



Governance

governança
e mercado de
capitais

**EXTRATO DA ANÁLISE
INTERNACIONAL E REPERCUSSÃO
NO MERCADO BRASILEIRO ¹ DA
EXPANSÃO DA ADOÇÃO DE
ESTRUTURAS COM DUAS OU MAIS
CLASSES DE AÇÕES COM DIREITOS
DE VOTO DIFERENCIADOS (DCS)**

¹ Não faz parte do escopo deste trabalho a elaboração de eventuais propostas para alteração de regras ou da lei para adoção de DCS no Brasil.

1. APRESENTAÇÃO	3
2. CONTEXTO INTERNACIONAL	5
2.1. ESTRUTURAS DCS NAS 20 PRINCIPAIS BOLSAS NO MUNDO	5
2.2. ANÁLISE DOS ESTADOS UNIDOS	10
2.3. ANÁLISE DE SINGAPURA	21
2.4. ANÁLISE DE HONG KONG.....	29
2.5. ANÁLISE DO JAPÃO	36
2.6. ANÁLISE DA AUSTRÁLIA	41
3. CONTEXTO BRASILEIRO	47
3.1. Motivações para as empresas brasileiras se listarem fora do Brasil	47
3.2. Visão dos entrevistados sobre o modelo DCS ou voto plural	50
3.3. Características das empresas e das ofertas no exterior	57
3.4. Modelo das Super Preferenciais	64
3.5. Necessidade de aprimoramento da regra do BDR.....	77
4. ANEXOS	80
4.1. ANEXO 1 – CASO ALIBABA	80
4.2. ANEXO 2 – ESTRUTURAS DE ALAVANCAGEM NO BRASIL	83

Este relatório foi produzido por terceiro independente, a partir de informações públicas e entrevistas com agentes de mercado, de modo que o seu teor não traduz, necessariamente, a opinião da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão.

1. APRESENTAÇÃO

O objetivo deste documento é analisar como as estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados estão sendo utilizadas nos principais mercados do mundo e, ao mesmo tempo, avaliar os impactos dessa discussão no mercado brasileiro.

Na discussão internacional, especialmente nos Estados Unidos, os textos acadêmicos e de mercado referem-se a companhias com “duas classes de ações” – ou *DCS (Dual Class Shares)*, na sigla em inglês – como qualquer companhia que possua mais de uma classe de ações com votos diferenciados. O mais usual são estruturas com duas classes de ações, mas existem empresas com mais de duas classes de ações, o que leva alguns autores a adotarem a terminologia “múltiplas classes de ações”.

Por simplicidade, neste documento, iremos utilizar o termo mais comum (“duas classes de ações” ou DCS) para designar estruturas com duas classes de ações com direitos de voto diferenciados.

Porém, é importante alertar que vários autores, especialmente os que analisam e comparam uma amostra maior de países, incluem, nessa classificação, também estruturas em que uma classe de ações possui direito a voto e a outra não, podendo gozar de algum tipo de preferência, econômica ou não, como é o caso do Brasil, que admite ações ordinárias e preferenciais.

Feito esse esclarecimento de nomenclatura, destaca-se que a adoção de modelos societários com DCS está se ampliando, notadamente nos Estados Unidos e por empresas de tecnologia – incluindo, em uma caracterização mais abrangente, empresas, de diversos setores, que adotam modelos de negócios predominantemente digitais ou com amplo uso de tecnologia.

Tais empresas tem atraído atenção de investidores e apresentam elevado dinamismo e perspectiva de crescimento, razão pela qual algumas estão sendo alvo de disputa por bolsas de diversos países no momento de seu IPO, com ampla repercussão na imprensa.

Provavelmente, o mais notório dos casos, que projetou mundialmente essa discussão, foi a decisão da empresa chinesa Alibaba de se listar na Bolsa de Nova York (NYSE) ao invés das bolsas localizadas em sua região de origem, como as Bolsas de Shanghai, de Hong Kong ou de Singapura. A decisão de se listar na bolsa norte-americana foi guiada em grande medida pela possibilidade de adotar uma estrutura acionária que acomodasse sua estrutura de *Partnership*, garantindo ao grupo fundador, em conjunto com os demais acionistas relevantes, o controle sobre as decisões mais importantes, em especial a eleição da maioria dos membros do Conselho, mesmo diante de uma diluição econômica substancial com a oferta de ações.

Nesse contexto, diversos mercados ao redor do mundo têm se mobilizado em discussões para avaliar seus modelos legais e/ou regulatórios e, eventualmente, promover mudanças para atender o que parece ser uma nova demanda, de forma a permitir estruturas que acomodem a concentração de poder para fundadores ou grupo fundador de empresas de tecnologia.

No entendimento de algumas bolsas, oferecer esse tipo de alternativa passou a ser um requisito necessário para não perder a competitividade de seus ambientes de listagem para empresas de tecnologia com alto potencial de crescimento, em um contexto de competição cada vez mais acirrada. Assim, torna-se inadiável trazer essa discussão para o contexto do mercado brasileiro, considerando, sobretudo, a crescente importância que essas empresas devem passar a ter no cenário econômico brasileiro e a necessidade de manter a competitividade do país em relação aos principais centros financeiros globais.

