

[B]<sup>3</sup>

VOTO PLURAL



# Análise da adoção das estruturas DCS

## Contexto Internacional

20 principais bolsas do mundo

- EUA
- Singapura
- Hong Kong
- Japão
- Austrália

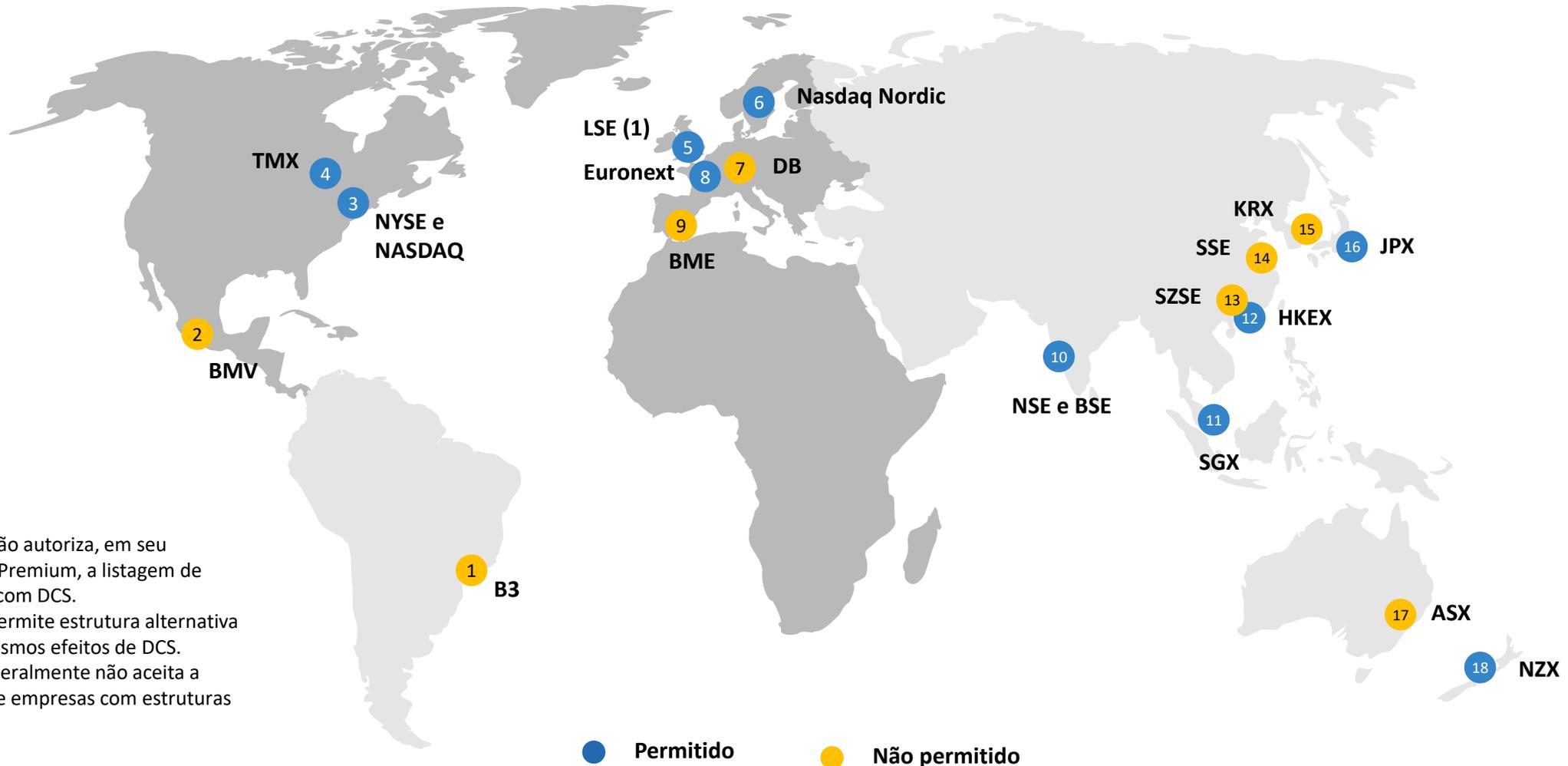
## Repercussão Brasil

22 entrevistas com participantes do mercado

- Motivações para as cias brasileiras listarem fora do Brasil
- Visões contrárias, favoráveis e discussão sobre o modelo DCS ou voto plural
- Agenda prioritária para retomada do mercado de capitais brasileiro

