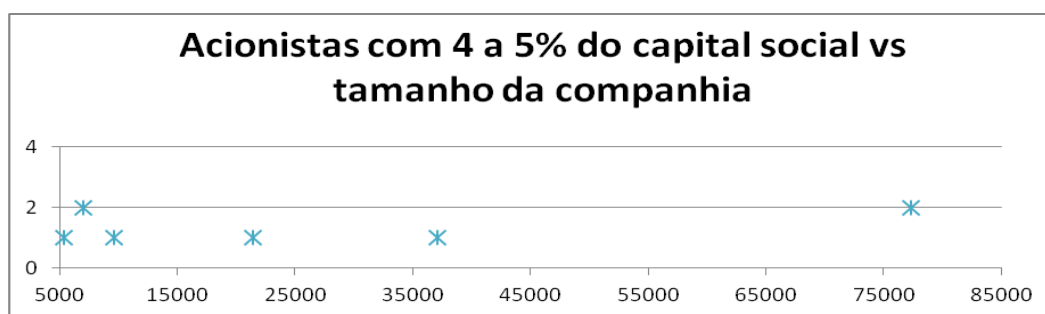


GRÁFICO 1.2: Acionistas com 4 a 5% do capital social x tamanho da companhia



- 87 A seguir, apresentaremos o efeito acumulado de se reduzir mais um ponto, representando a quantidade de acionistas com 3 a 5% de cada companhia, e assim por diante até chegarmos ao gráfico com todos os acionistas com 0,5 a 5% de cada companhia. Tomamos o cuidado de separar, a partir daqui, as companhias que passaram a figurar na análise somente com o avanço de um ponto percentual. Nos exemplos abaixo, toda companhia sob a legenda “3 a 4%” possuem acionistas nessa categoria, mas não possuem nenhum acionista com 4 a 5% de seu capital social. As demais (marcadas por “3 a 5%”) já figuravam no gráfico anterior e, portanto, terão o efeito da redução de dois pontos percentuais acumulados:

GRÁFICO 2.1: Acionistas com 3 a 5% do capital social x tamanho da companhia

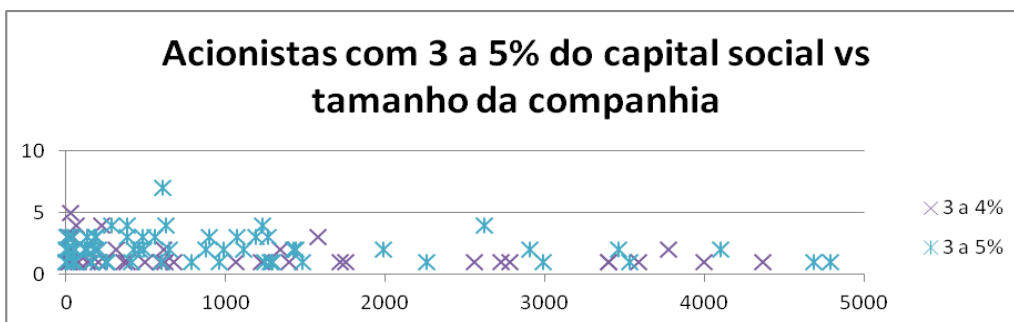
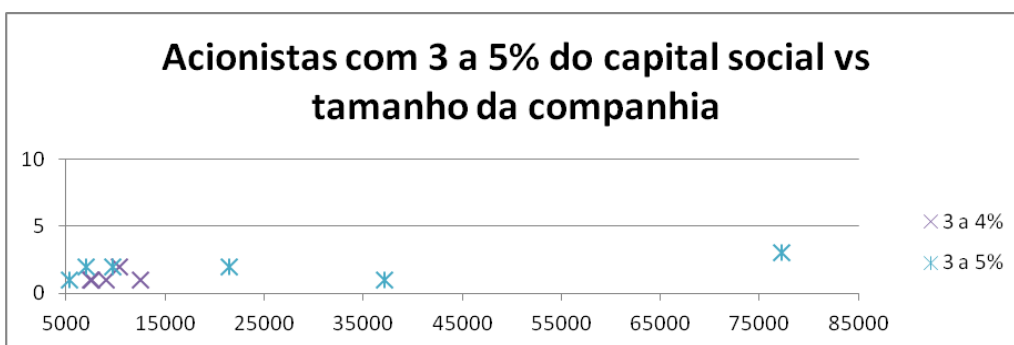


GRÁFICO 2.1: Acionistas com 3 a 5% do capital social x tamanho da companhia



88 Por fim, a mesma lógica foi repetida até chegarmos ao resultado acumulado de uma hipotética redução de determinado critério para incluir acionistas com pelo menos 0,5% do capital social da companhia. Para cada fase de flexibilização, separamos as empresas que só entraram na análise a partir daquele ponto daquelas que já figuravam anteriormente:

