



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### RELATÓRIO DE ANÁLISE

#### Audiência Pública SDM nº 04/17 – Processo CVM SEI nº 19957.006078/2016-32

**Objeto:** Alteração da Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009, no capítulo que regulamenta a participação e votação a distância em assembleias de acionistas.

#### Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, para apresentar ao Colegiado as sugestões enviadas na Audiência Pública SDM nº 04/17, que recebeu comentários do público entre os dias 2 de outubro e 1º de novembro de 2017.

A audiência teve como objeto minuta de instrução (“Minuta”) que propôs cinco alterações na regulamentação da votação a distância em assembleias de acionistas, quais sejam: (i) inclusão da aplicação obrigatória do boletim de voto a distância à assembleia geral extraordinária (AGE) convocada para ocorrer na mesma data da assembleia geral ordinária (AGO); (ii) regulamentação da reapresentação do boletim de voto a distância para a inclusão de candidatos propostos por acionistas não controladores para o conselho de administração ou conselho fiscal; (iii) alteração do prazo mínimo exigido para inclusão de candidatos no boletim; (iv) modificações pontuais no conteúdo do boletim de votação a distância; e (v) divulgação do mapa final de votação em formato analítico.

As manifestações na audiência pública recebidas tempestivamente estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores,<sup>1</sup> razão pela qual todos os comentários e sugestões apresentados são citados neste relatório de forma resumida. Sugestões relativas a alterações ortográficas e a ajustes meramente redacionais não estão citadas, mas foram levadas em consideração na elaboração da proposta definitiva de instrução.

Conforme exposto no Edital de Audiência Pública SDM nº 04/17, a CVM optou por realizar, neste momento inicial de aplicação da regra, alterações de aspectos pontuais da norma, não se propondo a promover uma ampla reforma no sistema de votação a distância instituído pela Instrução CVM nº 561, de 7 de abril de 2015.

---

<sup>1</sup> Cf. [http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2017/sdm0417.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2017/sdm0417.html).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Em linha com esse raciocínio, sugestões de aprimoramento não relacionadas aos pontos de aprimoramento anteriormente mencionados foram consideradas fora do escopo desta audiência. Ainda assim, tais sugestões foram incorporadas ao processo que reúne sugestões de aprimoramento mais profundas no sistema de votação a distância, devendo ser consideradas pela CVM em momento oportuno, após acompanhamento do funcionamento do voto a distância na próxima temporada de assembleias.

Para melhor descrever e comentar as sugestões recebidas, o relatório está organizado da seguinte forma:

### Conteúdo do relatório

1. Participantes da audiência pública .....	3
2. Comentários à Minuta.....	3
2.1. Nova hipótese de aplicação obrigatória do boletim de voto a distância (art. 21-A, § 1º) .....	3
2.2. Aumento do prazo para inclusão de candidatos e possibilidade de reapresentação do boletim pela companhia (art. 21-A, §§ 3º, 4º, 5º e 6º, e art. 21-L, § 1º).....	7
2.3. Divulgação do mapa final de votação em formato analítico pela companhia (art. 21-W, § 6º).....	18
2.4. Modificações no conteúdo do boletim de votação a distância (itens 11, 12-A, 12-B, 12-C, 12-D, 13, 14 15, 16-A, 16-B e 17 do Anexo 21-F) .....	22
2.4.1. Distribuição automática de votos em caso de eleição por voto múltiplo .....	22
2.4.2. Utilização do boletim para a requisição de eleição em separado .....	23
2.5. Data de entrada em vigor da norma.....	24
3. Outras propostas de alteração da Instrução CVM nº 481, de 2009.....	25
4. Proposta definitiva de instrução.....	32



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 1. Participantes da audiência pública

Os seguintes participantes manifestaram-se na audiência pública: (i) ABRASCA – Associação Brasileira das Companhias Abertas (“ABRASCA”); (ii) AMEC – Associação de Investidores no Mercado de Capitais (“AMEC”); (iii) ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (“ANBIMA”); (iv) B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”); (v) Glass Lewis & Co. (“Glass Lewis”); (vi) IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”); (vii) Mesquita Pereira, Almeida, Esteves Advogados (“Mesquita Pereira”); e (viii) Stocche, Forbes, Padis, Filizzola, Clápis, Pássaro, Meyer e Refinetti Advogados (“Stocche Forbes”).

### 2. Comentários à Minuta

#### 2.1. Nova hipótese de aplicação obrigatória do boletim de voto a distância (art. 21-A, § 1º)

Glass Lewis, IBGC e ANBIMA foram favoráveis à proposta de inclusão de nova hipótese mandatória de utilização do boletim de votação a distância, nos casos em que uma AGE seja convocada para ocorrer na mesma data da AGO.

Glass Lewis considera que a obrigatoriedade de utilização do sistema de votação a distância deveria, na verdade, ser estendida a todas as assembleias gerais extraordinárias, independente da matéria a ser deliberada ou da data a ser realizada.

No mesmo sentido, ANBIMA entende que seria conveniente fixar um prazo para aplicação obrigatória do voto a distância para todas as assembleias, preferencialmente a partir de 1º de janeiro de 2019, uma vez que tal sinalização permitiria aos prestadores de serviço e companhias se organizarem com antecedência para adoção plena do sistema, bem como incentivaria os investidores não residentes a abandonarem por completo a representação por meio de procurações, utilizando-se do boletim de votação em todas as assembleias das companhias.

A associação argumenta que grande parte das companhias abertas já adota o voto a distância para todas as assembleias, mesmo sem a obrigatoriedade, de modo que o custo de adaptação para elas seria marginal, quando comparado aos benefícios para os investidores.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A CVM pretende estender o voto a distância a todas as assembleias gerais extraordinárias, para possibilitar que os investidores possam desfrutar dos benefícios desse processo de votação em sua plenitude.

Ainda assim, por tratar de uma alteração relevante na regulamentação vigente, essa mudança deve ser discutida previamente com o mercado por meio de audiência pública, cuja conveniência de realização deverá ser avaliada somente após a aplicação da regra por um conjunto mais amplo de companhias abertas.

Por esse motivo, as sugestões não foram acatadas.

Em relação à AGO/E, ANBIMA comenta que a atual regulamentação não obriga que o boletim de voto separe claramente quais são as matérias referentes à AGO e quais são referentes à AGE.

A ausência de separação expressa entre tais matérias seria prejudicial aos investidores estrangeiros, tendo em vista que: (a) o padrão internacional de trocas de mensagens utilizado para transmissão de informações sobre eventos corporativos e instruções de voto (padrão ISO) dispõe que as matérias referentes aos diferentes tipos de assembleia sejam enviadas em mensagens separadas (uma para AGO e outra para AGE); e (b) alguns investidores institucionais têm como política votar obrigatoriamente em determinadas matérias vinculadas somente à AGO ou à AGE, de modo que a separação das matérias por tipo de assembleia seria fundamental para clarificar e facilitar a participação desse tipo de investidor.

ANBIMA salienta que os sistemas de votação a distância desenvolvidos por escrituradores, custodiantes e depositária central já estariam aptos para o cadastro de dois boletins de votação separados (um para AGO e outro para AGE), prática inclusive adotada por algumas companhias durante a temporada de assembleias de 2017. Nesses casos, os custodiantes puderam encaminhar os dois boletins de votação de modo automatizado aos investidores estrangeiros, por meio do sistema de transmissão de informações.

Ao contrário, nos casos em que os boletins de AGO/E estiveram unificados, os custodiantes de investidores estrangeiros precisaram separar manualmente cada um dos boletins de votação a serem transmitidos, impedindo a automação plena de seus sistemas internos à cadeia de



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

votação a distância. ANBIMA coloca esta como a principal causa impeditiva do oferecimento do serviço de votação a distância de forma 100% automatizada pelos custodiantes na temporada de assembleias de 2017.

Pelo exposto, ANBIMA sugere a inclusão de parágrafo ao art. 21-A, a fim de prever que *“[n]os casos de assembleia geral ordinária convocada para ocorrer na mesma data e hora da assembleia geral extraordinária, o boletim de voto a distância deve claramente indicar quais matérias são referentes a cada tipo de assembleia e o cadastro das assembleias deve ser feito de forma separada junto às depositárias centrais envolvidas, sendo tratadas como assembleias independentes no processamento do voto a distância”*.