[B]<sup>3</sup>

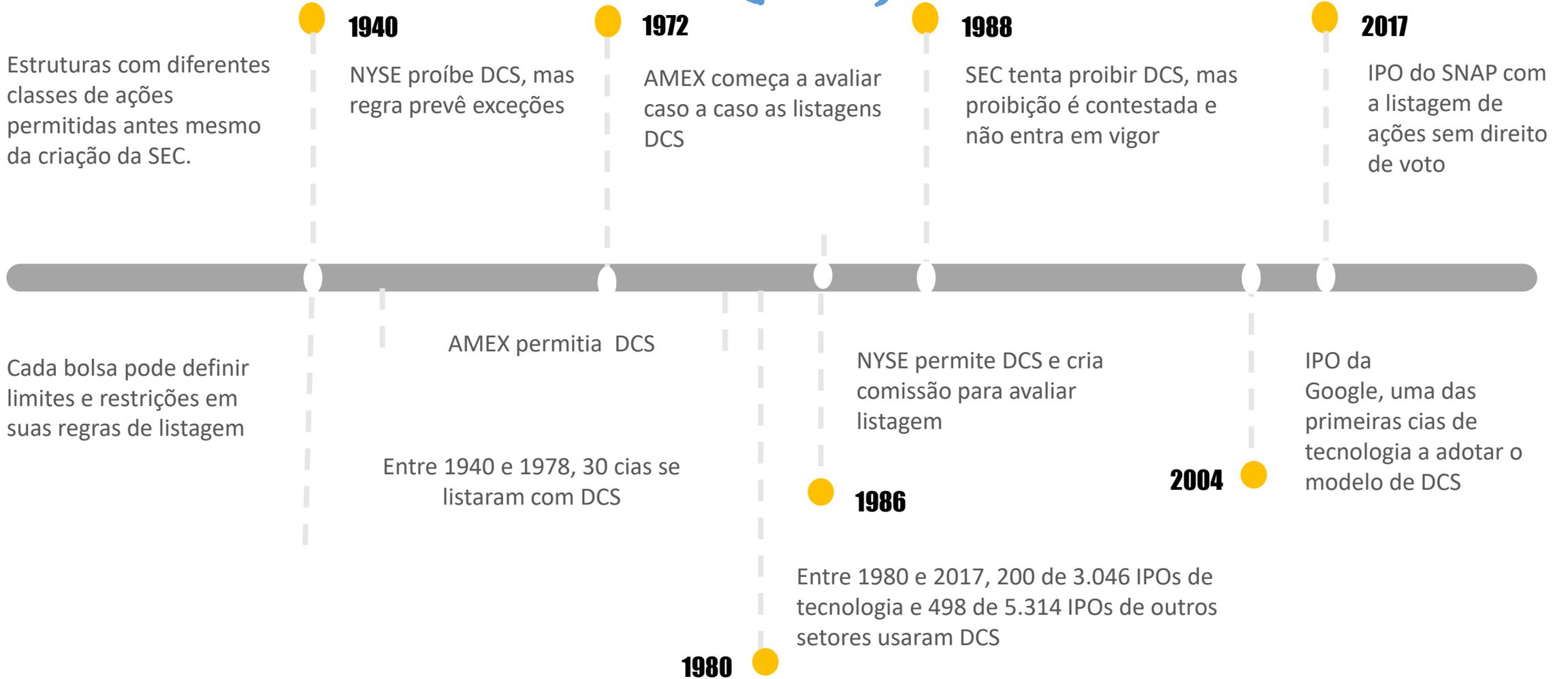
# DCS nos 20 principais mercados do mundo Por capitalização de mercado em dezembro de 2018



(1) A LSE não autoriza, em seu segmento Premium, a listagem de empresas com DCS.  
(2) A JPX permite estrutura alternativa com os mesmos efeitos de DCS.  
(3) A ASX geralmente não aceita a listagem de empresas com estruturas de DCS.