GRÁFICO 3.1: Acionistas com 2 a 5% do capital social x tamanho da companhia

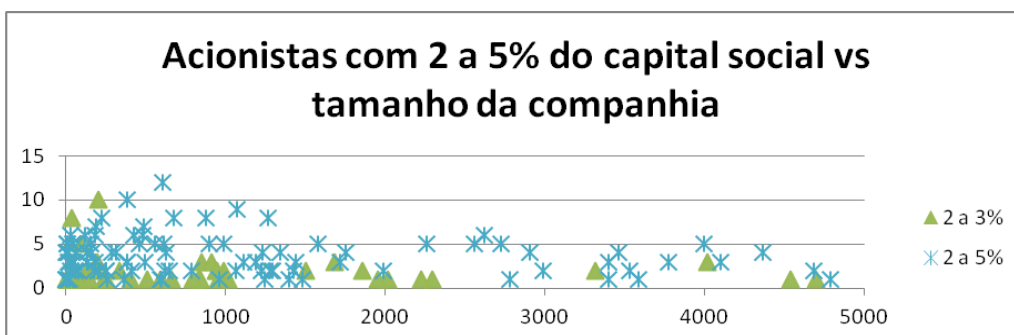


GRÁFICO 3.1: Acionistas com 2 a 5% do capital social x tamanho da companhia

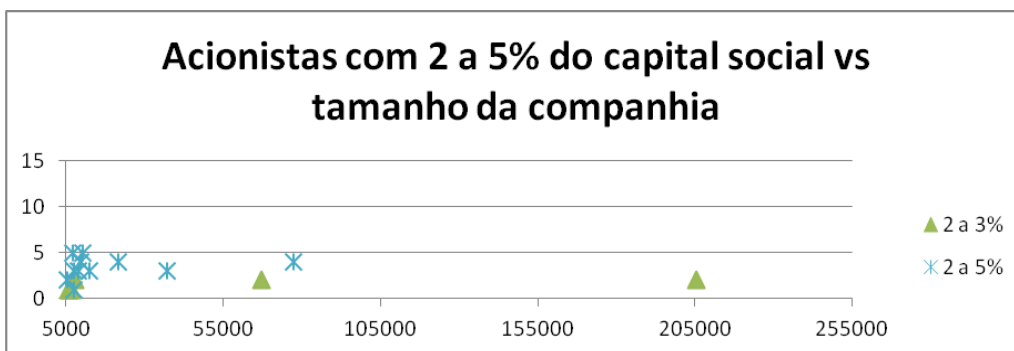


GRÁFICO 4.1: Acionistas com 1 a 5% do capital social x tamanho da companhia

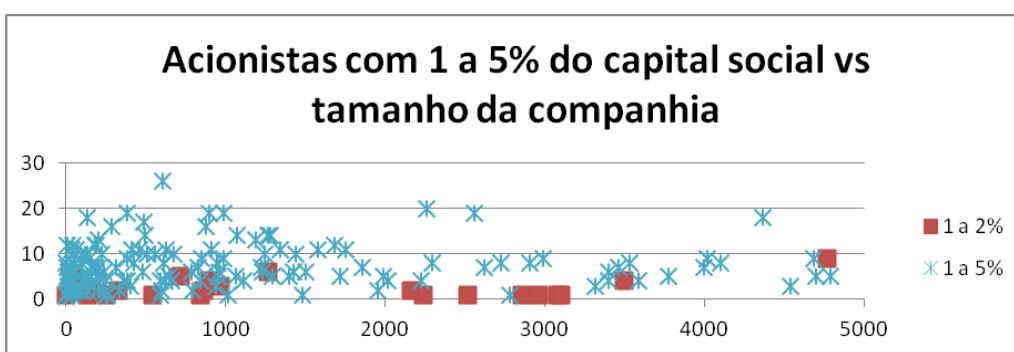


GRÁFICO 4.2: Acionistas com 1 a 5% do capital social x tamanho da companhia

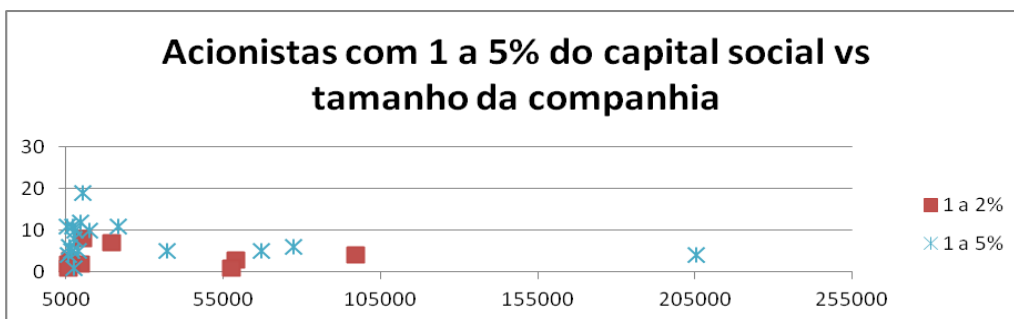


GRÁFICO 5.1: Acionistas com 0,5 a 5% do capital social x tamanho da companhia

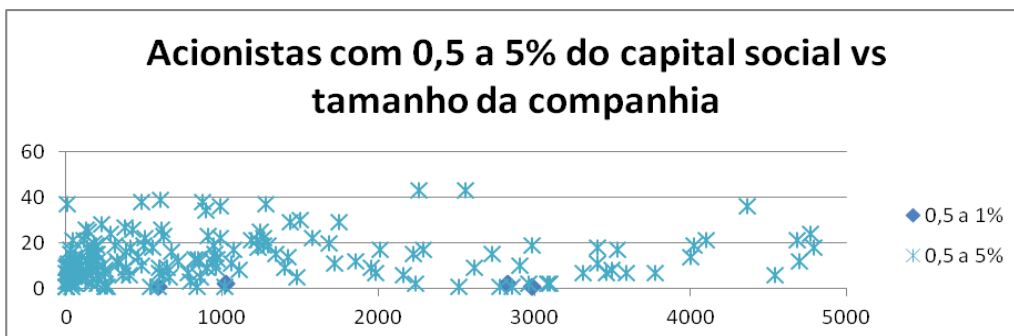
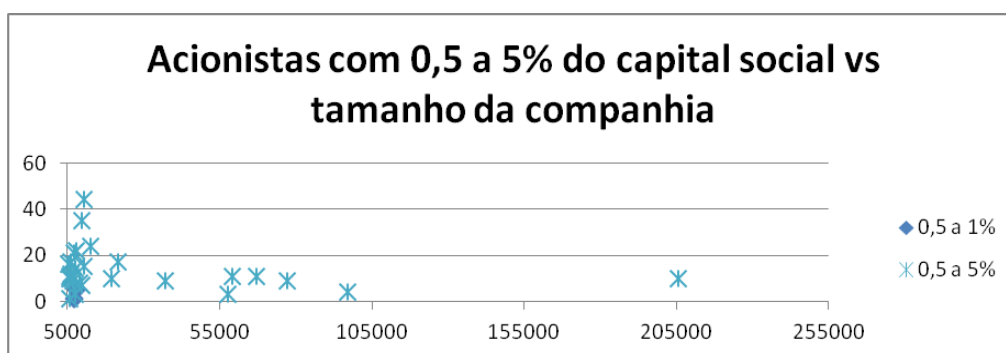


GRÁFICO 5.2: Acionistas com 0,5 a 5% do capital social x tamanho da companhia



- 89 Nenhuma das variáveis¹⁰ apresentadas nos gráficos anteriores apresentou quaisquer correlações significativas com a variável “capital social”. Utilizamos o coeficiente de correlação produto-momento de Pearson¹¹ para verificar se poderia haver alguma correlação linear entre as variáveis para nossa amostra e também realizamos os testes não paramétricos utilizando os coeficientes Rô de Spearman¹² e Tau de Kendall¹³ para verificar se a relação entre as variáveis poderia ser descrita como uma função monótona, ainda que não linear. Todos os procedimentos foram replicados segmentando as amostras para companhias menores e maiores que dez bilhões. Não foram encontradas correlações significativas para nenhum dos segmentos.
- 90 Conforme pôde ser percebido, para nenhuma fase de flexibilização foi possível atribuir uma relação, positiva ou negativa, entre o tamanho das companhias e o efeito da flexibilização sobre a quantidade de acionistas que passariam a adquirir um direito de executar determinada ação. Repetimos o mesmo expediente levando em consideração somente os acionistas do tipo “fundos”, chegando a um resultado muito semelhante.
- 91 Somente a título de ilustração, como os resultados foram semelhantes aos da análise anterior, apresentaremos apenas uma das fases do procedimento reproduzido para fundos, sempre agrupados por gestor em comum. Desta vez, dividimos o gráfico entre empresas com capital social de até 10 bilhões e empresas maiores (no eixo “x”, capital social em milhões; no eixo “y”, quantidade de gestores de fundos que representam de 1 a 5% do capital social):

¹⁰ Me refiro às variáveis que definimos como proxy para dispersão acionária, que dão título aos gráficos 1 ao 5, referentes às quantidades de acionistas com determinada participação acionária

¹¹ O coeficiente de relação produto-momento de Pearson mede o grau de correlação entre duas variáveis lineares e varia, em módulo, de 0 a 1. Resultados negativos, de 0 a -1, indicam correlação linear negativa entre variáveis. Resultados próximos, em módulo, a zero, indicam a inexistência de correlações lineares. Contudo, nesses casos a possibilidade de haver correlações não-lineares entre as variáveis deve ser investigada de outras maneiras (Page, 1963).

¹² O coeficiente de correlação de postos de Spearman é um teste não-paramétrico de correlação de postos, ou seja, é um teste de dependência estatística entre a classificação de duas variáveis, que foi desenhado para avaliar a intensidade com que uma variável pode ser descrita como uma função monótona de outra (Spearman, 1904). Em outras palavras, seu objetivo é avaliar se duas variáveis tendem a se comportar mais ou menos frequentemente na mesma direção (quando uma cresce, a outra tende a crescer também) ou, por outro lado, em direções frequentemente opostas (quando uma cresce, a outra tende a diminuir). Não implica em uma relação linear, tampouco avalia o grau de determinação entre as variáveis.

¹³ Tal qual o coeficiente de Spearman, o coeficiente de Kendall é um coeficiente de correlação de postos. Mede a frequência com que duas variáveis, quando classificadas em função de suas quantidades, apresentam identidade com relação à ordem apresentada (Kendall, 1938). Para este trabalho, foi utilizada como complementar à informação apreendida pelos testes envolvendo o coeficiente de Spearman.

GRÁFICO 6.1: Fundos com 1 a 5% do capital social das companhias

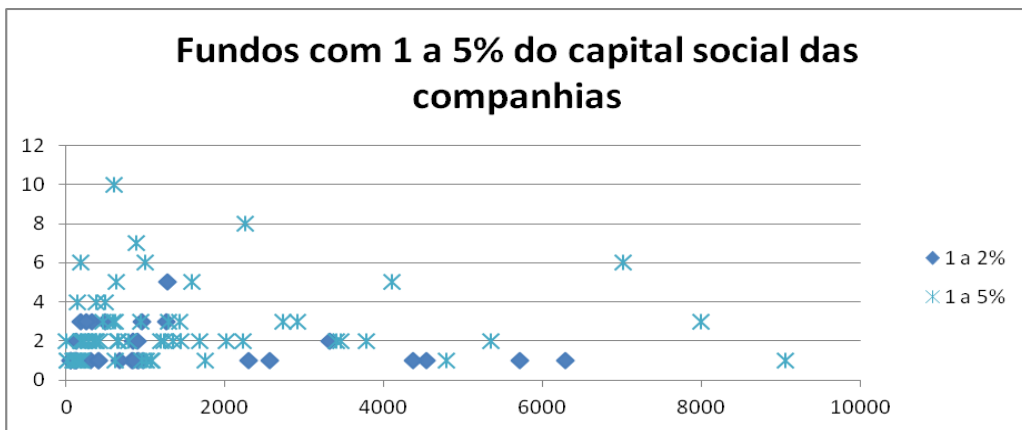
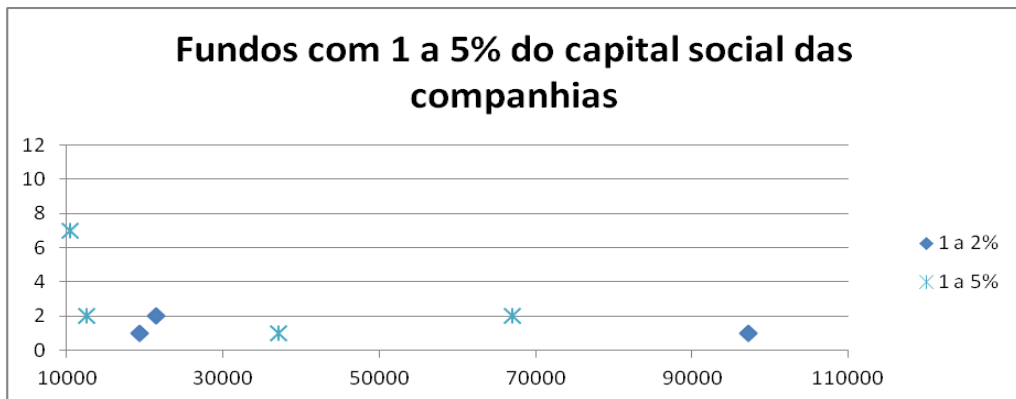