Não se entendeu necessário acatar a sugestão, pois, em função da avaliação do funcionamento do voto a distância na temporada de assembleias ordinárias de 2017, a CVM já determinou à B3 o bloqueio da funcionalidade que permitia que as companhias elaborassem um único boletim refletindo as matérias da AGO e da AGE realizadas na mesma data.

Com isso, no caso de realização de AGO/E, as companhias deverão elaborar dois boletins diferenciados, segregando as matérias relativas a cada assembleia, dado que o art. 21-F, § 1º, I, da Instrução CVM nº 481, de 2009, já determina que devem estar incluídas no boletim de voto a distância as matérias constantes da agenda da assembleia a qual se refere.

Mesquita Pereira sustenta que os sistemas desenvolvidos para o exercício do voto a distância não estão bem estabelecidos e ajustados, tornando-se prematura a opção da CVM por ampliar a obrigatoriedade de aplicação do boletim de votação a distância às AGE convocadas para ocorrer na mesma data da AGO.

O participante lista algumas dificuldades práticas que poderiam ocorrer durante a temporada de 2018, como, por exemplo, no caso de algumas matérias de AGE que dependem de quórum qualificado não atingirem tal quórum. Nesse caso, o participante questiona como os boletins deveriam ser processados e reaproveitados na segunda convocação da AGE.

O comentário não foi acatado. Conforme exposto no edital da audiência pública, a CVM entende que a aplicação do voto a distância na AGE convocada para ocorrer na mesma data da AGO confere mais efetividade ao voto a distância e evita um tratamento diferenciado entre os



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

acionistas presenciais (que participam de todas as deliberações ocorridas no conclave) e os acionistas que votam remotamente por meio do boletim.

Ressalta-se que, no exercício de 2017, várias companhias adotaram o voto a distância de forma voluntária no caso das AGE, sem maiores dificuldades práticas.

O voto a distância tende a reduzir a necessidade de realização de assembleia em segunda convocação, dado que favorece uma maior participação dos acionistas nas assembleias, facilitando o alcance do quórum mínimo legal para instalação em primeira convocação.

Não obstante, em função da sugestão da ANBIMA comentada no item 3 deste relatório, a CVM entendeu conveniente alterar o art. 21-X da Instrução CVM nº 481, de 2009, para prever que deve ser aplicado na assembleia realizada em segunda convocação o mesmo procedimento aplicado ao adiamento da assembleia, que determina que as instruções de voto recebidas devem ser consideradas normalmente, desde que o adiamento não ultrapasse 30 dias da data para qual foi convocada.

Stoche Forbes é contra a proposta de aplicar o voto a distância na AGE convocada para ocorrer na mesma data da AGO. O escritório entende que o voto a distância deveria se aplicar à AGO, à AGE que delibere sobre eleição do conselho fiscal ou de administração e à AGE que seja convocada em conjunto com a AGO para deliberar sobre matérias incluídas a pedido de acionistas. Defende que nesse último caso haveria ainda espaço para interpretar que o boletim de voto a distância somente precisaria conter as matérias de AGE incluídas pelos acionistas, não se estendendo às demais matérias propostas pela administração para a AGE.

O escritório alega que o simples fato de uma AGE ser convocada para a mesma data da AGO não seria motivo suficiente para se atribuir a essa assembleia um procedimento diferenciado das demais, dado que isso poderia limitar a possibilidade de agendamento de um conclave pela administração. Assim, sugere que a norma disponha que o boletim deve ser disponibilizado “*por ocasião da assembleia geral ordinária ou assembleia geral ordinária e extraordinária*”.

A sugestão não foi acatada. Como já comentado, a aplicação do voto a distância na AGE convocada para ocorrer na mesma data da AGO confere mais efetividade ao voto a distância e evita tratamento diferenciado entre os acionistas presenciais (que participam de todas



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

as deliberações ocorridas no conclave) e os acionistas que votam remotamente por meio do boletim.

Vale esclarecer que não procede a afirmação de que o voto a distância somente se aplica às deliberações da assembleia que forem incluídas pelos acionistas não controladores. O art. 21-F, § 1º, I, da Instrução CVM nº 481, de 2009, determina de forma bastante clara e objetiva que o boletim de voto a distância deve incluir todas as matérias constantes da agenda da assembleia a qual se refere.

### **2.2. Aumento do prazo para inclusão de candidatos e possibilidade de reapresentação do boletim pela companhia (art. 21-A, §§ 3º, 4º, 5º e 6º, e art. 21-L, § 1º)**

ANBIMA e IBGC foram favoráveis à proposta de aumento do prazo para inclusão de candidatos e de reapresentação do boletim pela companhia, após a sua divulgação, para fins de inclusão de candidatos.

ANBIMA argumentou que a iniciativa de aumentar os prazos para inclusão de candidatos indicados pelos acionistas minoritários, para todos os tipos de assembleia, é bastante benéfica e estimula a maior participação de acionistas não controladores – principalmente em vista da prática comum de investidores de aguardarem a proposição de membros pela companhia para então incluírem, como destaque, os membros dos minoritários.

IBGC foi favorável à inclusão de previsão para reapresentação de boletim para adição de candidatos por minoritários, uma vez que tal mudança estimula o engajamento de acionistas nas assembleias e na escolha de conselheiros, especialmente os estrangeiros, ao passo que não desconsidera os votos já conferidos pelos acionistas a candidatos presentes no boletim anterior.

Glass Lewis entende que a reapresentação do boletim em função da inclusão de candidatos é benéfica e que uma possível equiparação deste prazo ao padrão internacional de 21 dias para a apresentação final do **proxy card** seria ideal, ainda que impraticável no Brasil. Por outro lado, o participante aponta que a fixação de qualquer prazo inferior a 18 dias daria pouco tempo aos acionistas estrangeiros para revisar seus candidatos e submeter novas instruções de voto para seus custodiantes internacionais, podendo comprometer o reenvio de votos.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

O participante sustenta que, a não ser em determinados casos, a maioria dos acionistas deverá se programar para indicar candidatos antes que o boletim de votação seja disponibilizado e indica que a diferença entre o prazo mínimo de 22 dias para inclusão de candidatos e o prazo limite para a reapresentação do boletim (15 dias) é desnecessariamente generosa, reduzindo o tempo hábil para o acionista votar.

Glass Lewis sugere que as companhias deveriam adotar o seguinte regime de transparência mínimo para os acionistas que votam remotamente: (a) divulgação da data da AGO com, no mínimo, 40 dias de antecedência; (b) inclusão obrigatória no boletim de qualquer proposta de inclusão de candidato submetida por acionista em até 35 dias anteriores à assembleia; e (c) divulgação obrigatória no site da companhia, da CVM e da B3, em até 3 dias, de qualquer proposta de inclusão de candidato submetida por acionista entre 35 e 22 dias anteriores à assembleia, mesmo que o boletim ainda não tenha sido reapresentado.

As sugestões da Glass Lewis foram parcialmente acatadas. Em função dos comentários do participante, a CVM reexaminou os prazos propostos na Minuta e, para proporcionar aos acionistas prazo mais dilatado para a revisão de sua orientação de voto, entendeu conveniente alterar a data limite:

(a) de 22 dias para 25 dias antes da data marcada para a assembleia, para a solicitação de inclusão de candidatos no boletim por acionistas não controladores; e

(b) de 15 dias para 20 dias antes da data marcada para a assembleia, para a reapresentação do boletim por parte da companhia, a fim de incluir candidatos propostos por acionistas não controladores.

Em relação à proposta de que a data da AGO seja divulgada com, no mínimo, 40 dias de antecedência, deve-se considerar que a Instrução CVM nº 481, de 2009, já determina no § 2º do art. 21-L que a companhia deve divulgar, nos 15 primeiros dias do exercício social, a data em que a assembleia será realizada, devendo ser considerada, na ausência de tal comunicação, que a assembleia geral ordinária ocorrerá na mesma data em que foi realizada no exercício anterior.