Na primeira parte do documento, apresentaremos o contexto internacional desse debate, iniciando com um panorama das 20 maiores bolsas de ações do mundo e o status atual de adoção do modelo DCS.

Em seguida, discutiremos o caso americano, onde a possibilidade de emissão de ações com votos diferenciados já existe e é utilizada há muito tempo, tendo passado por fases de maior aceitação, como a atual, bem como fases em que o modelo caiu em desuso e chegou a ser proibido. Apresentamos também os casos de Hong Kong e Singapura, que alteraram suas regras de listagem em 2018 para acomodar empresas com DCS.

Ainda, trataremos do caso do Japão, onde essa possibilidade existe por meio de estrutura alternativa, mas é pouco utilizada; e da Austrália que, embora possa admiti-la em caráter excepcional, tem se posicionado contrariamente à autorização para listagem nessas condições, sem prejuízo aparente a atratividade desses mercados para IPOs.

Na segunda parte do documento, avaliaremos os possíveis impactos dessa discussão internacional para o mercado brasileiro. No Brasil, a estrutura com duas classes de ações com votos diferenciados não é prevista na legislação e é denominada voto plural ou “Super ON”. Por isso, nessa segunda parte, iremos comparar o modelo DCS presente nos Estados Unidos e outras partes do mundo, com o modelo de ações ordinárias e preferenciais, e suas variações, utilizado no Brasil.

Para elaborar a avaliação do contexto brasileiro, realizamos um número limitado de entrevistas com um grupo diversificado de participantes de mercado, que compartilharam seu conhecimento e suas visões sobre o tema específico e sobre a competitividade do mercado brasileiro. Procuramos compor uma amostra abrangente das opiniões acerca do tema e capturar um amplo espectro de pontos de vista.

Os entrevistados, em sua maioria, avaliaram o debate sobre as estruturas com DCS, bem como a viabilidade de que outras estruturas societárias já previstas na legislação vigente, em particular as “Super PNs”, possam ser alternativas viáveis ao modelo das “Super ON”, além de outros aspectos relacionados à competitividade do mercado de capitais brasileiros. Algumas entrevistas foram bastante focadas em alguns desses aspectos e outras mais abrangentes.

Dado que esse debate ainda se encontra em estágio inicial, as opiniões compartilhadas pelos entrevistados refletem interpretações pessoais, não representando necessariamente o posicionamento das organizações às quais estão vinculados. Por isso, ao longo desse relatório, não individualizaremos as

opiniões compartilhadas. Destacamos, ainda, que, embora essa parte do relatório tenha se baseado na interpretação das autoras sobre as opiniões expressas nas entrevistas, as afirmações aqui contidas são de inteira responsabilidade de quem as proferiu.

É importante notar que o objetivo das entrevistas não foi ter uma interpretação quantitativa do tema. Ao contrário, optou-se por uma amostra pequena para detalhar os principais argumentos envolvidos na discussão, independentemente de representarem uma visão majoritária ou minoritária do mercado brasileiro. Em alguns pontos, destacamos argumentos que foram enfatizados por vários entrevistados, mas, na maioria das vezes, procuramos refletir a amplitude de argumentos, ainda que reflitam a visão de poucos entrevistados.

Organizamos a Parte Nacional, começando com os principais argumentos relativos à conveniência ou não da adoção da estrutura de duas classes de ações ordinárias (voto plural) dentro do contexto de competitividade do mercado brasileiro.

Em seguida, analisamos em mais detalhe os principais aspectos que diferenciam o modelo de DCS existente atualmente no Brasil, com ações preferenciais e ordinárias, do modelo de DCS que é utilizado nos Estados Unidos e que recentemente foi adotado em Singapura e Hong Kong, como discutido na Parte Internacional. Nesta seção analisamos de maneira mais ampla a governança das empresas brasileiras que adotaram os modelos de SUPER PNs e de SUPER ONs.

2. CONTEXTO INTERNACIONAL

2.1. ESTRUTURAS DCS NAS 20 PRINCIPAIS BOLSAS NO MUNDO

Para a análise proposta neste capítulo, identificamos as 20 maiores bolsas do mundo de acordo com a Capitalização de Mercado no final de 2018, a partir dos dados da Federação Mundial de Bolsas – WFE. Tal informação foi, então, correlacionada com a respectiva estrutura legal e regulatória vigente nas jurisdições das referidas bolsas, no que diz respeito à possibilidade de emissão de espécie de ações sem direito de voto (ou limitação a esse direito) ou de classe de ações com direitos de voto diferenciados, conforme a Tabela 1 abaixo.

Utilizamos em grande medida, informações do *OECD Factbook on Corporate Governance*, cuja última edição é de 2017², mas complementamos com outras fontes e informações que não estavam presentes nessa publicação ou com fatos supervenientes à publicação do *Factbook*.