GRÁFICO 6.2: Fundos com 1 a 5% do capital social das companhias



- 92 Tudo parece indicar, portanto, para a refutação da principal hipótese que sustenta o argumento em favor do escalonamento dos critérios de participação, qual seja, a de que, grosso modo, seria mais fácil obter determinado percentual de participação em companhias pequenas do que em companhias grandes quando, na realidade, o que se observa é que a quantidade de acionistas em determinada faixa de participação não parece possuir qualquer relação com o tamanho da companhia.
- 93 Entretanto, foi possível observar que, embora a média de incidência de acionistas de determinado porte (digamos, possuidores de ações referentes a 4 a 5% do capital da companhia) não variasse significativamente para o tamanho da companhia, a dimensão dos casos-limite parece reduzir conforme aumenta o capital social da companhia. Chamamos “caso-limite” o caso mais extremo (no limite superior) observado dentro de uma determinada faixa de capital social, no que se refere à quantidade de acionistas detentores de um dado percentual da companhia. Se, por exemplo, dentre as companhias com capital social de até um bilhão de reais, observamos casos variando entre 0 e 25 acionistas com participação de 0,5 a 1% da companhia, tomamos como caso-limite a companhia com 25 acionistas, conforme tabela abaixo:

Tabela 1 – Quantidade de acionistas para cada faixa de participação (casos-limite)

Capital social das companhias	Quantidade de acionistas para cada faixa de participação (casos-limite)								
	0,5 a 1%	1 a 2%	2 a 3%	3 a 4%	4 a 5%	5 a 10%	1 a 5%	2 a 5%	3 a 5%
0 a 1 bilhão	25	14	10	6	3	11	26	19	9
1 a 2 bilhões	24	12	6	3	2	4	14	11	5
2 a 3 bilhões	24	15	4	1	3	3	20	8	4
3 a 4 bilhões	12	6	4	2	1	2	8	7	3
4 a 5 bilhões	18	14	3	1	1	2	18	5	2
5 a 6 bilhões	8	9	1	0	1	1	11	2	1
6 a 7 bilhões	11	5	1	0	0	2	6	1	0
7 a 8 bilhões	12	8	3	1	2	1	11	6	3
8 a 9 bilhões	5	0	0	0	0	2	0	0	0
9 a 10 bilhões	23	8	2	1	1	1	12	4	2
10 a 11 bilhões	25	14	3	2	0	1	19	5	2
12 a 13 bilhões	14	7	2	1	0	1	10	3	1
19 a 20 bilhões	3	7	0	0	0	0	7	0	0
21 a 22 bilhões	6	7	2	1	1	1	11	4	2
37 a 38 bilhões	4	2	2	0	1	1	5	3	1
57 a 58 bilhões	2	1	0	0	0	3	1	0	0
59 a 60 bilhões	8	3	0	0	0	2	3	0	0
67 a 68 bilhões	6	3	2	0	0	1	5	2	0
77 a 78 bilhões	3	2	1	1	2	0	6	4	3
97 a 98 bilhões	0	4	0	0	0	0	4	0	0
205 a 206 bilhões	6	2	2	0	0	2	4	2	0

94 A tabela a seguir corresponde ao resultado da análise da correlação entre cada coluna da tabela anterior e o tamanho do capital social das companhias. Para facilitar a interpretação, os resultados desprezíveis foram coloridos de laranja, as correlações fracas de branco, as correlações moderadas de verde claro e as correlações fortes de verde escuro. “N” é o número de faixas de capital social utilizada em cada análise e “C” é a quantidade de companhias representadas. Não foi observada nenhuma correlação muito forte.

Tabela 2 – Correlação entre tamanho do capital social e quantidade de acionistas para determinada faixa de participação

Faixa de corte	N	C	Participação no Capital Social							
			1 a 2%	2 a 3%	3 a 4%	1 a 5%	2 a 5%	3 a 5%	4 a 5%	5 a 10%
Primeira faixa (até 11 bilhões)	11	231	-0,32	-0,61	-0,38	-0,29	-0,62	-0,61	-0,61	-0,76
Maior faixa (a partir de 11 bilhões)	10	12	-0,39	-0,08	-0,29	-0,39	-0,10	-0,25	-0,03	0,03
Correlação livre - sem definição de faixa de capital social: N = 21	21	243	-0,54	-0,53	-0,50	-0,53	-0,54	-0,56	-0,48	-0,48

- 95 Percebe-se que a incidência de situações extremas para quantidade de acionistas em cada faixa de participação só apresenta alguma correlação com o tamanho da companhia na faixa de até 11 bilhões de capital social. Acima deste tamanho de companhia, não há indícios de que a quantidade de acionistas para determinado percentual de participação apresente relação com o tamanho da companhia. O coeficiente utilizado foi o tau de Kendall, uma vez que o Rô de Spearman mostrou-se muito sensível às observações atípicas. O tau de Kendall foi preferível ao ρ de Pearson em função da ausência de indícios de linearidade na relação entre as variáveis investigadas.
- 96 Abaixo desse valor de referência (empresas de até onze bilhões de capital social), por sua vez, a incidência de situações-limite aumenta para companhias pequenas, o que nos permite classificá-las como potencialmente mais suscetíveis a eventuais reduções nos critérios mínimos de participação minoritária. A partir deste patamar, a intensidade das situações-limite atinge seu mínimo e torna-se insensível ao tamanho da companhia.
- 97 Deve-se, contudo, ponderar o resultado obtido pela pequena quantidade de companhias na faixa com os maiores valores para capital social, o que torna esse segmento da amostra mais sujeito a ruído.
- 98 De todo modo, a existência de uma correlação, ainda que de fraca a moderada, entre o tamanho das companhias e a intensidade das situações-limite estudadas indica ser possível estabelecer, dentro dessa faixa, algum critério de diferenciação da regra entre as companhias de acordo com seu tamanho.
- 99 Admitindo-se, portanto, a possibilidade de definição de regra segundo escalonamento, resta-nos determinar a) o número ideal de faixas para diferenciação dos critérios, b) os limites de cada faixa e c) os critérios mais adequados para cada regra e faixa.

4.3 Concentração acionária e tamanho da companhia

- 100 Embora tenhamos encontrado correlações moderadas entre o tamanho das companhias e a intensidade das situações-limite para cada faixa de participação acionária, chegamos a resultados opostos quando testamos o grau de explicação da variável “capital social da companhia” para as variáveis do tipo “quantidade de acionistas para determinada faixa de participação”. Isto ocorreu por que as variáveis do tipo “situação-limite”, conforme definimos para esse trabalho, supervalorizam os casos atípicos, introduzindo propositalmente um viés conservador para os resultados.
- 101 O racional por trás dessa escolha metodológica foi considerar que um único caso extremo – no sentido de facilitar demais a execução de determinada ação por parte de um grande número de minoritários – já representaria uma situação a ser evitada¹⁴, mesmo que isto não implicasse imediatamente expor outras companhias ao mesmo risco. Faz-se necessário, de todo modo, verificar o quanto a variável “capital social” explica os padrões de distribuição acionária observados.
- 102 Ordenamos as companhias de acordo com o tamanho de seu capital social em 31/12/2017, atribuindo a cada uma um índice correspondente à dispersão acionária da companhia, medida pelo Índice de Herfindahl-Hirshman (IHH) não normalizado. Corresponde à soma dos quadrados das participações relativas às cotas de cada acionista para cada companhia, incluindo os controladores. Em seguida, medimos a concentração acionária somente entre os minoritários da mesma forma que anteriormente, mas excluindo da análise o grupo controlador. Em todos os casos, levamos em consideração somente os acionistas que possuíam pelo menos um milésimo (0,1%) do capital social da companhia. Como antes, os fundos com um mesmo gestor foram considerados um único acionista.
- 103 Para a realização dos testes não paramétricos de correlação de postos, separamos nossa amostra em 3 categorias: empresas com capital social de até 5 bilhões (menores), empresas com capital social entre 5 e 10 bilhões (intermediárias) e empresas acima de 10 bilhões de reais (maiores).
- 104 Quando não segmentamos a amostra, nenhum teste apresentou correlação significativa entre o capital social da companhia e as variáveis apresentadas, fosse com a concentração acionária da companhia (IHH – todos), fosse com a concentração acionária entre minoritários (IHH – minoritários). O mesmo resultado foi obtido para companhias menores (capital social de até 5 bilhões de reais).

¹⁴ Uma ressalva importante diz respeito ao fato de que, mesmo considerando o ativismo minoritário potencialmente benéfico à dinâmica das companhias abertas, estamos trabalhando neste capítulo com o difícil exercício de identificar a partir de qual ponto, quando ampliamos demasiadamente determinados direitos a acionistas menores, passamos a expor as companhias a algum risco relevante. Trabalharemos, portanto, com situações hipotéticas extremas nas quais o exercício desses direitos é ampliado a praticamente qualquer acionista para avaliar, a partir dessa situação, o quanto será necessário restringi-los a detentores de percentuais mínimos do capital social das companhias. Para uma determinada faixa de capital social, a companhia mais exposta, em cada situação, a novos riscos, será tomada como o caso-limite representante daquele grupo de companhias com capital social próximo. Ao protegermos a companhia na chamada situação-limite, consideraremos que a regra estará protegendo satisfatoriamente todas as demais companhias.