Em relação às demais sugestões, a CVM entende que eventual revisão dos quóruns de





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

participação exigidos na norma para a inclusão de candidatos no boletim somente deve ser realizada após a aplicação do voto a distância por um conjunto mais amplo de companhias abertas.

ABRASCA e Stocche Forbes se manifestaram contra a proposta de permitir que o boletim de voto a distância possa ser reapresentado para a inclusão de candidatos.

ABRASCA entende que *“a publicação de mais de um boletim trará insegurança jurídica ao processo de votação a distância, não atendendo, portanto, à finalidade a que se propõe”*. A associação justifica tal posicionamento pelo fato de as companhias e os investidores ainda estarem se adaptando às exigências trazidas pela regulamentação, de modo que a alteração desses prazos traria instabilidade ao processo de votação como um todo.

Além disso, o limite máximo de 15 dias anteriores à assembleia para inclusão de candidatos pelos acionistas minoritários não coincide com o prazo de 30 dias de antecedência para convocação das assembleias anuais, que é obrigatório para parte das companhias abertas (como aquelas cujas ações lastreiem programas de DR patrocinados) e recomendado a todas as empresas no ofício circular da SEP. Somado a isso, o prazo entre D-15 e D-7 (8 dias) conferido aos investidores para o encaminhamento dos votos aos prestadores de serviço seria demasiado curto, principalmente no caso dos investidores estrangeiros.

Segundo ABRASCA, os acionistas que têm a intenção de apresentarem candidatos não esperariam até o prazo limite de D-15, mas sim observariam o prazo regulamentar inicial para que suas indicações fossem incluídas no primeiro boletim disponibilizado pela companhia. Desse modo, a associação sugere que os prazos – tanto para indicação de candidatos quanto para inclusão de matérias em AGO – sejam unificados para 35 dias anteriores à AGE, somando-se, portanto, 5 dias ao prazo de antecedência para convocação de 30 dias.

Caso tal sugestão não seja atendida, ABRASCA propõe que haja previsão expressa na regulamentação de que, caso o boletim de votação seja reapresentado em até 15 dias antes da assembleia, isso não importará na obrigação das companhias reapresentarem a proposta de administração para a assembleia.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Stocche Forbes atribui grande parte das dificuldades verificadas na dinâmica de inclusão de candidatos – que ensejaram mudanças relacionadas à reapresentação do boletim – ao fato de 2017 ter sido o primeiro ano de adoção obrigatória do voto a distância para parcela das companhias, de modo que tanto os investidores quanto as companhias devem passar por uma gradual e natural curva de aprendizado a respeito da norma.

Além disso, investidores institucionais que detinham participação em companhias investidas nas quais apenas determinada parcela estava obrigada a adotar o voto a distância ficaram com dois prazos diferentes, o que tornou difícil a apresentação de candidatos dentro dos prazos previstos na regulamentação.

O escritório entende que nos próximos exercícios haverá uma mobilização mais efetiva por parte dos acionistas não controladores para solicitar a inclusão tempestiva de candidatos no boletim segundo os prazos atualmente vigentes (de 35 e 45 dias antes da assembleia). Assim, entende que seria recomendável manter a dinâmica atualmente prevista no que concerne aos prazos fixados e aguardar o resultado das próximas temporadas.

Stocche Forbes alega que a reapresentação do boletim pode causar dúvidas e dificuldades para os acionistas, uma vez que demanda daqueles que já votaram a necessidade de nova análise e de adoção de procedimentos internos para decidir se o voto deve permanecer ou ser alterado. Dado que o boletim poderia ser reapresentado em até 15 dias e que os acionistas têm até 7 dias antes da assembleia para votar, haveria pouco tempo hábil para analisar os candidatos incluídos.

O escritório entende que a obrigação de reapresentação do boletim traz obrigações e custos para a companhia, dado que ela tem, por exemplo, de reunir informações sobre o candidato para preparar o currículo, nos casos em que os dados não são apresentados pelos investidores, e reapresentar a proposta da administração.

Assim, sugere alternativamente que a inclusão de candidatos no boletim se dê de acordo com a seguinte dinâmica: (a) a companhia divulga seus candidatos 40 dias antes da assembleia; (b) os acionistas têm prazo até 35 dias antes da data da assembleia para propor a inclusão de candidatos no boletim; e (c) o boletim é divulgado uma única vez, 30 dias antes da data da assembleia.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Propõe também que, caso a proposta da Minuta seja mantida, a norma preveja que não cabe à companhia reapresentar a proposta de administração para a assembleia.

As sugestões não foram acatadas. A reapresentação do boletim de votação a distância após a sua divulgação pela companhia apresenta vantagens para os acionistas que, na visão da CVM, superam eventuais efeitos negativos em relação à medida.

A reapresentação proporciona maior prazo para articulação, favorecendo o alcance dos quóruns mínimos de participação exigidos na norma para a inclusão de candidatos no boletim. Também garante que os acionistas possam conhecer as propostas dos acionistas controladores ou da administração quanto à composição do conselho de administração, e possibilita que o boletim reflita, de forma mais próxima, as propostas que serão deliberadas na assembleia.

A unificação dos prazos em 35 dias anteriores à assembleia e os demais procedimentos propostos pelos participantes não endereçam todas as questões apontadas anteriormente.

Ressalta-se que, em função dos comentários da Glass Lewis, os prazos para inclusão de candidatos e para a reapresentação do boletim foram revistos de modo a dar aos acionistas maior prazo para examinar a necessidade de modificar a orientação de voto eventualmente já enviada em razão da inclusão de novos candidatos.

Não é procedente o argumento de que a companhia necessita reunir informações sobre os candidatos indicados pelos acionistas não controladores, uma vez que o arts. 7º, § 2º, II, art. 21-M, II, e 21-N da Instrução CVM nº 481, de 2009, preveem que as propostas apresentadas pelos acionistas devem necessariamente estar acompanhadas de todas as informações e documentos exigidos no art. 10.

A sugestão para que as companhias não sejam obrigadas a divulgar as informações e documentos exigidos na norma sobre candidatos incluídos por acionistas não foi acatada, por se entender que a medida privaria os acionistas de informações relevantes para subsidiar sua decisão de voto.

Em linha com as recomendações do ofício circular da SEP, as companhias abertas têm reapresentado suas respectivas propostas de administração para a inclusão de candidatos



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

propostos por acionistas não controladores. A CVM entende que tal prática é benéfica para os investidores e deve ser estimulada inclusive nos casos de reapresentação do boletim, garantindo uma maior aproximação entre os dois documentos.

Mesquita Pereira sustenta que as modificações propostas para facilitar a inclusão de candidatos indicados por acionistas minoritários somente fariam sentido, e garantiriam sua efetividade, se os limites previstos no Anexo 21-L-I fossem revistos ou, na melhor das hipóteses, extintos.

Mesquita Pereira questiona o quórum mínimo fixado pela regulamentação para o exercício do direito de incluir candidatos no boletim de votação, tendo em vista que a legislação societária vigente permitiria aos acionistas exercerem essa prerrogativa de forma plena e absoluta em todas as assembleias, sem se restringir às assembleias presenciais.

AMEC também entende que a relativização do prazo mínimo para inclusão no boletim de candidatos ao conselho de administração e ao conselho fiscal pelos minoritários não é suficiente para que tais indicações ocorram na prática. Isso porque os quóruns mínimos fixados no Anexo 21-L-I da Instrução CVM nº 481, de 2009, inviabilizam a indicação de propostas e candidaturas nos termos pretendidos pela regulamentação.

O participante argumenta que, embora os limites pareçam nominalmente pequenos, eles representam um valor financeiro elevado nas grandes empresas – principalmente aquelas cujo **free float** é detido em parcela considerável por investidores estrangeiros (que normalmente não tomam iniciativa de apresentar candidaturas).