[B]<sup>3</sup>

# Estados Unidos Cronologia





# Estados Unidos

## Posicionamento de Investidores Institucionais

### ➤ Posicionamento Council of Institutional Investors (CII)

#### ➤ 2012: Pedido para que NASDAQ e NYSE proibissem DCS

Fundos passivos não teriam como “vender” ações com DCS  
Estudos demonstravam que DCS reduzia o valor da empresa  
Principais bolsas do mundo não permitiam DCS

#### ➤ 2014: Diante do IPO de Alibaba, pedido para NASDAQ e NYSE não aceitarem a companhia

#### ➤ 2018: Diante do IPO de SNAP, pedido para que NASDAQ e NYSE tornassem obrigatório algum tipo de sunset clause

Poucas empresas com DCS, mas são as grandes empresas que costumam adotar o modelo

Novos estudos: em algumas situações por certo de tempo, DCS pode aumentar o valor da empresa

### Regra de Listagem de DCS - NASDAQ e NYSE

Não há limites ou restrições, mas, uma vez listada, a companhia não pode reduzir ou restringir os direitos de votos dos acionistas detentores de ações em circulação.



## Estados Unidos

# Posicionamento Favorável

- **Tensão entre curto e longo prazo**

O empreendedor precisa da estrutura DCS para implementar seu plano de negócio de longo prazo, sem a influência de investidores com visão excessivamente voltada para o curto prazo

---

- **Inexiste evidência empírica de que a concentração de poder afete negativamente a performance da companhia**

Equilíbrio entre estudos que demonstram efeitos negativos e positivos, dependendo do período considerado e da amostra de companhias.

---

- **Se não for a estrutura DCS, outros mecanismos de concentração de poder serão utilizados**

- **Os eventuais abusos devem ser coibidos, sem que se precise proibir a estrutura**



## Estados Unidos

### Debate dos provedores de índices

#### MSCI

- ✓ 2017: IPO do SNAP marca o início do debate
  - ✓ Janeiro de 2018: Reabertura da consulta, com publicação de estudo sobre o impacto de tornar inelegíveis as empresas com DCS.
  - ✓ Outubro de 2018: Decide não alterar a metodologia dos índices existentes e criar nova família de índices sem empresas com votos diferenciados.
- 

#### S&P

- ✓ Julho de 2017: decisão após consulta ao mercado
  - ✓ Tornar inelegíveis empresas com DCS nos índices S&P Composite 1500
- 

#### FTSE Russel

- ✓ Julho de 2017: decisão após consulta ao mercado
- ✓ Alterou metodologia: para empresa ser elegível, ao menos 5% do poder de voto deve pertencer aos investidores de mercado



# Cronologia Hong Kong e Singapura

Hong Kong

2011 – Restrição de DCS começa a incomodar participantes do mercado, SGX e reguladores

Após o IPO do Alibaba, inicia-se discussão sobre DCS

Faltava alterar regras de listagem

Lei autoriza DCS

### Listagem de DCS – SGX

- Exceção, não a regra.
- O pedido passa pela análise do LAC

SGX permite listagem de DCS para empresas estrangeiras

SGX iniciou a consulta ao mercado SGX alterou regras de listagem permitindo DCS



Até a conclusão do estudo, nenhuma empresa se listou com DCS

Singapura

1989 – Regra de Listagem restringe DCS

Governo sugere estudo sobre DCS

HKEX divulga 1º *paper* e inicia consulta ao mercado

HKEX divulga 2º *paper* de consulta ao mercado

HKEX altera regras de listagem permitindo DCS

### Listagem de DCS – HKEX

- Para companhias de alto crescimento e cias de setores inovadores.
- HKEX tem a discricionariedade de avaliar e aceitar ou não a listagem.