- 105 Para empresas na faixa intermediária (de 5 a 10 bilhões de reais), encontramos uma correlação muito fraca (e positiva) entre o tamanho dessas companhias e o grau de concentração entre minoritários (correlação de spearman = 0,312).
- 106 O segmento de companhias acima de 10 bilhões foi o único que apresentou resultados que sugerissem alguma correlação não irrelevante entre os índices de concentração acionária e o tamanho das companhias, apresentando correlação fraca entre as variáveis “capital social” e “IHH – todos” e uma correlação moderada (e negativa) entre o capital social e a variável “IHH – minoritários” (correlação de spearman = -0,600).
- 107 O pequeno número de companhias sobre as quais dispusemos de informações suficientes para incluí-las na análise (somente 6 companhias), o não indício de correlação forte e a distância entre esse resultado e aquele obtido quando repetimos o procedimento (para o segmento de companhias acima de 10 bilhões) utilizando o teste não paramétrico de Kendall (uma fraca correlação de -0,47), mais sensível a outliers, nos obriga a tirar conclusões cautelosas. Uma interpretação possível sugere que esse segmento ainda admitiria diferenciação interna, podendo ser subdividido caso se mostre desejável.
- 108 A conclusão preliminar dessa fase do estudo foi, portanto, de que os indícios que relacionam o tamanho da companhia (tomando o capital social como proxy) e o grau de concentração acionária são muito fracos ou desprezíveis. A correlação de poder entre os acionistas, assim como os incentivos para a participação de minoritários nos mecanismos decisórios das companhias, dependem, portanto, de outros fatores que não do tamanho das empresas.

4.4 Definição das faixas de capital social

- 109 Conforme o já exposto, se não encontramos nenhum indício forte de relação de determinação entre o capital social das companhias e as variáveis selecionadas relativas à estrutura acionária, isso não significa que não seja possível sugerir uma estrutura funcional para o cenário observado hoje, baseada em análise de impacto. A ponderação necessária diz respeito à necessidade de se rever, com alguma frequência, quaisquer critérios que se estabeleça.
- 110 Uma primeira aproximação à análise dos eventuais impactos, ainda abstraindo-se a regra a ser alterada, foi feita comparando-se os tipos de impacto para cada faixa de capital social, no que se refere a acionistas passando a adquirir direitos frente ao número de gestores de fundos passando a adquirir o mesmo direito, conforme a tabela a seguir.

Tabela 3 - Quantidade de acionistas por faixa de participação

Capital social da companhia	Número de companhias na amostra	Quantidade de acionistas para cada faixa de participação do capital social							
		Somente fundos				Acionistas de qualquer tipo			
		1 a 5%	2 a 5%	4 a 5%	5 a 10%	1 a 5%	2 a 5%	4 a 5%	5 a 10%
0 a 1 bilhão	143	10	6	2	2	26	12	3	11
1 a 2 bilhões	27	5	3	1	2	14	9	2	4
2 a 3 bilhões	21	8	3	1	2	20	6	3	3
3 a 4 bilhões	11	2	2	1	1	8	5	1	2
4 a 5 bilhões	8	5	3	1	0	18	4	1	2
5 a 6 bilhões	5	2	1	0	0	11	2	1	1
6 a 7 bilhões	5	1	0	0	1	6	1	0	2
7 a 8 bilhões	6	6	2	1	1	11	5	2	1
8 a 9 bilhões	1	0	0	0	0	0	0	0	2
9 a 10 bilhões	4	1	1	0	0	12	4	1	1
10 a 11 bilhões	2	7	4	0	0	19	5	0	1
10 a 11 bilhões	2	7	4	0	0	19	5	0	1
12 a 13 bilhões	1	2	1	0	0	10	3	0	1
19 a 20 bilhões	1	1	0	0	0	7	0	0	0
21 a 22 bilhões	1	2	0	0	1	11	4	1	1
37 a 38 bilhões	1	1	1	0	0	5	3	1	1
57 a 58 bilhões	1	0	0	0	0	1	0	0	3
59 a 60 bilhões	1	0	0	0	0	3	0	0	2
67 a 68 bilhões	1	2	1	0	0	5	2	0	1
77 a 78 bilhões	1	0	0	0	0	6	4	2	0
97 a 98 bilhões	1	1	0	0	0	4	0	0	0
205 a 206 bilhões	1	0	0	0	0	4	2	0	2

111 Para permitir a comparação entre as colunas, ao valor máximo de cada uma foi atribuído o valor “1” (um). Os demais foram representados com um valor de impacto definido como proporção do valor máximo. Em uma coluna com valor máximo igual a “10”, por exemplo, o valor “5” foi representado como “0,5”:

Tabela 4 - Quantidade de acionistas por faixa de participação

Capital social da companhia	Número de companhias na amostra	Valores de impacto relativo por coluna							
		Somente fundos				Acionistas de qualquer tipo			
		1 a 5%	2 a 5%	4 a 5%	5 a 10%	1 a 5%	2 a 5%	4 a 5%	5 a 10%
0 a 1 bilhão	143	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
1 a 2 bilhões	27	0,50	0,50	0,50	1,00	0,54	0,75	0,67	0,36
2 a 3 bilhões	21	0,80	0,50	0,50	1,00	0,77	0,50	1,00	0,27
3 a 4 bilhões	11	0,20	0,33	0,50	0,50	0,31	0,42	0,33	0,18
4 a 5 bilhões	8	0,50	0,50	0,50	-	0,69	0,33	0,33	0,18
5 a 6 bilhões	5	0,20	0,17	-	-	0,42	0,17	0,33	0,09
6 a 7 bilhões	5	0,10	-	-	0,50	0,23	0,08	-	0,18
7 a 8 bilhões	6	0,60	0,33	0,50	0,50	0,42	0,42	0,67	0,09
8 a 9 bilhões	1	-	-	-	-	-	-	-	0,18
9 a 10 bilhões	4	0,10	0,17	-	-	0,46	0,33	0,33	0,09
10 a 11 bilhões	2	0,70	0,67	-	-	0,73	0,42	-	0,09
10 a 11 bilhões	2	0,70	0,67	-	-	0,73	0,42	-	0,09
12 a 13 bilhões	1	0,20	0,17	-	-	0,38	0,25	-	0,09
19 a 20 bilhões	1	0,10	-	-	-	0,27	-	-	-
21 a 22 bilhões	1	0,20	-	-	0,50	0,42	0,33	0,33	0,09
37 a 38 bilhões	1	0,10	0,17	-	-	0,19	0,25	0,33	0,09
57 a 58 bilhões	1	-	-	-	-	0,04	-	-	0,27
59 a 60 bilhões	1	-	-	-	-	0,12	-	-	0,18
67 a 68 bilhões	1	0,20	0,17	-	-	0,19	0,17	-	0,09
77 a 78 bilhões	1	-	-	-	-	0,23	0,33	0,67	-
97 a 98 bilhões	1	0,10	-	-	-	0,15	-	-	-
205 a 206 bilhões	1	-	-	-	-	0,15	0,17	-	0,18

112 Agrupamos, finalmente, as companhias em cinco faixas de capital social. Observa-se que a primeira faixa, correspondente às companhias com até um bilhão em capital social, possui os maiores valores de impacto em todas as categorias e que a última, correspondente às companhias acima de 37 bilhões, apresenta valores de impacto consistentemente baixos.

113 O problema reside nas três faixas intermediárias, que não apresentam valores de impacto ordenáveis para reduções nos critérios abaixo de 4% (1 e 2%). Nas duas primeiras colunas de cada tipo de acionista (tipo 1 = “somente fundos” e tipo 2 = “todos”), os valores de impacto reduzem na passagem da segunda para a terceira faixa, para depois se verem novamente elevados na passagem da terceira

para a quarta faixa. Esse resultado não é de todo surpreendente, tendo em vista o baixo poder explanatório das variáveis “tamanho da empresa” para variáveis de distribuição acionária.

114 Apenas consideramos a faixa “10 a 30 bilhões” como distinguível da faixa de companhias de “5 a 10 bilhões” em função dos impactos do tipo “acionistas que passariam a possuir determinado direito ao se reduzir o critério mínimo de 5% para 4%”. Para esse tipo de impacto, ao contrário do que ocorre faixa imediatamente anterior, não observamos impacto significativo para companhias de 10 a 30 bilhões.