Desse modo, AMEC sugere a eliminação do critério quantitativo para inclusão de candidatos por minoritários, inclusive porque a legislação societária não faz qualquer restrição para inclusão de candidatos na assembleia presencial, de modo que a regulamentação não poderia criar uma proibição que a lei não o faça. Caso tal sugestão não seja acatada pela CVM, o participante sugere que o percentual seja reduzido à metade para as companhias abertas com capital social acima de 10 bilhões de reais (de modo que os percentuais mínimos para inclusão de candidatos e propostas cairiam, respectivamente, para 0,25% e 0,5% do capital social).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

AMEC também relata que seus associados tiveram diversas dificuldades para inclusão de candidatos aos conselhos de administração e fiscal de companhias abertas. Para solucionar tal problema, o participante sugere que seja incluído parágrafo no art. 21-L recomendando que a companhia promova reunião com os acionistas que solicitaram a inclusão de propostas ou candidatos no boletim de voto a distância “a ser realizada entre a data limite prevista nas alíneas “a” e “b” do inciso I do § 1º do presente artigo e a publicação do boletim de voto a distância, para que sejam dirimidas eventuais dúvidas na elaboração de referido documento”.

As sugestões não foram consideradas pertinentes. A fixação de quóruns mínimos de participação como requisito para a inclusão de propostas de acionistas no boletim de voto a distância não é contrária à lei societária, conforme já argumentado pela CVM no âmbito da Audiência Pública SDM nº 09/14, que introduziu os percentuais previstos nos anexos 21-L-I e 21-L-II da Instrução CVM nº 481, de 2009.

Os percentuais exigidos para a inclusão de propostas de deliberação por ocasião da AGO correspondem, na verdade, à regulamentação do art. 291 da Lei nº 6.404, de 1976, que autoriza a CVM a reduzir o percentual previsto na alínea “c” do parágrafo único do art. 123 para a convocação de assembleia por acionistas.

Da mesma forma, o parágrafo único do art. 121 da lei societária prevê que os acionistas podem participar e votar a distância em assembleia, nos termos da regulamentação da CVM. A lei confere, assim, poder bastante amplo à CVM para dispor sobre as obrigações que deverão ser cumpridos pelas companhias e pelos acionistas, inclusive no que diz respeito ao estabelecimento de quóruns mínimos para a inclusão de candidatos no boletim de voto a distância.

Como já comentado, a CVM entende que a eventual revisão dos quóruns de participação exigidos na norma para a inclusão de candidatos e propostas no boletim somente deve ser realizada após a aplicação do voto a distância por um conjunto mais amplo de companhias abertas.

Não se entendeu conveniente incluir na norma recomendação para que a companhia realize reunião com acionistas que solicitem inclusão de propostas no boletim, dado que os problemas relatados quanto à inclusão de propostas se referem a casos específicos, não sendo



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

razoável prever um procedimento custoso e burocrático para todas as companhias abertas.

ANBIMA manifesta preocupação com a abrangência do disposto no inciso II do § 3º do art. 21-A, que prevê que a reapresentação do boletim por determinação da SEP pode se dar a qualquer tempo, sem delimitar os prazos nem as hipóteses nas quais a reapresentação poderia ocorrer.

A participante indica que a reapresentação do boletim após D-7 não seria factível, pois a partir dessa data se inicia o processo de transmissão e consolidação das orientações de voto pelos prestadores de serviço. Desse modo, sugere que a norma preveja que a SEP pode determinar a reapresentação do boletim “até 8 (oito) dias antes da data marcada para realização da assembleia”.

As sugestões foram parcialmente acatadas. Em função dos comentários da participante e da experiência obtida na supervisão da temporada de assembleias de 2017, a CVM entendeu conveniente alterar a sistemática da reapresentação originalmente prevista no inciso II do § 3º do art. 21-A.

Ao invés de atribuir à SEP o poder de determinar ou autorizar as demais situações em que a reapresentação do boletim também é possível, entendeu-se que seria melhor que a própria norma indique em que outras situações, além da inclusão de candidatos, o boletim pode ser reapresentado pela companhia.

Assim, o dispositivo passa a prever que a reapresentação também está autorizada em situações excepcionais em que a companhia avalie que a reapresentação é necessária para correção de erro relevante que prejudique a compreensão da matéria a ser deliberada pelo acionista, ou para adequação da proposta ao disposto na regulação ou no estatuto social.

Essa modificação permite que a reapresentação seja efetuada pela própria companhia, nas hipóteses autorizadas, sem necessidade de intervenção da SEP. O objetivo é conferir maior agilidade ao procedimento de adequação do documento, possibilitando que os investidores tenham maior tempo hábil para reagir à alteração.

A reapresentação do boletim pela companhia para correção de erro relevante deverá se



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

dar, contudo, em situações de comprovada excepcionalidade, dado que se espera que a companhia elabore as informações divulgadas aos acionistas de forma diligente.

Ao avaliar a necessidade da reapresentação do boletim, a companhia deve analisar se tal correção é essencial para permitir a correta compreensão pelo acionista da proposta colocada. A título exemplificativo, um erro na indicação do valor proposto para a remuneração global dos administradores ou no valor dos dividendos a serem distribuídos interfere materialmente na decisão do acionista sobre tais propostas. Em sentido contrário, erros formais de redação que não tenham repercussão no entendimento da matéria a ser deliberada não devem justificar a reapresentação do boletim por parte da companhia.

Um fator a ser levado em consideração pela companhia, ao decidir sobre a reapresentação do boletim com base no inciso II do § 3º do art. 21-A, é que os votos já enviados pelos acionistas em relação especificamente à deliberação modificada serão invalidados, conforme explicado adiante (página 18).

Em função disso, a norma passa a prever no § 6º do art. 21-A que, ao comunicar aos acionistas sobre a reapresentação do boletim, a companhia deverá explicar o motivo da sua decisão de reapresentação, indicando a razão pela qual a reapresentação se enquadra em uma das hipóteses descritas no inciso II do § 3º do art. 21-A.

Note-se que embora tal decisão passe a não mais depender de análise prévia da SEP, a supervisão dessa área sobre o boletim irá continuar se dando nos termos da Lei nº 6.385, de 1976, inclusive para avaliar os casos de reapresentação do boletim nos termos do inciso II do § 3º do art. 21-A, no âmbito de suas funções de fiscalização das companhias abertas.

ANBIMA também sugere que o art. 21-A indique que, caso queira modificar sua orientação de voto, o acionista deve se utilizar do mesmo prestador de serviço para o qual a orientação anterior foi encaminhada e que a nova instrução de voto deve ser reapresentada de forma completa, e não somente com o preenchimento dos campos ajustados.

A sugestão foi parcialmente acatada. A CVM entendeu pertinente a preocupação em alertar ao acionista que o envio de nova instrução de voto a prestador de serviço diferente pode levar à que seu voto seja considerado conflitante nos termos do §1º do art. 21-S da Instrução



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

CVM nº 481, de 2009.

Entretanto, para garantir a ampla divulgação, compreendeu-se que seria mais conveniente que esse alerta fosse feito por meio do próprio comunicado previsto no § 6º do art. 21-A sobre a reapresentação do boletim pela companhia. Em razão disso, o § 6º do art. 21-A foi modificado para dispor sobre as informações que a companhia deverá prestar aos acionistas quando da comunicação da reapresentação.

Não se entendeu pertinente especificar na regra os procedimentos que devem ser adotados pelos acionistas perante os prestadores de serviço para modificar sua instrução de voto.

Ao elaborar a norma de voto a distância, a CVM entendeu que era importante dar liberdade aos prestadores de serviço, no art. 21-Q, para que cada um deles pudesse fixar – tendo em vista suas características próprias e o meio escolhido para comunicação com o acionista –, os procedimentos que seriam seguidos para o envio e alteração das instruções de preenchimento do boletim de voto a distância.

Além disso, o próprio prestador de serviço pode alertar ao acionista, nos termos do art. 21-Q, § 3º, sobre os procedimentos necessários para o envio de nova instrução de preenchimento do boletim de voto a distância. Essa comunicação pode incluir também alerta de que o envio de uma nova instrução a prestador de serviço diferente fará com que seu voto seja considerado conflitante, tendo em vista o disposto no § 1º do art. 21-S da Instrução CVM nº 481, de 2009.