A partir da análise empreendida, verifica-se que, das 20 maiores bolsas do mundo, 12 estão localizadas em um total de 10 jurisdições – incluindo Hong Kong e Singapura, que passaram, após a publicação do *Factbook*, por processos de alteração de suas regras de listagem relativamente a essa questão – que não

² OECD Factbook on Corporate Governance 2017, disponível em <http://www.oecd.org/daf/ca/corporate-governance-factbook.htm>. Acessado em 01/06/2019.

vedam, ou expressamente permitem, a emissão de classes de ações com direitos de votos diferenciados³, ainda que sujeita a determinados limites ou condições.

Para fins dessa análise, consideramos China e Hong Kong separadamente, visto que, na China continental, as estruturas de duas ações com direitos de voto diferenciados ainda não são permitidas, ao passo que, em Hong Kong, passaram a ser autorizadas, conforme discutiremos adiante.

Contudo, para analisar a presença de empresas com duas classes de ações, é preciso levar em consideração que, ainda que a lei societária permita a existência dessas estruturas, em vários países elas são pouco usuais, seja pelo desinteresse dos participantes do mercado, seja por proibições nas regras de listagem.

³ Com exceção do Brasil, não discutiremos como é a legislação e a regulação das bolsas com relação às estruturas com ações sem direito de voto, que são permitidas em alguns países e bolsas, mas com características diferentes. Nas análises detalhadas que faremos de Estados Unidos, Singapura, Hong Kong, Austrália e Japão, faremos a diferenciação entre ações sem direito de voto e ações com direitos de voto diferenciados.

Tabela 1 – Possibilidade de emissão de ações sem direito de voto ou com direitos de voto diferenciados nas 20 maiores bolsas do mundo em termos de capitalização de mercado em US\$, em dezembro 2018.

Bolsa	Capitalização de Mercado (US\$ MM)	Número de Empresas Listadas			Emissão de espécie de ação preferencial, sem direito de voto ou com limitação a esse direito	Emissão de classes de ações ordinárias com direitos de voto distintos
		Total	Domésticas	Estrangeiras		
NYSE (1)	20,679,476.9	2.285	1.775	510	Permitida	Permitida
Nasdaq – US (1)	9,756,836.1	3.058	2.622	436	Permitida	Permitida
Japan Exchange Group Inc. (2)	5,296,811.1	3.657	3.652	5	Permitida	Permitida em termos
Shanghai Stock Exchange	3,919,420.3	1.450	1.450	NA	Permitida	Não permitida
Hong Kong Exchanges and Clearing (3)	3,819,215.4	2.315	2.161	154	Permitida	Permitida
Euronext (4)	3,730,398.3	1.208	1.059	149	Permitida	Permitida
LSE Group (5)	3,637,996.0	2.479	2.061	418	Permitida	Permitida
Shenzhen Stock Exchange	2,405,459.5	2.134	2.134	NA	Permitida	Não permitida
BSE India Limited (6)	2,083,482.8	5.066	5.065	1	Permitida	Permitida
TMX Group (7)	1,937,902.7	3.383	3.330	53	Permitida	Permitida
Deutsche Boerse AG	1,755,172.8	514	465	49	Permitida	Não permitida
Korea Exchange	1,413,716.5	2.207	2.186	21	Permitida	Não permitida
Nasdaq Nordic Exchanges (8)	1,322,817.5	1.019	976	43	Permitida	Permitida
Australian Securities Exchange (9)	1,262,800.3	2.146	2.004	142	Permitida	Não permitida em termos
B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão	916,824.4	339	334	5	Permitida	Não permitida
BME Spanish Exchanges	723,691.0	3.006	2.979	27	Permitida	Não permitida
Singapore Exchange (10)	687,257.2	741	482	259	Permitida	Permitida
Bolsa Mexicana de Valores (11)	385,051.4	145	140	5	Permitida	Não permitida
NZX Limited	86,132.6	138	131	7	Permitida	Permitida
NSE of India Ltd (6)	2,056.3	1.923	1.922	1	Permitida	Permitida

Fontes: *World Federation of Exchanges – WFE* e *OECD Corporate Governance Factbook 2017, IGOOP 2019*

Destaques e observações:

- (1) Nos EUA, que discutiremos no capítulo seguinte, as companhias podem ter diversas classes de ações, com diferentes quantidades de votos quando realiza o IPO, contudo, tanto NYSE quanto NASDAQ não permitem que, após a listagem, sejam reduzidos ou restringidos os direitos de voto dos acionistas através de qualquer ato corporativo ou mesmo emissão de novas ações.
- (2) No Japão, o *Companies Act* de 2005 permite a emissão de diferentes classes de ações, mas não permite o voto diferenciado entre ações de uma empresa. Não obstante, desde 2001, a regulamentação permite que sejam criadas *units* compostas por uma quantidade diferente de ações e que seja conferido um voto por *unit*. Com isso, e a partir de novas regras editadas em 2008, as *units* podem ser utilizadas como meio de viabilizar estruturas de DCS para companhias ainda não listadas.