115 Após a definição das cinco faixas de capital social, os valores encontrados para as quantidades de acionistas por percentual de participação foram os seguintes:

Tabela 5

Capital social da companhia	Número de companhias na amostra	Quantidade de acionistas para cada faixa de participação do capital social (situações-limite)							
		Somente fundos				Acionistas de qualquer tipo			
		1 a 5%	2 a 5%	4 a 5%	5 a 10%	1 a 5%	2 a 5%	4 a 5%	5 a 10%
0 a 1 bilhão	143	10	6	2	2	26	12	3	11
1 a 5 bilhões	67	8	3	1	2	20	9	3	4
5 a 10 bilhões	21	6	2	1	1	12	5	2	2
10 a 30 bilhões	7	7	4	0	1	19	5	1	1
Acima de 30 bilhões	7	2	1	0	0	6	4	2	3

116 A primeira distinção que nos salta aos olhos é com relação à quantidade de fundos (agrupados por gestor) detentores de parcelas correspondentes a algo entre 4 e 5% do capital social das companhias: nenhum se encaixaria nessa categoria para companhias acima de 10 bilhões de nossa amostra. A quantidade de acionistas de outros tipos nessa mesma faixa é de no máximo dois, para uma única empresa. A distinção entre as faixas de capital social “10 a 30 bilhões” e “acima de 30 bilhões” se justifica, por sua vez, pela quantidade de fundos detentores de 2 a 4% do capital social, ou seja, aqueles que, bastando dois, representariam pelo menos 4% do capital social da companhia.

117 Seguindo nessa linha de argumentação, utilizamos a tabela acima para avaliar o tipo e o grau do impacto ao se flexibilizar ou endurecer os critérios mínimos para participação para cada faixa apresentada. Embora para todas as faixas de capital social, reduções para critérios abaixo de 5% sejam não nulos, dado que a categoria “fundos” é mais ativa, consideramos baixíssimo o impacto direto para reduções que não facilitassem a tomada de direito por nenhum gestor de fundo sozinho.

118 Quando observamos pelo menos um fundo e no máximo dois acionistas de qualquer tipo para aquela faixa de participação, consideramos o impacto direto fraco. Para um fundo e mais do que dois acionistas de outros tipos ou dois fundos, impacto direto mediano e, finalmente, para mais do que

um fundo na faixa de participação ou mais que três acionistas de qualquer tipo, impacto forte. O quadro abaixo resume a classificação de impacto direto:

Quadro 3

Classificação de impacto direto		
Classificação	Quantidade de acionistas que passariam a adquirir, sozinhos, o direito	
	Somente fundos	Acionistas de qualquer tipo
Nulo	0	<= 2
Fraco	1	<= 2
Mediano	<= 2	<= 3
Forte	mínimo 2 fundos e/ou 3 acionistas	

119 Classificamos o impacto indireto a partir de variáveis que indicam o potencial de haver articulação ou convergência entre dois ou mais acionistas com o objetivo de alcançar determinado percentual. Julgamos pertinente propor critérios menos rigorosos que aqueles usados para o impacto direto, partindo da hipótese de que acionistas abaixo do mínimo para poder executar qualquer ação mais contundente possuiriam menos incentivos a participarem de assembleias. Chamamos “potencial de articulação ou convergência” para abarcar os casos em que minoritários convergem para uma mesma decisão sem tomarem ciência um do outro previamente.

120 As variáveis que escolhemos para indicar esse potencial foram as quantidades de acionistas que possuem pelo menos metade do necessário para atingir determinado percentual (2% para avaliar a chance de convergência para se conseguir 4% e 1% para a chance de convergência para se conseguir reunir detentores de 2% do capital social).

121 Seguindo a mesma lógica da classificação de impacto direto, propusemos para os indicadores de potencial de articulação ou convergência os seguintes valores:

Quadro 4

Classificação de impacto indireto: potencial de articulação ou convergência		
Classificação	Quantidade de acionistas detentores que, sozinhos, não adquirem o direito, mas detentores de pelo menos metade do necessário	
	Somente fundos	Acionistas de qualquer tipo
Nulo	<= 1	<= 4
Fraco	<= 4	<= 6
Mediano	<= 6	<= 9
Forte	mínimo 6 fundos e/ou 9 acionistas de qualquer tipo	

122 Finalmente, chegamos ao formato final de nossa análise de impacto direto e potencial – ainda abstraída do mérito de cada regra em particular – exposta no quadro abaixo. Cada regra será posteriormente avaliada segundo sua exposição aos diferentes tipos de risco levantados, que fundamentarão o quão desejável consideraremos expor cada grupo de companhias aos impactos aqui definidos:

Quadro 5

Capital social da companhia	Número de companhias na amostra	Classificação de impacto			
		Redução de 5 para 4%		5 para 2%	
		Impacto direto	Articulação ou convergência	Impacto direto	Articulação ou convergência
0 a 1 bilhão	143	mediano	forte	forte	forte
1 a 5 bilhões	67	mediano	mediano	forte	forte
5 a 10 bilhões	21	fraco	fraco	forte	forte
10 a 30 bilhões	7	nulo	fraco	forte	forte
Acima de 30 bilhões	7	nulo	nulo	mediano	fraco

4.5 Definição dos critérios de distinção das regras por faixa de capital social

123 Ao longo das entrevistas realizadas por telefone, buscamos estimular nossos informantes a diferenciarem as matérias sujeitas a alteração da norma via escalonamento, classificando-as de acordo com o tipo e o grau do risco atribuível a uma eventual super flexibilização da regra vigente. A maioria dos que declararam não enxergar risco algum relacionado a mudanças na norma trabalhavam em companhias altamente concentradas, com grupo controlador forte e com participação minoritária desprezível. Alguns dos respondentes afirmaram reconhecer a necessidade de cautela frente ao tema, mas disseram não ver grandes implicações para a realidade de suas companhias, que, até onde sabiam informar, nunca haviam sido alvo de ativismo.

124 Os que atribuíram a eventuais alterações na norma algum fator de risco para as companhias citaram como mais sensíveis as companhias:

- a) Com forte exposição à opinião pública, em geral companhias muito grandes;
- b) Estatais, seja por seu valor estratégico, seja pelo mencionado acima.

125 Já os eventos de risco foram classificados em dois tipos:

- a) Risco de exposição a ativismo curto-prazista ou oportunista;

b) Risco de exposição a comportamento amador.

- 126 Poucos entrevistados deram detalhes sobre o que consideravam ativismo oportunista. Os poucos que o fizeram relataram ser possível, ainda que raro, que acionistas minoritários pudessem assumir uma posição vendida e, se fosse possível influenciar a companhia com uma fração muito pequena do total do capital social, tornaria viável o engajamento em atividades prejudiciais à companhia, visando à obtenção de lucro com a queda no valor de seus papéis no futuro. De modo geral, aqueles que expuseram este tipo de receio atribuíram a acionistas com posições de curto prazo e a fundos multimercado os agentes com maior probabilidade de se engajarem nesse tipo de atividade.
- 127 Embora a exposição a atividade oportunista seja o evento de risco, dentro os citados, com consequências mais graves, as informações mais frequentes e com maior nível de detalhamento se referiam à exposição à atividade de acionistas mal informados e com pouca ou nenhuma experiência que, acreditando contribuir para a companhia, se engajam em determinadas ações sem compreender plenamente suas consequências.
- 128 Os dois eventos deste tipo mais citados foram a requisição da adoção de voto múltiplo e a requisição de instalação de conselho fiscal. Foi-nos relatado que não é pouco frequente que minoritários com pouca participação na companhia, quase sempre pessoas físicas, solicitem a instalação de conselho fiscal e, quando a proposta ganha adesão suficiente, nenhum acionista indica conselheiros. Esse comportamento inesperado é considerado pelos departamentos de relação com investidores das companhias como um indício de que a decisão não fora premeditada, mas fruto de desinformação por parte dos pleiteantes. Relata-se que o formato do boletim de voto a distância estimula essa interpretação por parte dos investidores não profissionais. Por outro lado, pode representar indício da dificuldade dos minoritários de incluírem candidatos e propostas. Além disso, conforme já relatado, pode também resultar do pouco tempo para adaptação ao novo instrumento.
- 129 A solicitação de adoção de voto múltiplo, por sua vez, é vista como sujeita aos dois tipos de risco. Do mesmo modo que a requisição de instalação de conselho fiscal, o acionista inexperiente ou pouco informado pode agir suggestionado, solicitando adoção de voto múltiplo sem possuir uma estratégia definida com relação ao que fazer com isso. Por sua vez, o acionista que busque exercer influência desproporcional à sua participação pode se valer dos prazos para requisição para tornar sua posição mais efetiva.
- 130 Argumenta-se que as decisões tomadas desconsiderando-se a possibilidade de adoção de voto múltiplo podem ver-se frustradas em cima da hora por requisições de adoção de voto múltiplo oportunamente submetidas no último momento, tornando-se menos eficazes e abrindo espaço para uma maior influência de acionistas minoritários que de outro modo não seriam capazes de eleger conselheiros.
- 131 A introdução das regras de boletim de voto a distância é vista como facilitadora desta situação, por permitir a alteração tardia do método de votação, embora a Instrução CVM 561, em sua seção III, artigo 21-I, parágrafo único, determine que:

O boletim de voto a distância deve dar ao acionista a possibilidade de alocar seus votos, expressando-os em forma percentual, entre os candidatos escolhidos na forma

dos incisos I a III, caso o voto múltiplo venha a ser solicitado após a data de disponibilização do boletim de voto a distância.