AMEC entende que a determinação de reapresentação do boletim pela SEP pode gerar graves danos aos acionistas, que poderiam ser privados do exercício do direito de voto. Assim, sugere a inclusão de novo parágrafo ao art. 21-L, para prever que, caso a determinação de reapresentação se dê com menos de 15 dias da assembleia, a SEP poderá, nos termos do inciso II do § 5º do art. 124 da Lei das S.A., determinar a interrupção do curso do prazo de antecedência da convocação da assembleia com base em delegação do Colegiado, desde que haja pedido de acionista e desde que tenha sido ouvida a companhia.

O § 5º do art. 124 da Lei das S.A. autoriza o Colegiado da CVM a interromper o curso





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

do prazo de antecedência da convocação de AGE para que a autarquia possa analisar a regularidade de deliberação proposta. Fora desse contorno, o dispositivo não pode ser utilizado para interromper o curso do prazo de antecedência da convocação de AGE, conforme propõe o participante. Assim, a sugestão não foi acatada.

ANBIMA propõe que seja atribuída da companhia emissora a consolidação dos votos proferidos pelos acionistas com base no boletim anterior e com base no boletim reapresentado. A associação entende que poderia haver dificuldade em diferenciar – para fins de conciliação dos votos – os votos reapresentados e as situações que caracterizariam o voto conflitante. Como resultado da alteração, os prestadores enviariam os votos referentes à matéria reapresentada de forma separada, para que a companhia promovesse a consolidação e realizasse a avaliação se tais votos são conflitantes.

A CVM entendeu parcialmente procedente o comentário da participante e restringiu a reapresentação somente à inclusão de candidatos, nos casos de pedidos por acionistas não controladores, justamente para facilitar o processo de consolidação.

A inclusão de candidatos proporciona ao acionista nova opção de votação, mas não modifica a matéria proposta pela companhia, de modo que se pode entender que a orientação de voto anterior do acionista continua válida, caso este não a modifique posteriormente.

Ressalta-se que, independentemente da possibilidade de reapresentação do boletim, a norma sempre permitiu ao acionista modificar sua manifestação de voto anterior, de forma que não se pode entender que a reapresentação para a inclusão de candidatos incluía riscos operacionais diferenciados que precisem ser mitigados.

Por esse motivo, entende-se que a consolidação dos votos, nesse caso, deve ser realizada pelos próprios escrituradores, que compilam os votos e os transmitem para companhia.

Por outro lado, o aproveitamento dos votos encaminhados anteriormente à reapresentação se torna mais difícil nos casos em que ela ocorre para correção de erro na elaboração da proposta. Havendo modificação da proposta, não é cabível entender, como no caso anterior, que a manifestação de voto original do acionista pode continuar sendo considerada válida, caso não modificada.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Em função disso, entendeu-se que o mais conveniente é que a própria norma estipule o tratamento a ser dado aos votos já conferidos pelos acionistas a propostas modificadas. Por conseguinte, a norma foi alterada para prever que, nos casos de reapresentação realizados com base no inciso II do § 3º do art. 21-A, os votos já enviados pelos acionistas em relação especificamente à deliberação modificada devem ser considerados inválidos, sendo que tal invalidação não se estende às demais matérias constantes no boletim de votação.

Em função disso, a CVM também considerou pertinente aprimorar o regime informacional ao mercado, nos casos de reapresentação do boletim e a redação do § 6º do art. 21-A foi aperfeiçoada para prever que a divulgação sobre a reapresentação do boletim também deverá esclarecer ao acionista: (i) o motivo da reapresentação, indicando as propostas do boletim que foram alteradas; (ii) que os votos já conferidos quanto à proposta modificada serão considerados inválidos, caso a modificação tenha sido efetuada com base no inciso II do § 3º do art. 21-A; (iii) a data limite que os acionistas possuem para encaminhar nova instrução de voto; e (iv) que, para evitar que sua instrução de voto possa ser considerada conflitante, é recomendável que o acionista encaminhe sua eventual nova instrução para o mesmo prestador de serviço anteriormente utilizado.

Para garantir maior estabilidade ao boletim de voto também foi eliminada do **caput** do § 3º do art. 21-A a previsão de que o boletim de voto a distância também deve ser reapresentado nas hipóteses de exclusão de proposta previstas nos arts. 21-G, § 1º, e 21-O. Nesse caso, deverá ser aplicada a regra já disposta no § 2º do art. 21-G e no art. 21-O, de forma que a companhia deverá desconsiderar no momento da assembleia os votos conferidos à proposta excluída.

### **2.3. Divulgação do mapa final de votação em formato analítico pela companhia (art. 21-W, § 6º)**

B3 compreende a intenção da CVM de permitir que os acionistas que votaram remotamente tenham acesso à mesma informação disponível aos acionistas presenciais, mas indica que a disponibilização nos termos propostos – na rede mundial de computadores para acesso por qualquer pessoa – merece ponderação, tendo em vista que obriga a publicação de informações de caráter pessoal e patrimonial dos acionistas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A participante ressalta que a Lei nº 6.404, de 1976, possui sistemática própria para a disponibilização da lista de acionistas, acompanhada da respectiva posição acionária, nos termos do § 1º do art. 100, exigindo inclusive motivação específica para tanto. Em vista ao exposto, sugere que o mapa analítico divulgado publicamente “*relacione apenas o nome ou denominação social e parte do número de CPF/CNPJ dos acionistas que tiveram o voto computado*”, com a omissão da posição acionária, de modo a compatibilizar o acesso à informação pelos acionistas que votaram remotamente com a sistemática da Lei das S.A. no tocante à lista de acionistas.

Mesquita Pereira entende que a disponibilização do mapa final de votação em formato analítico “*afronta de forma efetiva a Constituição Brasileira, de forma a considerar a divulgação de informações financeiras confidenciais dos acionistas que compareçam, virtualmente ou não, nas Assembleias Gerais*”. Na visão do participante, não é razoável que a companhia seja obrigada a divulgar todos os nomes e respectivas posições acionárias dos acionistas como forma de fornecer uma comprovação de voto ao acionista que votou a distância. Tal comprovação, na sua visão, deveria ser solicitada de forma individual por cada acionista à companhia.

ABRASCA e Stocche Forbes alegam que a legislação societária atribui às companhias (com fundamento no direito à privacidade constitucionalmente assegurado) o dever de guardar os assentamentos dos livros sociais e os dados de seus acionistas. Essa divulgação permitiria que os acionistas obtivessem acesso a grande parte da lista de acionistas de uma companhia, com o potencial esvaziamento do art. 100, § 1º da Lei das S.A. – que, por sua vez, estabelece regramento próprio, com condições e procedimentos específicos para conferir acesso aos livros societários das companhias, e cujos limites estão sendo discutidos inclusive pelo Colegiado da CVM, não havendo entendimento pacífico sobre a questão.

Os participantes entendem que a alteração proposta na divulgação do mapa de votação pode resultar em uma redução no quórum das assembleias (presencial e a distância), uma vez que há uma série de investidores individuais e institucionais que, por questões comerciais legítimas, não desejam que sua participação acionária seja divulgada publicamente.

Assim, sugerem que o sistema automatizado da depositária e dos prestadores de serviço, utilizado para captação e transmissão do voto a distância, poderia ser utilizado para fornecer a confirmação aos acionistas de que seu voto foi computado, apesar de reconhecer que tal solução demandaria uma discussão mais aprofundada com participantes do mercado. Alternativamente,



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Stocche Forbes sugere que as companhias divulguem, em adição ao mapa final de votação sintético já requerido pelo § 6º do art. 21-W, “*lista que identifique, por meio do número de inscrição do acionista no Cadastro da Pessoa Física – CPF ou no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica – CNPJ, como cada acionista participante votou nas deliberações constantes da ordem do dia da assembleia, sem indicar o número de votos proferido por cada acionista*”.

Glass Lewis demonstra concordância com a proposta de divulgação do mapa analítico – que expande a transparência dos resultados dos votos nas assembleias – e sugere que as companhias também deveriam ser obrigadas a fornecer justificativas nas situações em que o boletim de votação a distância fosse desconsiderado. Contudo, o participante ressalta que alguns acionistas podem preferir manter informações sensíveis em caráter confidencial, de modo que a CVM deveria se certificar de que a solicitação de divulgação dessas informações pelas companhias não viola o direito a privacidade dos acionistas.