- (3) No caso de Hong Kong, como apresentaremos em um item específico, houve alteração em 2018.
- (4) Essas informações referem-se apenas à França e não a todos os países onde existem bolsas operadas pelo Grupo Euronext (Holanda, Bélgica, Reino Unido, Portugal e Irlanda). Na França, as ações podem dobrar a quantidade de voto que representam, caso sejam mantidas por dois anos pelo mesmo acionista.
- (5) No Reino Unido, ainda que ações com direitos de voto diferenciado sejam autorizadas, são raras de se encontrar, pela falta de liquidez para se qualificarem para listagem. A LSE não autoriza no seu segmento Premium empresas com ações que não tenham direito de voto pleno.
- (6) Na Índia, a Lei Societária permite que as companhias emitam ações com direitos diferenciados sobre dividendos ou votos. Por outro lado, em companhias listadas, a regulamentação não permite a emissão de ações com direito de voto superior ao daquelas ações já admitidas à negociação. Em 27/06/2019, a *Securities and Exchange Board of India* aprovou o *Framework for Issuance of Differential Voting Rights (DVRs) Shares*⁴, estabelecendo regras adicionais sobre o assunto, inclusive para vedar a emissão, por companhias listadas, de ações com direitos fracionários.
- (7) O Factbook não possui informações sobre o Canadá, que foram pesquisadas no documento elaborado pelo *Institute for Governance of Private and Public Organizations (IGOPP)*⁵. Além das características básicas do modelo canadense, o documento destaca que o número de companhias canadense que adota esse modelo vem diminuindo. O estudo aponta que atualmente são 69 companhias com duas classes de ações ordinárias com voto diferenciados, ao passo que, em 2005 eram 100, das quais 16 converteram sua estrutura para “uma ação, um voto” e 38 desapareceram por motivos diversos (fusões, aquisições ou falência). Apenas 23 companhias canadenses fizeram IPO utilizando esse modelo desde 2005. O estudo também aponta que uma característica que diferencia o modelo DCS do Canada é uma regra estabelecida pela da Bolsa de Toronto em 1987, a *coattail provision*, que prevê que todas as ações recebem o mesmo valor no caso de uma venda de controle.
- (8) Essas informações referem-se apenas a Suécia e não a todos os países onde existem bolsas operadas pelo Grupo Nasdaq OMX (Dinamarca, Finlândia, Islândia, Letônia, Estônia, Lituânia e Armênia). Na Suécia, ações da espécie preferencial podem ter o direito de voto limitado, mas não inferior ao limite estabelecido para a classe de ordinárias menos favorecida.
- (9) Na Austrália, as regras de listagem estabelecem, como norma geral, que cada ação ordinária deverá conferir o direito a um voto, mas permitem, em caráter excepcional (mediante prévia autorização da ASX ou na hipótese de ações parcialmente integralizadas), a emissão de classe de ações ordinárias com direitos diferenciados.
- (10) No caso de Singapura, como apresentaremos em um item específico, houve alteração em 2018.
- (11) No México, a lei do mercado de capitais autoriza a emissão de ações distintas das ordinárias – de voto limitado, restrito ou sem direito a voto –, condicionada à observância de limite em relação ao capital social e desde que mediante autorização prévia de autoridade nacional. Segundo a lei das

⁴ Disponível em https://www.sebi.gov.in/media/press-releases/jun-2019/sebi-board-meeting_43417.htmlhttps://www.sebi.gov.in/reports/reports/mar-2019/consultation-paper-on-issuance-of-shares-with-differential-voting-rights_42432.html. Acesso em 28/11/2019.

⁵ The Case for Dual-Class Shares, Institute for Private and Public Organizations (IGOPP), Policy Paper no. 11, de 2019, disponível em <https://igopp.org/en/dual-class-share-structures-in-canada/>. Acesso em 23/06/2019.



governance

sociedades mercantis, as ações de voto limitado deverão gozar de certas preferências, inclusive na distribuição de dividendos.

2.2. ANÁLISE DOS ESTADOS UNIDOS

Os Estados Unidos têm o mercado mais líquido do mundo, com as duas maiores bolsas de valores: A New York Stock Exchange – NYSE, que encerrou 2018 com capitalização de mercado de US\$ 20,6 trilhões e 2.285 empresas listadas; e a NASDAQ, com capitalização de mercado de US\$ 9,7 trilhões e 3.058 empresas listadas.

Nos EUA, a possibilidade de as empresas adotarem estruturas com classes de ações apresentando diferentes direitos de voto existe antes mesmo da criação da SEC. São as leis estaduais que definem as características societárias e os estatutos das companhias e, na maioria dos estados americanos, as estruturas DCS são permitidas.

Por outro lado, cada bolsa pode definir limites e restrições em suas regras de listagem de acordo com critérios próprios que visam a assegurar a proteção dos investidores e a integridade de seus mercados.