- 132 Contudo, os entrevistados que relataram esse tipo de questão argumentam que, mesmo sendo possível se adiantar à possibilidade de adoção de voto múltiplo, nem sempre isso é observado por grandes acionistas, sobretudo os estrangeiros e detentores de ações listadas no exterior. Sugerem que o desconhecimento com relação à norma brasileira torna difícil de explicar a dinâmica para o acionista estrangeiro, que acaba por não ver seu peso relativo na companhia devidamente representado. No caso dos detentores de ADR's, à potencialmente baixa familiaridade com a dinâmica adotada no Brasil soma-se o longo caminho entre a tomada de decisão e o recebimento do voto do acionista, contribuindo deste modo para um afastamento deste perfil de acionista do processo de tomada de decisão.
- 133 Classificamos, tendo em vista as informações apresentadas, as matérias sujeitas a potencial revisão dos critérios em três tipos segundo o grau de exposição a algum ou nenhum grupo de eventos de risco. Em linha com o argumento já exposto, a matéria referente à solicitação de adoção de voto múltiplo (destacada em negrito) foi atribuída exposição a três grupos de risco:

Quadro 6

Classificação	Matéria
Matérias mais sensíveis a atividades oportunistas	A exibição por inteiro dos livros da companhia
	Convocação da Assembleia Geral
	Requisição de informações ao administrador
	Ação de responsabilidade civil contra o administrador
	Requisição de informações ao Conselho Fiscal
	Mover ação contra sociedade controladora
	Solicitação de adoção de voto múltiplo
Matérias expostas ao risco de comportamento amador	Instalação de Conselho Fiscal de companhia filiada a grupo
	Instalação de conselho fiscal
Matérias menos expostas a risco	Inclusão de candidatos no boletim de voto a distância
	Inclusão de propostas no boletim de voto a distância

- 134 São justamente as matérias relatadas como mais sensíveis à ação de ativistas potencialmente mal-intencionados aquelas, à exceção do referente ao voto múltiplo, aquelas que nunca foram modificadas desde a promulgação da lei de companhias abertas. Como nunca foram definidos critérios escalonados, se valem de um único critério independente do tamanho das companhias, o

que termina, como vimos, por constituir critérios com leve viés restritivo para companhias maiores. Como a literatura especializada, nosso levantamento de dados e a realização de entrevistas convergem ao apontarem correlação positiva entre o tamanho do capital social e a escolha da companhia alvo de ativismo, nos parece adequado não modificar as regras vigentes. Como em companhias maiores há menos acionistas minoritários suficientemente grandes (acima de 5%) a ponto de se enquadrarem nos critérios mínimos de participação, a manutenção de critérios sem distinção por tamanho deve compensar o estímulo da variável “tamanho do capital social” para as variáveis indicadoras de ativismo.

- 135 Tendo em vista a preocupação captada com relação ao ativismo de investidores de curtíssimo prazo, respaldados pelos exemplos das regras da Áustria, Japão e Coréia do Sul para convocação de assembleias e inclusão de itens em pauta, além da regra da SEC americana para inclusão de itens em pauta, sugerimos que seja avaliado o mérito da introdução de critério referente ao tempo em posse das ações:

Quadro 7

Matéria	Regra sugerida
A exibição por inteiro dos livros da companhia	Manter o critério de 5% do capital social. Em uma eventual discussão acerca da inclusão de critério de tempo em posse das ações, seria pertinente avaliar o mérito de se diminuir os percentuais.
Convocação da Assembleia Geral	
Requisição de informações ao administrador	
Ação de responsabilidade civil contra o administrador	
Requisição de informações ao Conselho Fiscal	
Mover ação contra sociedade controladora	

- 136 A lei 6404/76, embora não vede explicitamente a adoção de outros critérios, define bem o sentido que a revisão das matérias enumeradas em seu artigo 291 como passíveis de alteração dos percentuais mínimos, apontando para a possibilidade de flexibilização daqueles percentuais fixados mediante escalonamento das companhias em função do tamanho de seu capital social:

Art. 291. A Comissão de Valores Mobiliários poderá reduzir, mediante fixação de escala em função do valor do capital social, a porcentagem mínima aplicável às companhias abertas, estabelecida no art. 105; na alínea c do parágrafo único do art. 123; no caput do art. 141; no § 1o do art. 157; no § 4o do art. 159; no § 2o do art. 161; no § 6o do art. 163; na alínea a do § 1o do art. 246; e no art. 277. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001). Parágrafo único. A Comissão de Valores Mobiliários poderá reduzir a porcentagem de que trata o artigo 249.

- 137 A adoção de critérios alternativos baseados no tempo de posse das ações poderia, entretanto, ser avaliado. Em nosso comparativo internacional, encontramos três critérios distintos, que poderiam ser adotados de acordo com avaliação posterior do mérito por parte desta autarquia:

- a) Três meses em posse das ações – caso austríaco;
- b) Seis meses em posse das ações – casos japonês e sul coreano;
- c) Um ano em posse das ações – caso americano.

138 Das matérias classificadas como sensíveis a um ativismo orientado para interesses curto-prazistas ou potencialmente oportunistas, tratamos em separado dos critérios para adoção de votação por voto múltiplo por se tratar do único item já escalonado da categoria. Se, por um lado, a esmagadora maioria das companhias do mercado já se encaixa na faixa de capital social com regras mais flexíveis, indicando assim uma régua de escalonamento bastante defasada, por outro lado, o impacto de uma regra demasiadamente flexível é consideravelmente mais suave que aquele observado, por exemplo, para o critério mínimo para mover ação contra sociedade controladora.

139 Deste modo, a simples atualização dos valores de referência da regra utilizada teria impacto imediato para mais de 60% das companhias do mercado, que passariam a obedecer a critérios mais restritivos. Assim, ao invés de atualizar a regra vigente para os critérios atuais, que variam entre restrições começando em 10% até 5% de percentual de participação acionária, sugerimos o seguinte quadro de valores:

Quadro 8.1: Critérios mínimos sugeridos para requisição de adoção de voto múltiplo

Participação no Capital Social	Referência	Tamanho do capital social da companhia (em reais)
7%	% do capital social	até 1 bilhão
6%		de 1 a 5 bilhões
5%		de 5 a 10 bilhões
4%		10 a 30 bilhões
3%		acima de 30 bilhões

140 No quadro a seguir, podemos avaliar a quantidade de companhias afetados pela mudança proposta. Foram consideradas “companhias afetadas de fato” aquelas que apresentaram pelo menos um acionista na situação de ter seu direito alterado, seja no sentido de perder o poder de requisitar a adoção de voto múltiplo, seja no sentido de adquirir esse poder:

Quadro 8.2: Impactos de mudanças nos mínimos sugeridos para requisição de adoção de voto múltiplo

Capital Social	Tipo de impacto sobre a regra	Critério atual	Proposta	Companhias no critério (dentre 251 estudadas)	Afetadas de fato
até 10 milhões	flexibiliza	10%	7%	19	2
10 a 25 milhões	flexibiliza	9%	7%	9	0
25 a 50 milhões	flexibiliza	8%	7%	18	3
50 a 75 milhões	não muda	7%	7%	8	0
75 a 100 milhões	restringe	6%	7%	2	0
100 até 1 bilhão	restringe	5%	7%	95	37
1 a 5 bilhões	restringe	5%	6%	68	17
5 a 10 bilhões	não muda	5%	5%	21	0
10 a 30 bilhões	flexibiliza	5%	4%	0	0
acima de 30 bilhões	flexibiliza	5%	3%	12	5

141 Para os critérios para instalação de conselho fiscal, hoje variando entre 8 e 2% e definidos para faixas de capital social com valores desatualizados (última faixa de maiores companhias começando em 150 milhões), acrescentamos uma faixa intermediária e propusemos diminuir um pouco a distância entre os critérios das faixas de maiores companhias daqueles aplicados a companhias menores.

Quadro 9.1: Critérios mínimos sugeridos para requisição de instalação de conselho fiscal

Participação no Capital Social	Referência	Tamanho do capital social da companhia (em reais)
6%	% do capital social	até 1 bilhão
5%		de 1 a 5 bilhões
4%		de 5 a 10 bilhões
3%		10 a 30 bilhões
2%		acima de 30 bilhões

142 Naturalmente, devido à grande defasagem entre os critérios adotados para tamanho de capital social e o mercado atual, que quaisquer revisões nesse sentido tentem a causar algum impacto no sentido de endurecer um pouco a norma, o que será inevitável hoje e nas revisões futuras:

Quadro 9.2: Impactos de mudanças nos mínimos sugeridos para requisição de instalação de conselho fiscal

Capital Social	Tipo de impacto sobre a regra	Critério atual	Proposta	Companhias no critério (dentre 251 estudadas)	Afetadas de fato
até 50 milhões	flexibiliza	8%	6%	46	7
50 a 100 milhões	não muda	6%	6%	10	0
100 a 150 milhões	restringe	4%	6%	16	6
150 a 1 bilhão	restringe	2%	6%	79	61
1 a 5 bilhões	restringe	2%	5%	68	51
5 a 10 bilhões	restringe	2%	4%	21	11
10 a 30 bilhões	restringe	2%	3%	0	0
acima de 30 bilhões	não muda	2%	2%	12	0

143 No caso da alteração na regra de voto múltiplo, a redução do critério da faixa mais rigorosa de 10 para 7% teve por objetivo reduzir o impacto restritivo causado pela realocação de um grande número de companhias para a faixa com maior rigor. Optamos também, por recomendar a manutenção da flexibilização da regra de forma gradual, a cada faixa de capital social, até o limite de 3%.