AMEC entende como desnecessário o encaminhamento do mapa sintético de instruções de voto, haja vista que, nos termos da proposta da Minuta, tais informações já estariam presentes no mapa analítico a ser divulgado pela companhia. A associação defende a supressão deste mapa da norma.

Somado a isso, AMEC sugere que os mapas de votação analíticos do escriturador e do depositário central sejam disponibilizados pelos prestadores de serviço com até 48 horas de antecedência à realização da assembleia geral, sendo-lhes conferido o mesmo tratamento de divulgação imediata hoje dada ao mapa sintético – cuja supressão a associação defende. Tal medida reduziria o risco de assimetria de informação na medida em que todos os participantes receberiam as informações sobre os votos proferidos ao mesmo tempo.

A CVM considerou parcialmente pertinentes os argumentos trazidos pelos participantes.

A divulgação do mapa de votação analítico não se confunde com a divulgação da lista de acionistas discutida no âmbito do art. 100, § 1º, da Lei das S.A, uma vez que nessa última restará identificada a totalidade da base acionária da companhia, enquanto que no mapa serão identificados apenas os acionistas que participaram da assembleia de forma presencial ou votando a distância.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Não obstante, em função dos argumentos apresentados pelos participantes, a CVM revisou a proposta e compreendeu que o objetivo de fornecer aos acionistas uma confirmação sobre como seus votos foram computados poderia ser atingido sem a necessidade de divulgação de todas as informações contidas no mapa de votação analítico.

Desse modo, a versão final da norma altera o § 6º do art. 21-W para prever que a companhia deve divulgar os seguintes mapas após a realização da assembleia:

- a) mapa final de votação sintético, a ser divulgado na data da realização da assembleia, consolidando os votos proferidos a distância e os votos proferidos presencialmente, conforme computados na assembleia, identificando quantas aprovações, rejeições ou abstenções recebeu cada matéria e quantos votos recebeu cada candidato ou chapa; e
- b) mapa final de votação detalhado, a ser divulgado em até 7 dias úteis após a data da realização da assembleia, consolidando os votos proferidos a distância e os votos proferidos presencialmente, conforme computados na assembleia, contendo os 5 primeiros números da inscrição do acionista no Cadastro de Pessoas Físicas – CPF ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ, a respectiva posição acionária e o voto por ele proferido em relação a cada matéria.

A CVM entende que a solução proposta por ABRASCA e Stocche Forbes de que uma confirmação de voto fosse enviada por meio do sistema automatizado da depositária e dos prestadores de serviço não atende ao objetivo pretendido, uma vez que nesse caso os acionistas que votaram remotamente não conseguiriam auditar se o total de votos atribuído a cada deliberação corresponde à soma dos votos de cada acionista que deliberou sobre a referida matéria.

Pelo mesmo motivo, a CVM não concordou com as soluções propostas por B3 e Stocche Forbes de que a companhia divulgasse lista sem a informação sobre a participação acionária dos votantes.

Tendo em vista que o mapa final detalhado deverá ser produzido pela companhia em adição ao mapa final sintético, a CVM entendeu pertinente conferir 7 dias úteis para que a companhia disponibilize o novo mapa previsto.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Em função das alterações realizadas, as sugestões da AMEC perderam o objeto e não foram acatadas.

### **2.4. Modificações no conteúdo do boletim de votação a distância (itens 11, 12-A, 12-B, 12-C, 12-D, 13, 14 15, 16-A, 16-B e 17 do Anexo 21-F)**

#### **2.4.1. Distribuição automática de votos em caso de eleição por voto múltiplo**

ANBIMA entende que a possibilidade do acionista optar por distribuir seus votos entre os candidatos em percentuais iguais simplifica a utilização do boletim pelos investidores. No entanto, chama a atenção que o art. 21-I deve estabelecer regra para tratar da situação em que divisão de votos entre os candidatos não resultar em 100% (por exemplo, no caso em que há três candidatos a divisão resulta em 33,33% e o somatório, em 99,99%). A participante propõe que seja acrescentado novo parágrafo no art. 21-I para esclarecer que, nessa situação, serão desconsideradas as frações decorrentes da divisão dos votos entre candidatos (0,01% no exemplo dado).

B3 também indica que a proposta de distribuição automática e igualitária dos votos, em caso de adoção de voto múltiplo, deve considerar o cenário em que a distribuição de percentuais resulta em números fracionados.

Em função disso, propõe que a redação do Anexo 21-F seja alterada para prever a inclusão de aviso no corpo do boletim dispondo que “[c]aso a resposta seja sim, o acionista tem ciência de que a distribuição percentual igualitária considerará as primeiras duas casas decimais, sem arredondamento, e as frações apuradas a partir da aplicação desse percentual não serão alocadas para nenhum candidato, sendo desconsideradas no procedimento de voto múltiplo, hipótese em que o acionista poderá não votar com a totalidade de suas ações”.

Mesquita Pereira sustenta que as alterações propostas em relação ao processo de voto múltiplo não são pertinentes, pois “não cabe à CVM regular este cenário na forma pela qual se dispõe a fazer nesta Audiência Pública, pois trata-se de imperfeição sistêmica do prestador de serviço eleito de forma exclusiva e não de mero ajuste regulatório”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A CVM concorda com a ANBIMA e com a B3 que o melhor tratamento para os casos em que a divisão do percentual de 100% entre os candidatos resulta em valores fracionários, consiste em considerar o resultado até as duas primeiras casas decimais, sem a aplicação de regras de arredondamento.

Muito embora esse procedimento resulte, nesses casos, na impossibilidade do acionista votar com todas as suas ações, ele evita a imposição de regras arbitrárias de arredondamento entre candidatos.

Por esse motivo, a versão final da norma foi alterada, em linha com a proposta da B3, a fim de incluir, no próprio boletim, esclarecimento para o acionista sobre os efeitos de optar pela divisão dos votos correspondentes às suas ações em percentuais iguais.

O comentário do escritório Mesquita Pereira não foi considerado válido, uma vez que o parágrafo único do art. 121 da lei societária prevê que os acionistas podem participar e votar a distância em assembleia, nos termos da regulamentação da CVM, dando, assim, poderes bastante amplos à CVM para dispor sobre os procedimentos que serão aplicados para o exercício do voto a distância.

### **2.4.2. Utilização do boletim para a requisição de eleição em separado**

B3 sustenta que a eleição de conselheiro de administração ou fiscal em separado pressupõe a existência de acionista controlador – nos termos do art. 141 da Lei das S.A. – não sendo legalmente possível a sua requisição em companhias com capital disperso. Desse modo, sugere que as perguntas relativas ao voto em separado referidas nos itens 13 e 14 sejam incluídas apenas nos boletins das companhias que tenham estrutura de controle definida, conforme por elas declarado e de acordo com as informações constantes de seu formulário de referência.

Não se considerou necessário acatar a sugestão. O Anexo 21-F dispõe sobre o conteúdo geral do boletim de voto a distância, estabelecendo perguntas obrigatórias que procuram facilitar a articulação entre os acionistas, bem como regras sobre a forma como as propostas devem ser apresentadas, caso determinadas matérias venham a ser incluídas na ordem do dia da assembleia.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Ao preencher os respectivos boletins de votação, cada companhia deverá fazer uma análise própria a fim de determinar quais proposições presentes no boletim são aplicáveis no caso concreto, eliminando os itens que não entendam cabíveis.

De fato, as perguntas relativas ao voto em separado previstas nos itens 13 e 14 do Anexo 21-F podem não ser aplicáveis a todas as companhias. No entanto, entende-se que o melhor procedimento para fornecer orientações às companhias sobre a elaboração do boletim é por meio dos ofícios circulares da SEP (que podem ser reproduzidas nas orientações fornecidas pela B3 para o preenchimento do documento em seu respectivo sistema).