2011

2014

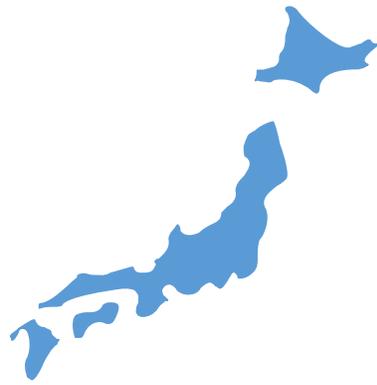
2016

2017

2018

[B]<sup>3</sup>

## Cronologia Japão



Lei permite classes de *units*, com um voto cada, mas compostas por diferente quantidade de ações.

**2001**

**2005**

Lei permite diferentes classes de ações, mas não o voto diferenciado

JPX regulamenta estrutura de duas classes de *units*

**2008**

IPO da Cyberdine: Units com 100 (classe A) e 10 (classe B) ações

**2014**

JPX introduz regras adicionais

### Regras para Listagem com Duas Classes de *Units*

- Permitido apenas no contexto de IPO;
- Hipóteses de conversão automática (*breakthrough rule*, transferência a terceiros, morte do acionista);
- Adoção de regras de governança para prevenção de conflitos de interesse;
- Votação em separado em matérias potencialmente prejudiciais;
- Demonstração da necessidade e apropriação da estrutura (interesse comum), associada a uma *sunset clause*.

[B]<sup>3</sup>

## Cronologia Austrália



Lei não proíbe DCS, mas ASX adota “uma ação, um voto” como regra geral e condicionante da listagem

ASX fez consulta sobre ON sem voto, mas optou por manter a restrição

**2007**

**2018**

Regulamentação admite exceções (prévia aprovação da ASX ou ações parcialmente integralizadas)

ASX iniciou consulta a mercado sobre regras de listagem mas NÃO incluiu o tema DCS

Nos últimos anos, a ASX tem atraído IPOs de um número significativo de empresas de tecnologia

- Em 2016 e 2017 foram 43
- Inclui empresas de Israel, Nova Zelândia, Singapura e Estados Unidos.
- São listadas na ASX 55 empresas da Nova Zelândia e 20 empresas israelenses
- Em 2018 foram 132 novas listagens.



# Análise da adoção das estruturas DCS

## Contexto Internacional

20 principais bolsas do mundo

- EUA
- Singapura
- Hong Kong
- Japão
- Austrália

## Repercussão Brasil

22 entrevistas com participantes do mercado

- Motivações para as cias brasileiras listarem fora do Brasil
- Visões contrárias, favoráveis e discussão sobre o modelo DCS ou voto plural
- Agenda prioritária para retomada do mercado de capitais brasileiro

[B]<sup>3</sup>

## Motivações para as companhias brasileiras listarem fora do Brasil

- Todos os entrevistados apontaram que a estrutura societária foi uma vantagem adicional, mas não foi determinante.
- 
- O fator determinante seria a precificação da empresa no momento do *IPO*, considerada superior nos Estados Unidos.



# Sobre a precificação dos *IPOs* nos EUA

## VALUATION SUPERIOR

### ➤ Volume maior de investidores

### ➤ Mix de investidores:

- Escala para analisar setores;
- Número maior de investidores colocando ordens;
- Acesso a investidores que não investem diretamente no Brasil;
- Maior visibilidade e dinamismo.

### ➤ Existe uma Distorção?

- Empresas descorrelacionadas do Brasil

### ➤ Prática de Precificação no Brasil.

- Não favorece ganhos para investidor de IPO (precifica no topo da faixa);
- Vendedor não se preocupa com o retorno dos investidores que entraram no IPO.