144 Para a instalação do conselho fiscal, por sua vez, uma vez que, ao contrário do voto múltiplo, não encontramos razões para classificarmos esta matéria como significativamente exposta ao risco de ser mobilizada por ativismo curto-prazista ou oportunista (embora não seja impossível), optamos por sugerir a manutenção do critério mais flexível conforme a regra em sua origem, que fixa o critério da faixa de maiores companhias em 2%. Acreditamos que a revisão das faixas de capital social para parâmetros mais adequados deverá ser suficiente para mitigar o risco de vitória não intencional¹⁵ da proposta de instalação de conselho fiscal, enquanto as demais alterações deverão ser suficientes para reduzir o impacto restritivo que essa revisão das faixas causaria.

145 Para os últimos dois critérios avaliados, finalmente, sugerimos uma abordagem ligeiramente distinta daquelas adotadas até agora. As matérias relativas à inclusão de propostas e de candidatos no boletim de voto a distância foram as únicas cujos critérios foram definidos no passado recente, já escalonadas e com parâmetros de tamanho de capital social não muito distantes da realidade atual. Hoje, as regras se diferenciam na medida em que a inclusão de candidatos requer metade das

¹⁵ Conforme relatado em algumas entrevistas, há indícios de que alguns minoritários muito pequenos solicitem a instalação de conselho fiscal sem terem informação consistente com relação ao que isto implica, uma vez que já houveram casos de vitória da requisição sem que ninguém indicasse conselheiros e, portanto, a assembleia terminasse sem efetivamente instalar o conselho fiscal. Não foi possível verificar isto com as informações requisitadas às companhias, uma vez que não possível diferenciar os motivos para a não instalação do conselho

ações necessárias para a inclusão de propostas, para cada faixa de tamanho de capital social, embora diga respeito a valores relativos a um único tipo de ação.

146 Ao invés de apresentar uma única proposta de alteração nos percentuais mínimos para incluir propostas ou candidatos no boletim de voto à distância, simularemos dois cenários para avaliação das consequências de se alterar os critérios mínimos para inclusão de propostas e três cenários para alterações nos critérios para inclusão de candidatos no boletim de voto a distância. Como não encontramos riscos significativos associados ao acesso a esses dois direitos, e como anteriormente à obrigatoriedade do boletim de voto a distância não era vedado a nenhum acionista apresentar candidatos e propostas à assembleia, foi mais difícil, para essas matérias, encontrar um ponto de equilíbrio entre os prós e os contras de cada ponto percentual de flexibilização das regras.

147 Para a regra de inclusão de propostas no boletim de voto a distância, simulamos um cenário em que os critérios começariam em 1%, como hoje, mas variassem de maneira mais suave entre as faixas de capital social, até o critério de 2,5% (proposta 1) e outro (proposta 2) começando em 0,75% para a faixa mais flexível:

Quadro 10.1 – Critérios mínimos sugeridos para inclusão de propostas no boletim de voto a distância

Capital Social	Efeito	Regra atual	Proposta 1	Proposta 2
até 0,5 bilhões	flexibiliza	5%	2,5%	1,50%
0,5 a 1 bilhão	flexibiliza	3%	2,5%	1,50%
1 a 2 bilhões	flexibiliza	3%	2,0%	1,25%
2 a 5 bilhões	não muda	2%	2,0%	1,25%
5 a 10 bilhões	restringe	1%	1,5%	1,00%
acima de 10 bilhões	não muda	1%	1,0%	0,75%

Quadro 10.2 – Comparação entre os impactos das propostas 1 e 2 para critérios mínimos para inclusão de propostas no boletim de voto a distância

Capital Social	Proposta 1		Proposta 2	
	Critério	Acionistas adquirindo ou perdendo o direito na companhia mais afetada	Critério	Acionistas adquirindo ou perdendo o direito na companhia mais afetada
até 0,5 bilhões	2,5%	7	1,50%	13
0,5 a 1 bilhão	2,5%	3	1,50%	11
1 a 2 bilhões	2,0%	6	1,25%	10
2 a 5 bilhões	2,0%	0	1,25%	8
5 a 10 bilhões	1,5%	-8	1,00%	0
acima de 10 bilhões	1,0%	0	0,75%	6

148 Quando avaliamos o impacto em alterações nos critérios para inclusão de candidatos no boletim, por sua vez, percebe-se um impacto muito pequeno, mesmo para alterações mais bruscas nos critérios. No caso da proposta 1, a companhia que sofreria o maior impacto teria 14 acionistas adquirindo o direito a incluir candidatos no boletim de voto a distância. A proposta 2, ainda mais flexível, produziria o efeito de conceder o direito a incluir candidatos no boletim de voto a distância, na situação mais extrema, a 35 acionistas. Considerando-se que este tipo de participação mais ativa é extremamente raro, espera-se que o resultado prático não represente um grande impacto na dinâmica das assembleias, mesmo em se avaliando o cenário 2.

Quadro 11 – Comparação entre propostas 1 e 2 para critérios mínimos para inclusão de candidatos no boletim de voto a distância

Capital social	Regra Atual	Proposta 1	Proposta 2
até 0,5 bilhões	2,5%	1,25%	1,0%
0,5 a 1 bilhão	1,5%	1,25%	1,0%
1 a 2 bilhões	1,5%	1,0%	0,75%
2 a 5 bilhões	1,0%	1,0%	0,75%
5 a 10 bilhões	0,5%	0,75%	0,5%
acima de 10 bilhões	0,5%	0,5%	0,25%

5 Conclusões Finais

- 149 A maior dificuldade enfrentada ao longo deste estudo foi dar conta da vinculação da norma a um critério de escalonamento que, embora sujeito a questionamentos, é determinado pela lei de companhias abertas como condicionante de alterações em determinados critérios de participação de minoritários em assembleias.
- 150 Uma das conclusões deste estudo foi que o escalonamento das regras não gera benefícios significativos que justifiquem os custos envolvidos no esforço de revisão que esse tipo de regra demanda. A definição de faixas de capital social mais abrangentes visou diminuir a necessidade de uma revisão muito frequente, mas não resolve definitivamente esse problema.
- 151 Avaliamos que a regra por escalonamento tenha se baseado em uma premissa contestável – a de que existiria uma relação forte entre a distribuição acionária e o tamanho das companhias, para o qual a variável capital social foi utilizada como proxy. Podemos verificar o sentido da preocupação dos legisladores pela redação da carta de exposição de motivos da lei 6404/76:

As disposições gerais incluem normas: (...)

c. conferindo competência à Comissão de Valores Mobiliários para reduzir, nas companhias de grande porte, de capital amplamente pulverizado, as porcentagens mínimas, previstas na lei, para o exercício de alguns direitos de minoria (art. 291).
Ministério da Fazenda, 1976. Grifos nossos.

- 152 Tendo em vista o baixo grau de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro quando da formulação da lei de companhias abertas, seria justo supor que em 1976 os legisladores não tinham à sua disposição nem mesmo uma fração da quantidade e da qualidade da informação que sustenta a presente análise.
- 153 Entendemos, por sua vez, que o retorno aos valores fixos originalmente determinados pela lei 6404/76 resultaria em um ambiente ainda mais avesso à participação de acionistas minoritários para a maior parte das companhias, visto que todas aquelas que hoje se encontram nas faixas de capital social com regras mais flexíveis – como vimos, cerca de três quartos do mercado – voltariam a operar com critérios mais rigorosos, o que não é nosso objetivo.
- 154 No entendimento desta Assessoria, tampouco seria possível ou desejável, hoje, nivelar os critérios por baixo. O artigo 291 da referida lei é claro ao vincular qualquer flexibilização dos critérios a uma regra escalonada por tamanho do capital social. Com relação às consequências de um eventual nivelamento por baixo (propor regras igualmente flexíveis a todas as companhias), consideramos que, embora tenhamos chegado à conclusão de que não há uma relação forte entre as variáveis de dispersão acionária e as variáveis de tamanho das companhias, o sentido de proteger mais a companhia menor diz respeito à possibilidade de investidores de prazo curtíssimo assumirem posições relevantes da noite para o dia em companhias muito pequenas.