### 2.5. Data de entrada em vigor da norma

ANBIMA discorre que, em vista da existência de “período de **freezing**” no final do ano calendário, que prejudica eventuais mudanças e alterações nos sistemas internos das instituições financeiras, os escrituradores necessitariam de prazo mínimo de 60 (sessenta) dias, após a data de publicação, para implementar os ajustes necessários a seus processos e sistemas.

A concessão de um período de adaptação, contado da data de publicação, é razoável em relação às matérias que alteram o conteúdo do boletim e introduzem a possibilidade de reapresentação deste. Tais mudanças introduzidas pela regulamentação precisam ser refletidas nos sistemas internos dos respectivos escrituradores e envolvem algumas alterações adicionais em relação ao inicialmente previsto durante as discussões com os prestadores de serviço que antecederam a elaboração da Minuta.

Um efeito adverso para os investidores que poderia decorrer da concessão do prazo requerido seria a existência de dois regimes diferenciados de prazos para inclusão de candidatos, a depender da data de realização da AGO, dentro de uma mesma temporada de assembleias.

A fim de verificar a possibilidade de essa situação ocorrer na prática, a CVM analisou dados sobre as datas em que as AGO foram realizadas nos exercícios de 2015 a 2017 e verificou que, até o dia 5 de março, foram realizadas 4 assembleias gerais ordinárias em 2015, 1 assembleia em 2016 e 3 assembleias em 2017, relativas a companhias registradas na categoria A.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Após novas interações realizadas com a CVM posteriormente à audiência pública, os escrituradores reavaliaram o assunto e indicaram que as adaptações necessárias poderiam ser implantadas a partir de 1º de fevereiro de 2018.

Considerando que a B3 também estará apta a prestar o serviço a partir dessa data, e diante da pequena interferência que a concessão de prazo de adaptação aos escrituradores pode acarretar aos investidores na próxima temporada, a CVM entendeu que a versão final deveria ser modificada para prever que as modificações introduzidas pela instrução alteradora passarão a se aplicar às assembleias realizadas a partir de 5 de março de 2018 e cujos boletins de voto a distância sejam divulgados, na forma do § 1º do art. 21-A, de 1º de fevereiro de 2018 em diante.

### 3. Outras propostas de alteração da Instrução CVM nº 481, de 2009

ANBIMA sugere que conste esclarecimento no art. 21-X (que trata do aproveitamento dos boletins de votação nos casos em que haja adiamento justificado da assembleia), de modo a tornar claro que as instruções de voto enviadas em primeira convocação serão automaticamente consideradas, caso a assembleia se instale somente em segunda convocação, evitando eventuais inconsistências nos procedimentos adotados pelas companhias.

A sugestão é pertinente e foi incorporada na versão final da norma.

AMEC sustenta que, em razão da não obrigatoriedade de oferecimento do sistema de votação a distância pelos custodiantes, poucos prestaram este serviço na temporada de 2017 e, quando o fizeram, não foi de forma automatizada (disponibilizando o boletim em formato PDF para ser impresso e encaminhado com toda a documentação tradicional), o que “condenaria o sistema à quase irrelevância”. Diante dessa constatação, o participante sugere que a prestação deste serviço se torne obrigatória para os custodiantes que possuam um total de ativos custodiados superior a 5 bilhões de reais.

AMEC considera que, mesmo considerando que o papel outorgado ao escriturador faria sentido – quando da edição Instrução CVM nº 561, de 2015 – a prática demonstrou que um número baixo de votos foram recebidos por esses agentes na temporada de 2017. Por esse motivo, a associação propõe reavaliar a presença do escriturador na cadeia de votação a distância, de



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

modo que tanto os custodiantes quanto o depositário central pudessem encaminhar os mapas de votação analíticos diretamente à companhia, que restaria responsável por consolidar os votos e verificar a existência de votos conflitantes.

AMEC sugere ainda que seja eliminada a alternativa de envio de voto pelo correio à companhia por entender que essa possibilidade acrescenta desnecessariamente dias ao processo de votação.

As sugestões do participante foram consideradas fora do escopo desta audiência pública, e serão examinadas em futuros projetos de alteração da regulamentação do voto a distância.

A simplificação da cadeia de voto a distância também foi proposta por Mesquita Pereira, embora com outro foco. O escritório questiona a participação obrigatória do depositário central na cadeia de voto a distância, sobretudo em razão do possível monopólio instituído em favor desse participante, cuja presença, a seu ver, não seria essencial para recepção e transmissão do boletim de voto dos prestadores de serviço para as companhias.

Por conseguinte, afirma que *“não pode o depositário central ser instituído, exclusivamente, como a única entidade capaz de fazer referência entre o investidor não residente e o respectivo custodiante, de forma a permitir que somente ela possa processar as instruções de voto sem procuração”*.

O escritório propõe que seja facultado à companhia optar por: (a) exercer ela mesma a função de consolidação dos votos a distância recebidos pelos custodiantes (eliminando a necessidade de participação do depositário central); ou (b) utilizar a cadeia de prestadores de serviço hoje prevista na norma para encaminhar as instruções de voto a distância.

Mesquita Pereira argumenta que a comprovação da vinculação do investidor não residente com o representante legal por meio da regulamentação do CMN daria à instituição financeira legitimidade para outorgar procuração a terceiros para exercer o voto presencial nas companhias, sem a necessidade de recebimento de procuração do investidor não residente, restando à instituição a responsabilidade pela veracidade das informações prestadas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

AMEC também sustenta que a legislação atual já permite a interpretação de que o representante local do investidor estrangeiro (que tem seu cadastro atrelado ao CNPJ), tem poderes necessários para representá-lo em assembleia, de modo que sugere que tal possibilidade esteja expressa na regulamentação, eliminando a necessidade de utilização de procurações em tais casos.

As sugestões realizadas não foram consideradas pertinentes ou foram entendidas como fora do escopo desta audiência pública. A CVM considera improcedente a afirmação de que a regulamentação do voto a distância instituiu monopólio em favor da depositária central.

Conforme amplamente debatido com o mercado no âmbito da Audiência Pública SDM nº 09/14, a cadeia de votação a distância proposta à época levou em consideração sistemas internos que já eram utilizados pelos custodiantes e escrituradores para prestar serviços de natureza patrimonial aos investidores, como no caso do pagamento de dividendos ou do exercício do direito de preferência na subscrição de novas ações.<sup>2</sup>

A cadeia proposta para o voto a distância mitiga os custos impostos tanto aos investidores quanto aos prestadores de serviço, na medida em que estes se utilizam de sistemas internos já existentes, que foram ajustados para abarcar a possibilidade de recebimento e transmissão do voto a distância.

Ademais, o sistema de votação a distância instituído pela Instrução CVM nº 561 inclui não só a depositária central, mas também os agentes de custódia e os escrituradores que atuam no mercado de capitais brasileiro, instituindo um modelo eficiente para todos os participantes do sistema. Tal opção regulatória em nada está relacionada às características estruturais do mercado de capitais brasileiro – no qual existe um único depositário central atuando.

Em relação a afirmação de que o representante local do investidor estrangeiro (que tem seu cadastro atrelado ao CNPJ) tem poderes necessários para representá-lo em assembleia, a CVM considera pertinente fazer algumas considerações quanto ao tema, ainda que ele esteja fora do escopo desta audiência.

<sup>2</sup> Tal posição foi exposta no Edital de Audiência Pública SDM nº 9/14: “Assim, uma das principais propostas da Minuta é que acionistas possam utilizar a cadeia de prestadores de serviço da qual já se utilizam para o exercício de outros direitos”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

O mecanismo de envio de procuração, por parte do investidor não residente, para participar em assembleias gerais de companhias nacionais é extremamente salutar para o funcionamento das assembleias – e funciona de modo complementar ao mecanismo de votação a distância. Na medida em que o boletim a distância garante um voto remoto aos acionistas, a procuração pode se mostrar um importante mecanismo para aqueles investidores que queiram participar presencialmente nas assembleias.