[B]<sup>3</sup>

## Novo perfil dos empreendedores e das companhias que listam no exterior

- **Tecnologia ajuda quebrar barreiras:** hoje existem empresas com capacidade de listar lá fora
- Economia pós-industrial, baseada em serviço: **a pessoa por trás do negócio faz muita diferença**
- **“kit Delaware”:** rodadas iniciais de financiamento com condição de estabelecer sede fora do país – a maioria dos unicórnios brasileiros já tem sede fora
- **Já se diluíram nas rodadas iniciais**
- Com formação no exterior e **familiarizado com o mercado americano**, mas muitas vezes sem conhecer profundamente a dinâmica do mercado de capitais
- Contexto geral que afasta empreendedor do IPO: **abundância de recursos no mercado privado**, fazendo com que a Bolsa não seja a única alternativa



# Visão dos entrevistados sobre o modelo DCS ou voto plural

## Para os entrevistados que acreditam que o modelo DCS não deveria ser introduzido no Brasil

- Não vai fazer diferença em termos de atrair as empresas de tecnologia
- Efeito negativo sobre a imagem do mercado
- Qualquer desproporção é negativa
- Modelo ainda não totalmente testado – seria apenas uma “moda”?
- Efeito demonstração – poucas operações podem atrapalhar mais do que ajudar
- Não existe demanda para esse modelo

## Para os entrevistados que acreditam que o Brasil deveria ter essa estrutura

- É mais direto, transparente e fácil de explicar
- Pode destravar valor no setor de tecnologia e em setores tradicionais
- Existe no mundo todo, todos os concorrentes oferecem
- O voto não é tão importante
- Defesa contra o *empty-voting*
- Reconhece a relevância do empreendedor na economia pós-industrial
- É um modelo que se mostrou empiricamente melhor
- Existe mercado para essas estruturas

[B]<sup>3</sup>

# Visão sobre possível implementação do modelo DCS no Brasil

*Independentemente de ser a favor ou não, vários discutiram como essas estruturas deveriam ser implementadas*

Vários se manifestaram a favor do **modelo mais liberal possível**, sujeita apenas à negociação direta entre empresas e investidores

- Difícil arbitrar limites que se apliquem a todos os casos
- Como definir um prazo único se indústrias diferentes têm ciclos distintos
- O mercado estabelece seus próprios limites

A mesma proporção de entrevistados defende que **deveriam existir limites e contrapartidas em termos de governança**

- A governança das empresas que adotam esse modelo tende a ser pior
- Contrapartidas:
  - Ser intransferível
  - Prazo
  - Limites de proporção de votos e quantidade para manter a possibilidade de *takeover*
  - Ficar limitado a poucas empresas
  - Tratar do Tag Along
  - Exigência de Conselheiro Independente
  - Comitê de Auditoria

[B]<sup>3</sup>

## Caso a Lei seja alterada, onde se listariam as companhias com DCS

As empresas com estruturas de duas classes de ações ordinárias não se listariam no Novo Mercado

Visões alternativas de como a B3 deveria tratar as companhias que adotassem o voto plural:

- Listagem seguindo a Lei das S.A., mas sem nenhum selo.
- Limitar a poucas companhias,
- Criar uma espécie de *sandbox* temporário, preparatório para o NM ou Nível 2.
- Lançar um novo segmento com a inclusão de algumas regras adicionais de GC
- Autorizar a listagem no mercado de acesso.
- Submeter as companhias a uma avaliação mais criteriosa

[B]<sup>3</sup>

## Agenda prioritária para retomada do mercado de capitais brasileiro

O mercado brasileiro tem que ser muito mais simples e fácil do que as alternativas de fora [e com mais governança]

- O Brasil voltar a crescer
- Fortalecer *enforcement* e estabelecer mecanismos de ressarcimento
- Desmistificar custos e investir na educação de empreendedores
- Simplificar o processo de oferta e listagem e adotar atitude mais amigável e “*plug&play*”
- Simplificar MAIS para investidor estrangeiro investir aqui e conduzir esforço para atrair quem ainda não está
- Criar demanda interna
- Simplificar regras (principalmente o volume) de *disclosure* para cia aberta.
- Viabilizar que empresas menores cheguem à bolsa

**[B]**<sup>3</sup> Obrigada

Flavia Mouta

[flavia.mouta@b3.com.br](mailto:flavia.mouta@b3.com.br)

Cristiana Pereira

[cpereira@acegovernance.com.br](mailto:cpereira@acegovernance.com.br)



governance

Apresentação baseada  
no relatório realizado  
pela ACE