2.2.1.Histórico

Algumas referências⁶ citam a International Silver Company, que emitiu ações em 1898, como a primeira companhia a emitir ações ordinárias sem direito de voto. Essas ações vieram a ter voto em 1902, sendo um voto para cada duas ações. Antes disso, os estatutos das companhias já previam ações preferenciais em mais de uma classe, mas foi a partir daquele caso que começaram a surgir as companhias com diferentes classes de ações ordinárias, com direitos de voto diferenciados.

Nesse período, a NYSE aceitava a listagem de empresas com essa estrutura societária, ainda que no início dos anos 20 já existisse forte oposição. Em 1925, a NYSE admitiu a listagem da empresa *Dodge Brothers, Inc*, que emitiu para o público títulos de dívida, ações preferenciais e ações ordinárias sem direito de voto, e reteve para os *insiders* (no caso, o banco de investimento que conduziu a oferta) ações ordinárias com direito de voto, representando menos de 1,70% do capital total da companhia.

A NYSE foi muito criticada por esse caso e, em 1926, divulgou um posicionamento de que, a partir daquele momento, sua Comissão de Listagem passaria a dar maior atenção ao tema do controle dos votos das companhias, sem, contudo, proibir empresas com essas estruturas em seu mercado.

Em 1940, a NYSE passou a proibir a listagem de empresas com ações ordinárias sem direito de voto, mas essa regra permitia exceções. Uma delas foi a *Ford Motor Company*, que se listou, em 1956, com uma estrutura de duas classes de ações com voto diferenciados que é mantida até os dias de hoje. No período de 1940 a 1978 apenas 30 companhias se listaram emitindo ações sem direito de voto ou com duas classes de ações ordinárias, com voto diferenciados.

⁶ Ver BAINBRIDGE 2017, Understanding Dual Class Stock Part I: An Historical Perspective, disponível em: <https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2017/09/understanding-dual-class-stock-part-i-an-historical-perspective.html> e CFA Institute, DUAL-CLASS SHARES: THE GOOD, THE BAD, AND THE UGLY - A Review of the Debate Surrounding Dual-Class Shares and Their Emergence in Asia Pacific, Agosto 2018, disponível em <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.ashx>

Nesse período, a *American Stock Exchange* – AMEX não adotava a mesma proibição da NYSE e só veio a se posicionar sobre o tema em 1972, sem, contudo, proibir essas estruturas e mantendo a sua política de analisar empresas caso a caso para avaliar a admissibilidade de determinados modelos societários.

Até então, as companhias que buscavam a estrutura de duas classes de ações eram empresas de controle familiar, que tinham por objetivo manter o controle com os membros da família, bem como empresas de mídia, que consideravam esta estrutura mais adequada para assegurar a independência editorial.

Nos anos 80, com a onda de *takeovers* nos EUA, a demanda por estruturas que assegurassem uma maior concentração de poder voltou a aumentar. Nesse período diversas empresas já listadas adotaram planos de recapitalização, propondo mudanças em seus estatutos para permitir a emissão de novas ações ordinárias com votos diferenciados para os atuais acionistas ou para os *insiders*, de forma a barrar tentativas consideradas não adequadas de *takeover*.

Nesse momento, aumentou a pressão para que a NYSE voltasse a autorizar as ações ordinárias com votos diferenciados, inclusive diante do fato de que as empresas poderiam optar pela listagem na AMEX e na recém-criada NASDAQ. A partir de 1984, a NYSE anunciou que não iria mais fazer o *enforcement* dessa regra e estabeleceria uma comissão para avaliar o assunto; e finalmente, em 1986, voltou a permitir a listagem de empresas com duas classes de ações com votos diferenciados.

A mudança da regra da NYSE, assim como todas as regras das bolsas de valores norte-americanas, precisava ser aprovada pela SEC. O debate relativo à aprovação motivou o regulador a buscar uma norma que limitasse o uso dessas estruturas de forma uniforme em todas as bolsas do país.

Em 1988, a SEC divulgou a Regra 19c-4, proibindo que empresas listadas nas bolsas de valores aprovassem qualquer ato societário que pudesse anular, restringir ou reduzir de forma não proporcional os direitos de voto dos detentores de qualquer classe de ações já admitidas à negociação. Exemplos desses atos societários incluíam limitações ao direito de voto e criação de nova classe de ações com quantidade de voto superior. Ou seja, limitou-se a emissão de novas classes de ações como medida para impedir uma aquisição hostil.

A aplicação da regra da SEC foi contestada por uma coalizão de empresários em uma Corte de Apelação que acatou o pleito, sob o argumento que aquele tema ultrapassaria a autoridade delegada a SEC. Contudo, todas as bolsas mantiveram os principais pontos dessa regra em suas próprias normas de listagem, o que prevalece até hoje.

No período mais recente, o crescimento do uso dessas estruturas tem se dado principalmente no setor de tecnologia, com motivações aparentemente distintas, muito focadas na possibilidade de manter o controle nas mãos do empreendedor/fundador da empresa, a quem se quer conceder a possibilidade de executar seu plano de negócio de longo prazo, sem a interferência de curto prazo do mercado. Do ponto

de vista do empreendedor, a possibilidade de alavancar seu direito de voto permite que busque os recursos necessários para o crescimento da empresa sem necessariamente compartilhar as decisões do rumo da companhia.