Embora os participantes afirmem que, nos termos da Resolução CMN nº 4.373, de 2014, o representante legal teria poderes legais amplos para representar o acionista não residente, inclusive se fazendo presente e exercendo o direito de voto nas assembleias gerais da companhia, a CVM entende que a atual redação dada pelo inciso IV do art. 3º do Anexo I dessa Resolução não confere ao representante legal poderes amplos para representar o investidor não residente nas assembleias gerais. Isso porque os poderes elencados no referido inciso se referem à prática de atos jurídicos específicos (receber citações, intimações, notificações etc.), que não englobam a representação dos acionistas em assembleias gerais.

Tal posição foi inclusive objeto de análise por parte da Procuradoria Federal Especializada, que nos termos do Parecer nº 00095/2017/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU entendeu que “o 3º, IV do Anexo I da Resolução CMN nº 4.373, de 29.9.2014, não conferiu ao representante do investidor não residente poderes para votar em seu nome”, sendo que a atribuição de tal função ao representante legal demandaria a alteração da norma em questão.

A proposta para que seja facultada à companhia a decisão de consolidar os votos encaminhados pelos prestadores também foge do escopo desta audiência pública, e será examinada em futuros projetos de alteração da regulamentação do voto a distância.

B3 sugere que a norma contenha obrigação expressa para que as companhias obedeçam a mesma ordem de apresentação das matérias constantes do boletim em todos os documentos divulgados acerca da assembleia.

Tal previsão se justificaria em razão da verificação de que algumas companhias, ao longo da temporada de assembleias de 2017, apresentaram as matérias objeto da assembleia em



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

seqüências diferentes no boletim gerado pelo sistema da depositária, no boletim divulgado aos acionistas por meio do sistema Empresas.NET e na proposta de administração.

Desse modo, o participante propõe inclusão de § 5º ao art. 21-F da Instrução 481 a fim de prever que “[a] companhia deverá utilizar a mesma seqüência de apresentação dos itens que compõem o boletim de voto a distância em todos os documentos pertinentes à assembleia”. Caso tal proposta não seja aceita, a B3 sugere que as companhias sejam orientadas a proceder da forma descrita, facilitando o processo de votação a distância.

A CVM não acatou a sugestão da B3, pois entende que o melhor procedimento para fornecer tais orientações às companhias seria incluí-las nos ofícios circulares da SEP, razão pela qual tal sugestão foi encaminhada a referida área técnica.

Mesquita Pereira sugere que o conteúdo divulgado no boletim de votação seja análogo ao do edital de convocação – que é o documento legalmente obrigatório e base para o exercício do direito de voto – de modo que o texto divulgado nos dois documentos seja idêntico.

A sugestão não foi considerada pertinente. O boletim de votação e o edital de convocação da assembleia são documentos distintos. Além das questões que compõem a ordem do dia da assembleia, o boletim contém perguntas que procuram facilitar a articulação e o exercício de direitos pelos acionistas (por exemplo, solicitação da adoção do procedimento de voto múltiplo, requisição da adoção da votação em separado ou pedido de instalação do conselho fiscal), de modo que não é válida a proposição de que o conteúdo desses documentos seja análogo.

Glass Lewis propõe que o boletim de votação forneça informações suficientes aos investidores estrangeiros a respeito do processo de votação como um todo (em especial, no tocante ao procedimento de voto múltiplo). O participante explica que seria de suma importância explicar a tais investidores (a) como o processo de voto múltiplo acontece em cada companhia; (b) quais seriam as estratégias de votação válidas em caso de adoção de voto em separado em conjunto com o voto múltiplo; e (c) o que acontece caso os candidatos não alcancem o quórum mínimo de instalação ou votação em separado.

Além disso, o participante entende que a CVM deveria dar clareza aos participantes sobre quais formas de votação devem constar em cada boletim de votação a distância – de modo que,



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

por exemplo, não seja incluído um campo de eleição por chapa quando os acionistas serão eleitos por eleição individual.

A sugestão relativa às formas de votação que devem constar em cada boletim se aproxima mais das orientações de procedimento presentes nos ofícios circulares das áreas técnicas, razão pela qual a sugestão foi encaminhada à SEP.

As demais sugestões do participante serão examinadas em futuros projetos de alteração da regulamentação do voto a distância.

AMEC faz referência à existência, na legislação societária vigente, de procedimentos complexos para realização da eleição dos membros do conselho de administração. Nesse sentido, a forma correta de dar plena eficácia ao direito de voto dos acionistas seria por meio da realização de votações precisamente na ordem: (a) votação em separado do inciso I do § 4º do art. 141; (b) votação em separado do inciso II do parágrafo 4º do art. 141; (c) votação em separado conjunta do § 5º; (d) eleição das demais cadeiras, por meio de voto majoritário ou múltiplo; e (e) ajuste, caso aplicável, nos termos do § 7º do art. 141.

O participante argumenta, contudo, que o boletim de votação a distância prevê o procedimento contrário, segundo o qual o acionista decide se manifestar sobre a eleição principal para, somente caso não se manifeste, esteja habilitado para participar da eleição em separado. Desse modo, a atual redação do boletim de votação não permite a utilização das ações em votação em separado e, caso o quórum não seja atingido, que as mesmas ações sejam utilizadas na eleição principal.

AMEC sugere que tal problema seja resolvido pelo estabelecimento de que as votações em separado ocorram antes da votação principal. Desse modo, caso o acionista tenha preenchido tanto o campo da eleição em separado (item 13) quanto a eleição principal (item 12, que está em ordem inversa da prática empresarial), seus votos serão computados no conclave especial e – caso o quórum não esteja presente para tal eleição – suas ações seriam novamente contabilizadas na eleição principal.

Mesquita Pereira também propõe que seja revisada a sequência de itens do boletim de votação no que tange a eleição de membros do conselho de administração e fiscal, de forma a



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

aproveitar todos os votos dos acionistas e seguir o processo lógico que é aplicado no momento das assembleias gerais. A realização de eleição em separado antes da eleição majoritária garantiria aos minoritários a chance de aplicar seus respectivos votos em ambos os processos, caso a eleição em separado não venha a ocorrer.

O escritório comenta que o boletim de votação a distância não contempla o processo de eleição em separado descrito no art. 239 da Lei das S.A. para as sociedades de economia mista.

Stocche Forbes entende pertinentes os ajustes e inclusões sugeridos na Minuta no tocante ao conteúdo do boletim de votação, e propõe ainda duas alterações adicionais. A primeira delas diz respeito à possibilidade de o acionista participar tanto da eleição em separado quanto da eleição em voto múltiplo (desde que utilizando ações diferentes para os dois tipos de votação). Nesse sentido, o escritório sugere que o boletim contenha um campo para indicação do percentual de ações a serem utilizadas em cada tipo de votação.

A segunda alteração proposta pelo escritório diz respeito a requisição de eleição em separado para o conselho fiscal, segundo a qual *“a mesma lógica estipulada pela Minuta para a eleição em separado de membro do conselho de administração deve ser estendida para a eleição em separado de conselheiro fiscal, nos termos do art. 161, § 4º, da Lei das S.A. Essa medida requer alterações aos itens 17 e subsequentes do Anexo 21-F”*.

As sugestões de AMEC, Mesquita Pereira e Stocche Forbes para a alteração no conteúdo do boletim estão fora do escopo desta audiência pública, e serão examinadas em futuros projetos de alteração da regulamentação do voto a distância.

Em relação à sugestão de Stocche Forbes para inclusão de pergunta se os acionistas desejariam utilizar seu quórum para requerer a eleição em separado de membro do conselho fiscal, vale mencionar o precedente estabelecido no Processo CVM nº RJ2007/11086, no qual o Colegiado deliberou que as ações com direito a voto detidas por todos os acionistas, e não somente as presentes em assembleia, devem ser contabilizadas para fins de obtenção do quórum mínimo para requisição do voto em separado nos termos da alínea “a” do § 4º do art. 161 da Lei das S.A.

Considerando tal jurisprudência, a referida pergunta careceria de efeito prático, na



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

medida em que os acionistas presentes na assembleia (física ou remotamente), já são contabilizados para fins de requerimento de eleição em separado para o conselho fiscal.

#### **4. Proposta definitiva de instrução**

A proposta definitiva de instrução, incorporando as sugestões acatadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 20 de dezembro de 2017.

(Original assinado por)

ANTONIO CARLOS BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado