



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Relatório nº 78/2018-CVM/SEP/GEA-3

Senhor Superintendente,

I. Introdução

1. Este relatório endereça ao Colegiado da CVM consulta sobre a possibilidade de acionistas minoritários ligados ao controlador incluírem no boletim de voto a distância ("BVD") nomes de candidatos a cargos que deverão ser preenchidos por votação entre acionistas minoritários.

II. Motivação

Resumo do caso envolvendo a companhia Braskem S.A. - Processo 19957.003828/2018-86

2. A Geração Futuro L.Par Fundo de Investimento em Ações ("Geração Futuro"), acionista da Braskem S.A. ("Braskem"), solicitou inclusão de candidatos ao conselho de administração no BVD para eleição em separado na AGO de 30.04.2018. Contudo, este acionista não detinha isoladamente participação acionária necessária para tal (SEI 0559043).

3. Considerando o montante do capital social da Braskem e o conteúdo do anexo 21-L-I da Instrução CVM nº 481/09, os acionistas envolvidos na referida indicação deveriam ter participação de 1% da espécie relevante de ações para incluir candidatos no BVD.

4. Posteriormente, a Fundação de Seguridade Social da Petrobras - Petros ("Petros"), também acionista minoritária da Braskem, indicou os mesmos candidatos da Reclamante para a referida eleição. Assim, em conjunto, a Geração Futuro e a Petros atingiriam 1% das ações ordinárias para inclusão dos candidatos no BVD.

5. Todavia, a Petros é entidade patrocinada pela Petróleo Brasileira S.A. - Petrobras ("Petrobras"), que participa do controle acionário da Braskem. Devido a este fato, a Braskem entendeu que não consideraria a indicação feita pela Petros, impedindo sua participação na eleição em separado, alegadamente em linha com posicionamento da CVM sobre o tema.

6. Como antes da AGO a Petros informou não ter mais interesse na indicação, não foi necessário responder, naquele processo, se o posicionamento da Companhia estava ou não correto. O processo seguiu apenas para resolução de outras questões.

7. Entretanto, a situação teórica que se apresentou naquele caso tende

se repetir com alguma frequência, diante da existência de investidores institucionais como entidades de previdência complementar e bancos de desenvolvimento ligados a entes públicos que são controladores de sociedades de economia mista de capital aberto.

8. Além disso, é uma situação que efetivamente enseja dúvidas, pois há argumentos consistentes para decisão em um ou outro sentido. Assim, a interpretação da CVM viria a sanar essas dúvidas, inclusive eventualmente podendo ser incorporada às próximas edições do ofício circular anual editado pela SEP.

9. Para prevenir possíveis incompreensões, frisamos que a dúvida não é se o acionista ligado ao controlador pode votar como minoritário. Precedentes da CVM (p. ex., PAS 11/12) já esclareceram requisitos que devem ser preenchidos para que esse voto venha a ser possível, notadamente no contexto de entidades de previdência complementar patrocinadas pelas companhias abertas de que tais entidades são acionistas.

10. A questão que propomos que o Colegiado responda é se esses mesmos acionistas, embora impossibilitados de exercer o voto, podem incluir no BVD candidatos que concorram às eleições reservadas a acionistas minoritários, de modo a preencher o requisito de participação acionária mínima previsto no anexo 21-L-I da Instrução CVM nº 481/09.

11. A fim de subsidiar a resposta, apresentamos a seguir argumentos contrários e favoráveis à possibilidade dessa inclusão.

III. Análise

Síntese do argumento pela impossibilidade da inclusão de candidatos no BVD

12. A conclusão pela impossibilidade de inclusão, no boletim, de nomes para eleição em separado por acionistas vinculados ao controlador se baseia, principalmente, na necessidade de evitar qualquer tipo de influência do acionista controlador nessa eleição, que, por lei, é reservada a não controladores (tanto a indicação de candidatos quanto o exercício do voto).

13. Sem a indicação de nomes pelo acionista controlador, espera-se que os candidatos eleitos tendam a traduzir mais fidedignamente os desejos dos acionistas não controladores.

14. Afinal, a indicação de nomes pelo acionista vinculado ao controlador pode fazer com que seja eleita uma pessoa diferente daquela que viria a sê-lo sem essa indicação, representando um aumento do raio de influência do acionista controlador.

15. Isso pode acontecer, por exemplo, se os acionistas minoritários fisicamente presentes a assembleia votarem majoritariamente em um candidato A (ausente no boletim de voto a distância), porém, no conjunto maior de minoritários que abarca tanto os fisicamente presentes como os que votaram a distância, a maioria dos votos seja alcançada pelo candidato B, cujo nome tenha sido incluído no boletim por acionistas vinculados ao controlador.

16. Nesse caso, o apoio indireto do acionista controlador teria sido decisivo para eleição do candidato B, uma vez que não foram dados os mesmos benefícios à candidatura de seu adversário.

17. Desse modo, os acionistas vinculados ao controlador – e, por extensão, o próprio controlador – teriam margem para influir em prol de seus favoritos, usando a prerrogativa de indicar nomes no boletim apenas quando assim lhes conviesse. Naturalmente, passariam a ter poder de barganha junto a não controladores em geral para que estes só viabilizassem candidaturas que fossem de seu interesse.

Síntese do argumento pela possibilidade de inclusão de candidatos no BVD

18. A inclusão de nomes no BVD para concorrer na eleição em separado dá aos acionistas aptos a participar dessa eleição uma opção a mais e não lhes retira nenhuma possibilidade que de outro modo teriam: eles não são obrigados a votar nos candidatos incluídos por partes vinculadas ao acionista controlador, mas passam a poder fazê-lo, se assim o desejarem.

19. E, de fato, um candidato incluído a pedido de acionistas vinculados a controladores poderá ser o único nominalmente indicado para receber votos de minoritários pelo BVD. Para isto, basta imaginar a situação em que somente com as ações de tais acionistas seja possível alcançar o quórum previsto no anexo 21-L-I da Instrução CVM nº 481/09.

20. Tal cenário é aparentemente mais provável que aquele de concorrência entre diferentes candidatos de acionistas não controladores, e que justificaria a absoluta abstenção por parte dos acionistas vinculados ao controlador.

21. Assim, ainda que em tese a abstenção desses acionistas gere uma maior “pureza” das eleições que ocorrerem, há de se sopesar esse benefício contra o risco de que não haja eleição alguma.

22. Além disso, o acionista controlador já detém virtual controle sobre a pauta das assembleias gerais. Com frequência, nela insere matérias que são de seu interesse pessoal, o que não só é permitido (v., por exemplo, art. 8º da Instrução CVM nº 481/09), como a própria CVM em muitos casos recomenda que transações relevantes dessa natureza sejam pautadas em assembleia, observado o art. 115, §1º, da Lei 6.404/76.

23. Ou seja: não é incomum que acionistas minoritários sejam chamados a deliberar – e que deliberem de forma autônoma e independente – sobre assuntos nos quais o acionista controlador possui benefícios particulares. Não se tem, em geral, a percepção de que deliberações desse tipo sejam “impuras”, suspeitas ou que deixem de traduzir a vontade da maioria dos acionistas minoritários. E não há motivo aparente para imaginar que seria diferente na deliberação sobre a eleição em separado, especificamente, ao contrário de todas as outras.

24. É claro que, para alguns acionistas específicos – e, sobretudo, para alguns candidatos específicos –, a menor rigidez da CVM quanto à admissibilidade de outras candidaturas gera mais concorrência e pode reduzir suas chances de sucesso. E isso, na medida em que um candidato indicado por minoritários passa a ter que concorrer com outro indicado por acionista potencialmente vinculado ao controlador, pode levar à impressão de um tratamento não equitativo, em desfavor do primeiro.

25. No entanto, convém lembrar que o interesse a ser preservado na eleição em separado para o conselho de administração é o da coletividade dos acionistas não controladores. Não é o interesse de um grupo desses acionistas e,

muito menos, de um candidato em particular, mesmo que genuinamente apoiado por minoritários. Dito de outro modo, não é a candidatura que se tutela, mas sim a concretização da vontade dos acionistas não controladores - que pode inclusive ser a eleição de pessoa indicada por parte vinculada ao acionista controlador.

26. Finalmente, alguns aspectos secundários a serem considerados:
- a. a inclusão de candidato no BVD não se confunde conceitualmente com o voto proferido nesse candidato em assembleia - cabe ao próprio acionista e ao presidente da assembleia avaliarem se o voto deverá ser proferido e computado;
 - b. sob o aspecto operacional, o boletim permite que o acionista contribua suas ações para fins de cômputo do quórum para eleição em separado, sem indicar candidato ou proferir voto nessa eleição - o risco a acionistas minoritários é ainda menor nesse caso; e
 - c. ainda sob o aspecto operacional, a divulgação de informações a respeito dos candidatos incluídos no BVD pode ser feita de modo a afastar o risco de que acionistas não controladores votem em determinado candidato sem saber que ele foi incluído no boletim por candidatos vinculados a acionistas controladores.

Precedentes potencialmente relevantes

Formação de quórum para eleição em separado

27. Pela novidade do tema, ainda não há precedentes da CVM especificamente sobre a inclusão de candidatos em BVD por parte de acionistas impedidos de votar em determinadas eleições de administradores e conselheiros fiscais.

28. Tem-se ciência, porém, de caso (CVM RJ-2013-4607) envolvendo questão com alguma proximidade: a possibilidade de acionistas impedidos de votar em eleição em separado, nos termos do art. 141, §§4º e 5º, da Lei 6.404/76, contribuírem ações para formação do quórum para que essa eleição ocorra.

29. Na verdade, tal caso tem peculiaridades que dificultam a generalização de conclusões nele alcançadas. Em especial, lá havia uma decisão proferida pelo CADE que impunha abstenção de exercício de direitos políticos por parte de determinado acionista, inclusive o de formação de quórum para eleição em separado na qual outros acionistas minoritários participariam.

30. Vê-se, assim, que a decisão foi tomada não pela CVM, mas pelo CADE, que naturalmente se pautou pelos mandatos legais que lhe cabe perseguir e pelas restrições que julgou adequado impor diante daquele acionista e naquele caso concreto. A decisão do CADE não pretendeu definir interpretações gerais sobre quóruns de eleições em sociedades anônimas; e a CVM, por sua vez, tomou a decisão do CADE como um dado objetivo e tratou apenas de questões adicionais de natureza societária suscitadas por tal decisão.

31. Em todo caso, a conclusão a que se chegue com relação às possibilidades de formação de quórum para fins do art. 141, §§4º e 5º, da Lei 6.404/76, não se estende automaticamente à composição de quórum para fins de inclusão de candidatos em BVD, por pelo menos duas razões.

32. A primeira tem relação com a literalidade do art. 141 da Lei 6.404/76. Seu §4º menciona expressamente que os não controladores “terão direito de eleger e destituir um membro” se perfizerem os percentuais lá especificados.

33. Assim, separar o direito de formar quórum para eleição do direito de participar dessa eleição requer um esforço de interpretação que para alguns pode ser considerado excessivo. Tal questão não se coloca em relação aos quóruns previstos na Instrução CVM nº 481/09.

34. A segunda razão é que a eleição de membro de conselho de administração impõe um custo muito maior para a companhia: atingido o quórum, haverá uma eleição e um assento no órgão será ocupado por todo um mandato. Portanto, faz sentido que o respectivo quórum seja visto com maior cautela.

35. Já a inclusão de um candidato no boletim de voto é muito menos onerosa, podendo mesmo ser uma medida inócua: se não forem atingidos os percentuais do art. 141 da Lei 6.404/76, não haverá eleição.

36. De fato, a única aparente razão pela qual existem percentuais mínimos para inclusão de propostas e candidatos no BVD é fazer com que iniciativas sejam representativas e fruto de coordenação entre os acionistas, evitando o risco de que as companhias sofram volumes grandes de requisições frívolas.

37. Tal objetivo, ao mesmo tempo em que precisa ser respeitado, suscita a possibilidade de que possa ser tratado sem o mesmo nível de rigor que os quóruns legais para eleição em separado.

Apoio de fundo de pensão a candidato sem vínculo com seu patrocinador numa eleição em separado

38. Outro caso potencialmente relevante é a consulta formulada pela Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI (“PREVI”), em 19.03.2018, referente à interpretação do art. 141, § 4º, e do art. 161, § 4º, da Lei 6.404/76, nos casos em que a controladora do patrocinador da PREVI compartilha o controle de companhia aberta.

39. A respeito, em 2012, o Colegiado da CVM decidiu, no âmbito do PAS nº 11/12, por maioria, que a PREVI não possuía estrutura de governança que limitasse suficientemente a influência da União Federal (“União”) sobre a decisão desse fundo de pensão de votar em determinados candidatos ao conselho de administração e ao conselho fiscal da Petrobras, que é companhia aberta controlada pela própria União.

40. Em outras palavras, como a União possuía meios de influir de forma determinante na escolha da PREVI de apoiar determinados candidatos a órgãos de administração e fiscalização da Petrobras, tal fundo de pensão não poderia ser considerado acionista minoritário para fins de aplicação dos art. 141, §§ 4º e 5º, e art. 161, § 4º da Lei 6.404/76. Essa decisão, inclusive, estava em linha com diversos precedentes da CVM, tais como as decisões do Colegiado no PAS nº 07/2005 e no PAS RJ 2010/10555.

41. Diante dessa decisão, a PREVI apresentou recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional - CRSFN, o qual ainda não foi julgado até esta data.

42. Na sua consulta à SEP, em 19.03.2018, a PREVI questionou se esse entendimento do Colegiado no PAS nº 11/12 seria aplicável nos casos em que

(Processo 19957.003125/2018-58):

- a. a União não fosse controladora individual da companhia aberta, mas sim compartilhasse o controle com terceiros; ou
- b. a PREVI apoiasse candidato - indicado por minoritário ou preferencialista - que não tivesse vínculo com a União.

43. Em resposta à consulta, a SEP manifestou-se nos seguintes principais termos:

- i. tanto no caso em que há controle singular quanto naquele em que o controle é compartilhado, os acionistas controladores possuem os mesmos deveres e responsabilidades, nos termos do art. 116 da Lei 6.404/76;
- ii. nesse sentido, caso determinado acionista compartilhe o controle de companhia aberta, terceiros sobre os quais tal acionista possua influência significativa não poderão participar da eleição em separado prevista pelo art. 141, §§ 4º e 5º, e pelo art. 161, § 4º, da Lei nº 6.404/76, com o fim de garantir a possibilidade de os acionistas não controladores influenciarem a formação do conselho de administração e do conselho fiscal da companhia; e
- iii. o acionista sob influência significativa do controlador não pode participar nas eleições em separado previstas pelo art. 141, §§ 4º e 5º, e pelo art. 161, § 4º, da Lei 6.404/76 mesmo se for para votar em candidato indicado por acionista minoritário não sujeito à influência dominante do acionista controlador.

IV. Conclusão

44. Tendo em vista o exposto acima, propomos encaminhar o presente processo ao Colegiado com a recomendação de manifestar-se sobre o eventual impedimento de acionistas vinculados a controladores incluírem no BVD candidatos para as vagas a serem preenchidas em eleição em separado reservadas a acionistas minoritários.

Atenciosamente,

Michel Ferreira da Silva

Raphael Souza

Analista

Gerente de Acompanhamento de

Empresas 3

De acordo.

À SGE,

Fernando Soares Vieira
Superintendente de Relações com Empresas

Ciente.

À EXE, para as providências exigíveis.

Alexandre Pinheiro dos Santos
Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Michel Ferreira da Silva, Analista**, em 03/08/2018, às 17:56, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Raphael Acácio Gomes dos Santos de Souza, Gerente**, em 03/08/2018, às 17:57, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 03/08/2018, às 18:14, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 03/08/2018, às 19:52, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0559045** e o código CRC **0C5E5EA1**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0559045** and the "Código CRC" **0C5E5EA1**.*