- 155 Ou seja, não há nada, em uma fotografia do mercado em um determinado momento, que indique que o critério por capital social seja racional, se levarmos em consideração uma estrutura de distribuição acionária minimamente rígida no curto prazo. De todo modo, nos parece que, embora o fundamento da regra por escalonamento buscasse sustentação em uma premissa equivocada para a atual dinâmica do mercado, seria razoável, por exemplo, ver sentido na lógica de que obter 1% de uma companhia com capital social de 100 milhões seja uma operação mais rápida e simples que obter os mesmos 1% de uma companhia com capital social na ordem dos bilhões de reais, o que as tornaria menos sensíveis à ação de investidores movidos por interesses de curtíssimo prazo.
- 156 Conforme observamos, tanto em nossa fase de entrevistas quanto nos dados levantados, que o ativismo minoritário, de qualquer tipo, ainda é muito baixo no Brasil, e que não há nada nos dados levantados que indique um mercado exposto, hoje, aos riscos levantados classificados como potencialmente preocupantes. Entendemos que uma alteração mais radical na regra fugiria ao escopo normativo definido pela legislação, mas que, em um eventual cenário de reforma dos pontos levantados, uma solução possível pudesse passar pela revisão para baixo dos critérios de participação que igualasse companhias de todos os tamanhos, desde que acompanhados de critérios relativos ao tempo em posse das ações, conforme observado em algumas jurisdições. Nenhuma das sugestões ao colegiado da CVM levaram em consideração a possibilidade abordada acima, o que exigiria maior reflexão sobre o assunto.
- 157 Atendo-nos ao escopo de revisão dos critérios dentro do quadro normativo vigente, uma segunda parcela do esforço empreendido neste estudo foi direcionada à proposição de critérios para classificar cada matéria sujeita à alterações de acordo com sua sensibilidade a cada tipo de risco levantado, de modo a avaliar o tipo de impacto potencial de mudanças em cada regra estabelecida. Levamos em consideração, neste momento da análise, mesmo os eventos com a probabilidade mais remota de ocorrerem, como é o caso do risco potencial de exposição a ativismo curto-prazista ou oportunista.
- 158 Em seguida, estabelecemos critérios para medir a intensidade dos impactos de cada critério de participação de minoritários em companhias abertas. Tendo em vista a lacuna teórica e a dificuldade em se extrair dos participantes do mercado impressões mais objetivas com relação ao impacto da exposição de cada matéria a acionistas muito pequenos, tratamos de propor uma régua de classificação de impacto baseada em agrupamento segundo proximidade. Ou seja, os impactos relativos foram classificados de acordo com a distância de cada grupo de impacto com relação ao grupo menos sujeito a acionistas muito pequenos, o que nos permitiu ordenar cada grau de impacto. A classificação resultante é uma medida de impacto relativo, nunca absoluto.
- 159 O resultado foi a definição de critérios objetivos no que se refere à ordenação dos diferentes grupos de impacto, embora sujeitos a alguma dose de arbitrariedade no que diz respeito à definição dos riscos de exposição máximos definidos como toleráveis. Tendo isso em vista, propusemos critérios que resgatem o sentido da proposta original da legislação, buscando uma regra cujo sentido não expirasse tão rapidamente sem, contudo, causar um impacto nem demasiado restritivo nem que expusesse demais as companhias pequenas aos riscos levantados.
- 160 Após levar em consideração seu grau de sensibilidade aos diferentes riscos, das regras cujos valores decidimos alterar, aquela que sofreria uma revisão um pouco mais restritiva seria a matéria referente

à instalação do conselho fiscal. Conforme argumentado, a estrutura da norma por escalonamento impõe, ela mesma, um viés conservador ao próprio ato de revisar, de tempos em tempos, os valores anteriormente escalonados.

- 161 Para a matéria referente à adoção de voto múltiplo, por sua vez, encontramos maior espaço para acomodação da régua de critérios segundo faixa de capital social, de modo a propor uma atualização das faixas com um menor impacto sobre a dinâmica das companhias. Deste modo, devido ao viés deste tipo de estrutura normativa e o longo período sem atualização dos valores, em nossa proposição, algumas faixas de capital social também sofreriam uma alteração no sentido de restringir a regra para menos acionistas. Por outro lado, algumas companhias teriam o voto múltiplo ligeiramente facilitado, o que suavizaria um pouco esse viés restritivo.
- 162 Caso não sejam feitas revisões nestes critérios, a tendência é que o mercado caminhe aos poucos para um cenário em que todas as companhias pertençam à faixa de capital social mais flexível, eliminando por completo a diferenciação dos critérios por tamanho do capital social. Não consideramos, contudo, que este cenário seja muito favorável à adoção do voto múltiplo, o que justifica nossa sugestão de reduzir os critérios aplicados à faixa mais flexível.
- 163 Finalmente, tendo em vista o objetivo de estimular o ativismo minoritário em companhias abertas e o fato de não termos encontrado nenhum efeito adverso considerável para uma eventual facilitação do acesso ao direito de incluir candidatos e propostas no boletim de voto a distância, sugerimos flexibilizar os critérios referentes às duas matérias. Nestes casos, oferecemos algumas simulações de cenários plausíveis para alteração nas regras. Para os dois cenários para avaliação dos impactos em alterações nas regras para inclusão de candidatos, não encontramos resultados que apontassem para eventos de risco. Este dado corrobora com o argumento de que haveria espaço para flexibilização desta regra em particular sem qualquer risco para as companhias.
- 164 No próximo e último quadro, resumimos o resultado prático das alterações sugeridas ao longo deste estudo para cada faixa de capital social. A quantidade de companhias que se encontrariam em cada situação diz respeito ao total de companhias para aquela faixa de capital social, independentemente de verificarem, para este momento, acionistas em alguma das situações de fato afetadas, de modo a permitir a comparação entre as regras simultaneamente:

Quadro 12 – Resumo dos impactos das alterações propostas

Capital Social	Quantidade de companhias	Impacto sobre a adoção de voto múltiplo	Impacto sobre instalação de Conselho Fiscal	Impacto sobre inclusão de candidatos e propostas
até 10 milhões	18	flexibiliza	flexibiliza	flexibiliza
10 a 25 milhões	9	flexibiliza	flexibiliza	flexibiliza
25 a 50 milhões	18	flexibiliza	flexibiliza	flexibiliza
50 a 75 milhões	8	não muda	não muda	flexibiliza
75 a 100 milhões	2	restringe	não muda	flexibiliza
100 a 150 milhões	16	restringe	restringe	flexibiliza
150 a 0,5 bilhão	37	restringe	restringe	flexibiliza
0,5 a 1 bilhão	42	restringe	restringe	flexibiliza
1 a 2 bilhões	27	restringe	restringe	flexibiliza
2 a 5 bilhões	41	restringe	restringe	flexibiliza
5 a 10 bilhões	21	não muda	restringe	flexibiliza
10 a 30 bilhões	5	flexibiliza	restringe	flexibiliza
acima de 30 bilhões	7	flexibiliza	não muda	flexibiliza

6 Referências Bibliográficas

- BIZJAK, J.; MARQUETTE, C. J. Are Shareholder Proposals All Bark and No Bite? Evidence from Shareholder Resolutions to Rescind Poison Pills. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 33, p. 499–521, 1998.
- CRISÓSTOMO, V. L.; GONZÁLEZ, E. V. Possível estratégia de ativismo de fundos de pensão no Brasil. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 10, n. 1, p. 139–155, abr. 2006.
- CVM. ICVM no 400. Instrução CVM no 400. . 2003.
- GILLAN, S.; STARKS, L. T. The evolution of shareholder activism in the United States. 2007.
- GONG, B. Understanding and Augmenting Institutional Shareholder Activism: A Comparative Study of the UK and China. [s.l.] Durham University, 2011.
- JENSEN, M. C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, v. 48, n. 3, p. 831, 1993.
- KENDALL, M. G. A NEW MEASURE OF RANK CORRELATION. *Biometrika*, v. 30, n. 1–2, p. 81–93, 1 jun. 1938.
- KLOSE, J.; KLEIN, A. Shareholder proposals and corporate governance. *New York University Working Paper.*, 1995.
- KWOKA, J. E. Large Firm Dominance and Price-Cost Margins in Manufacturing Industries. *Southern Economic Journal*, v. 44, n. 1, p. 183, jul. 1977.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Exposição de motives*, n. 196, 1976.
- PAGE, E. B. Ordered Hypotheses for Multiple Treatments: A Significance Test for Linear Ranks. *Journal of the American Statistical Association*, v. 58, n. 301, p. 216, mar. 1963.
- SEC. Facilitating shareholders directors nominations - *SEC proposal rule*, 2010.
- SMITH, M. P. Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS. *The Journal of Finance*, v. 51, n. 1, p. 227, 1996.
- SPEARMAN, C. The Proof and Measurement of Association between Two Things. *The American Journal of Psychology*, v. 15, n. 1, p. 72, jan. 1904.
- VAN DER ELST, C. Revisiting Shareholder Activism at AGMs: Voting Determinants of Large and Small Shareholders. *SSRN Electronic Journal*, 2011.
- VARGAS, L. H. F. Ativismo de acionistas no mercado acionário brasileiro: evidências e determinantes em empresas listadas na BM&FBovespa. [s.l.: s.n.].
- WORLD BANK. Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC). [s.l.: s.n.].