Com efeito, entre 1980 e 2017, 200 de 3.046 (6,6%) *IPOs* de tecnologia e 498 de 5.314 (9,4%) *IPOs* de setores não ligados a tecnologia adotaram estruturas de duas classes de ações ordinárias, mas a tendência se intensificou nos últimos anos. Muitos consideram que essa nova etapa teve início em 2004, com o *IPO* do Google (hoje *Alphabet*), uma das primeiras empresas de tecnologia a adotar esse modelo, sendo que, em 2016 e 2017, respectivamente, 23,8% e 9,4% das empresas do setor de tecnologia – bem como 43,3% e 21,8% das empresas dos setores não ligados a tecnologia – adotaram essa estrutura⁷.

Apesar desse crescimento na utilização dessas estruturas no período recente, em fevereiro de 2019, o *Council of Institutional Investors* identificava, nessa categoria, 216 companhias domésticas listadas nas bolsas americanas⁸, dentre aquelas com capitalização de mercado acima de US\$ 200 milhões, ou seja, menos de 5% das mais de 5.000 empresas listadas no mercado americano atualmente.

Analisaremos, a seguir, como são atualmente as regras de listagem na NYSE e Nasdaq em relação a esse tema.

2.2.2. Regras de Listagem

A NYSE e NASDAQ admitem a listagem de empresas com duas classes de ações ordinárias com direitos de voto diferenciados, com ações ordinárias sem direito de voto, e com ações preferenciais. As regras de listagem tratam da preservação do direito de voto dos acionistas detentores das ações em circulação.

A NYSE, enfatiza, em sua regra de listagem, que as ações ordinárias sem direito de voto, à exceção do voto, devem ter substancialmente os mesmos direitos, inclusive o de receber todas as comunicações da companhia, até mesmo aquelas relativas à Assembleia. Com relação às ações preferenciais, recomenda-se que mesmo as que não sejam admitidas à negociação devem manter o direito de eleger como grupo um mínimo de 2 conselheiros, quando ficarem 6 trimestres consecutivos sem o recebimento dos dividendos.

⁷ Esses dados referem-se a *IPOs* de ações (excluindo-se *ADRs*), que tiveram preço mínimo na oferta de US\$ 5,00 ou mais, conforme Ritter 2018, citado no estudo do CFA Institute, *DUAL-CLASS SHARES: THE GOOD, THE BAD, AND THE UGLY - A Review of the Debate Surrounding Dual-Class Shares and Their Emergence in Asia Pacific*, Agosto 2018, disponível em <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.ashx>. Acesso em 01/06/2019.

⁸ A lista completa das empresas pode ser encontrada em <https://www.cii.org/files/Feb%202019%20Dual%20Class%20Companies%20List.pdf>. Acesso em 01/06/2019.

Tanto a NYSE (*Section 313.00⁹*) quanto a Nasdaq (*Rule 5640¹⁰*) estabeleceram regras, seguindo a *Rule 19c-4*, citada no item anterior, prevendo que a companhia listada não pode reduzir ou restringir os direitos de voto dos acionistas detentores de ações em circulação. As duas bolsas reservam-se o direito de avaliar situações particulares que necessitem de um *waiver* ou de uma interpretação mais flexível da norma, como, por exemplo, no caso de uma empresa estruturando um plano de recuperação.

A flexibilidade da regra americana permite a utilização de vários modelos distintos, seja prevendo efetivamente duas classes de ações com direitos de voto diferenciados, seja replicando esse efeito pela concessão de determinados direitos a um grupo de acionistas.

Na Tabela 2 a seguir, listamos alguns exemplos de um levantamento elaborado pelo *Council of Institutional Investors* com empresas domésticas com capitalização de mercado acima de US\$ 200 milhões, sendo que a estrutura mais frequentemente adotada é a de duas classes de ações ordinárias, em que as ações dos fundadores (Classe A) detém 10 votos cada, e as demais ações distribuídas a mercado (Classe B), 1 voto cada.

Nota-se, não obstante, que a razão entre a quantidade de votos atribuídos a cada classe de ação, o percentual de participação política que conferem as ações com voto plural, e a existência ou não de um prazo de duração da cláusula (a chamada “*sunset clause*”), variam de empresa para empresa.

Tabela 2 – Perfil da Estrutura DCS de uma amostra de empresas domésticas com capitalização de mercado acima de US\$ 200 Milhões

EMPRESA	RAZÃO DE VOTO	PARTICIPAÇÃO POLÍTICA	PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA	DIFERENÇA	DATA IPO	PRAZO
Alphabet (Google)	1:10:0	60,9%	6,7%	54,2%	2004	Não
Berkshire Hathaway	1: 1/10.000	84,3	44,7%	39,6%	1990	Não
Clear Channel	1:20	99,2	86,2%	13%	2009	Não
Dropbox	1:10	93,4%	58,7%	34,7%	2018	Não
Eventbrite	1:10	98,3%	85,3%	13%	2018	10 anos
Facebook	1:10	66,3%	16,4%	49,9%	2012	Não
Snap	1:10:0	97,8%	17%	80,8%	2017	Não
Workday	1:10	81,6%	30,7%	50,9%	2012	20 anos

Fonte: *Council of Institutional Investors*, Fev. 2019, disponível em

<https://www.cii.org/files/Feb%202019%20Dual%20Class%20Companies%20List.pdf>. Acesso em 01/06/2019.

⁹ Ver *NYSE Listed Company Manual*, disponível em

https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/NYSE_Listed_Company_Manual.pdf. Acesso em 01/06/2019.

¹⁰ Ver *Marketplace Rules em Nasdaq Stock Market Rules*, disponível em

http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_1_1&manual=/nasdaq/main/nasdaq-equityrules/. Acesso em 01/06/2019.

Por fim, vale mencionar que, recentemente, uma nova bolsa foi criada nos EUA, a *Long-Term Stock Exchange*. Essa bolsa obteve autorização para operar pela SEC em maio de 2019. Ainda não teve o seu regulamento de listagem aprovado e não começou efetivamente sua operação de listagem, mas anunciou que buscará estabelecer regras de listagem que favoreçam uma visão de longo prazo para emissores e investidores. As regras de listagem já disponíveis, seguem os mesmos parâmetros de NYSE e NASDAQ¹¹.

Com relação aos direitos de voto, a Bolsa anunciou que possibilitaria que as empresas adotassem regra para atribuir poder de voto de acordo com o tempo de manutenção das ações na carteira, ou seja, os acionistas detentores das ações por mais tempo teriam poder de voto superior, regra conhecida como “*time-phased voting*” ou “*tenure voting*”. Contudo, essa regra ainda não foi proposta pela LTSE e não consta dos seus regulamentos divulgados até o momento. Ainda assim, já suscitou críticas de investidores favoráveis ao princípio de “uma ação, um voto” durante o seu processo de aprovação pela SEC¹².

2.2.3. Posicionamentos no mercado americano sobre as estruturas de DCS

2.2.3.1. Investidores Institucionais

O *Council of Institutional Investors* – CII tem sido bastante vocal na defesa do modelo “uma ação, um voto” em contraposição aos modelos de DCS. O CII foi fundado em 1985, por 21 gestores de fundos de pensão públicos norte-americanos. Hoje seus membros administram mais de US\$ 4 trilhões em ativos e são bastante atuantes na defesa das melhores práticas de governança. Além disso contam com outros associados, baseados nos EUA e fora, que juntos administram mais de US\$ 25 trilhões.

O CII surgiu nos anos 80, que, como mencionamos anteriormente, foi o período de muitas aquisições hostis e o aumento de uso de diversos mecanismos de defesa, inclusive as estruturas DCS. Desde então, advogam pelas melhores práticas de governança que conforme mencionam “eram consideradas radicais no passado, mas hoje são amplamente praticadas”¹³.

Outra voz relevante neste debate é o *Investor Stewardship Group* – ISG¹⁴, que reúne investidores institucionais baseados ou atuantes no mercado americano, em um total de 60 investidores que administram mais de US\$ 31 trilhões em ações nos Estados Unidos. Participam da iniciativa os executivos de governança corporativa desses investidores, com o objetivo de estabelecer padrões e princípios de *stewardship* para os investidores, bem como de governança e atuação em conselho. Dentre os princípios defendidos pela organização – que, normalmente, está alinhada aos posicionamentos do CII, até mesmo pela sobreposição de seus membros – está o de “uma ação, um voto”.

¹¹ Ver *Rule 14.413*, do Capítulo 14, do *Long-Term Stock Exchange Rule Book*, disponível em <https://longtermstockexchange.com/regulation/docs/LTSE%20Rulebook.pdf>. Acesso em 01/06/2019.

¹² Posner, C. 2019, LTSE has just been approved as an Exchange – will it make a difference? Disponível em <https://cooleypubco.com/2019/05/23/ltse-approved-as-exchange/>. Acesso em 01/06/2019.

¹³ O histórico do conselho, seus membros, associados e as principais ações estão disponíveis em https://www.cii.org/about_us. Acesso em 01/06/2019.

¹⁴ Ver mais informações sobre o ISG e os Princípios de Governança Corporativa em <https://isgframework.org/news/>. Acesso em 01/06/2019.

Em 2012¹⁵, o CII solicitou que a NYSE e NASDAQ proibissem a listagem de empresas que tivessem estruturas DCS ou qualquer outra estrutura que produzisse a mesma concentração de poder nas mãos de alguns acionistas ou administradores. Naquele momento, apontavam para um crescimento do interesse por empresas americanas em adotar o modelo, já que isso foi feito em 10% dos *IPOs* que aconteceram de janeiro de 2010 a março de 2012. Argumentavam que para os membros do CII esse tema era particularmente sensível já que adotavam, em sua grande maioria, estratégias passivas, sendo que 47% das posições em ações americanas eram indexadas, devendo a carteira de investimento selecionada seguir algum índice de referência. Assim, a venda das ações das empresas com DCS não era uma opção, pois representaria um desenquadramento de suas carteiras.

Adicionalmente, o CII citou estudos¹⁶ que demonstravam que a adoção dessas estruturas poderia levar a uma redução do valor da empresa e ao aumento da probabilidade de comportamentos irresponsáveis por parte dos administradores. Ainda, apontavam que empresas com duas classes de ações tendiam a ter uma performance pior ao longo do tempo, além de apresentar mais problemas envolvendo controles internos e transações com partes relacionadas. Por fim, argumentaram que outras grandes bolsas do mundo, como Londres e Hong Kong, proibiam essas estruturas¹⁷ e as bolsas americanas deveriam seguir esses exemplos.

Em 2014¹⁸, o CII manifestou-se novamente, pedindo que NYSE e NASDAQ não buscassem atrair a listagem de Alibaba, que já havia sido rejeitada em Hong Kong. Nesse momento, o CII escreveu também para as Bolsas de Londres e de Hong Kong, solicitando que não flexibilizassem suas regras para aceitar a listagem da empresa chinesa¹⁹. O caso Alibaba e sua estrutura de governança estão detalhados no ANEXO 1.

Finalmente, em 2018²⁰, o CII voltou a questionar as bolsas, motivado pelo que considerou ser o pior momento do direito de voto no mercado americano, ou seja, o IPO do Snap, Inc, que distribuiu ao público

¹⁵ As cartas encontram-se disponíveis no site do CII:

NYSE 2012 - https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2012/10_2_12_cii_letter_to_nyse_dual_class_stock.pdf

NASDAQ 2012 - https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2012/10_02_12_cii_letter_to_nasdaq_dual_class_stock.pdf

¹⁶ O principal estudo citado pelo CII é *Controlled Companies in the Standard & Poor's 1.500: A Ten-year Performance and Risk Review*, lançado em 2012 pelo *Investor Responsibility Research Center Institute*, a amostra de companhias analisadas inclui todas as companhias do S&P 1.500 com controle definido, por utilização de DCS ou não, incluindo inclusive companhias com controle concentrado em um único acionista ou grupo de acionistas.

¹⁷ Interessante notar que, em 2012, a decisão do Manchester United de se listar nos EUA, e não em Londres, Hong Kong ou Singapura, teve bastante repercussão na imprensa e despertou a atenção do mercado americano para as diferenças de regras entre esses mercados. A empresa que administra o time Manchester United foi comprada por uma família norte-americana. Devido a diversas tentativas da torcida inglesa de se organizar para recomprar as ações, a família quis adotar uma estrutura que permitisse a capitalização da empresa, mas que, ao mesmo tempo, assegurasse a sua permanência à frente do negócio. Discutiremos o impacto dessa listagem no mercado de Singapura no capítulo seguinte.

¹⁸ NYSE 2014: https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/03_27_14_CII_letter_to_NYSE_one_share_one_vote.pdf. Acesso em 01/06/2019.

NASDAQ 2014:

https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/03_27_14_CII_letter_to_nasdaq_one_share_one_vote.pdf. Acesso em 01/06/2019.

¹⁹ Ao final Alibaba fez seu IPO na NYSE e foi o maior IPO da história daquela Bolsa, que movimentou US\$ 25 bilhões. Alibaba Group não possui duas classes de ações, mas uma previsão em seu estatuto assegura aos executivos da companhia, reunidos em uma associação (*Alibaba Partnership*), elegerem a maioria do conselho.

²⁰ NYSE 2018:

https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2018/20181024%20NYSE%20Petition%20on%20Multiclass%20Sunsets%20FINAL.pdf. Acesso em 01/06/2019.

ações sem direito de voto. No documento, o CII relativiza a prevalência quantitativa do modelo de duas classes de ações ordinárias, citando que em 2018, até outubro, 88% dos *IPOs* de empresas americanas haviam seguido o modelo “uma ação, um voto”. Por outro lado, aponta três razões para preocupação:

- apesar de poucos casos, as empresas que utilizaram o modelo DCS representaram os maiores *IPOs* e, no caso do *Snap*, utilizou-se ações ordinárias sem direito de voto;
- houve aumento do número de emissores estrangeiros adotando esse modelo; e
- haveria um movimento de outras bolsas passando a permitir essas estruturas, diante da competição com as bolsas americanas.

Estudos mais recentes, citados pelo CII²¹, demonstram que as empresas com duas classes de ações podem ter uma performance melhor durante um certo período, mas ao longo do tempo esse benefício decresce. Na média, esse período no qual a estrutura de duas classes de ações pode trazer melhor performance seria de 5-6 anos. Além disso, um outro estudo, também citado pelo CII, aponta uma correlação positiva entre as estruturas DCS e inovação, no sentido de que essas estruturas estariam associadas com maiores riscos assumidos pelo empreendedor e maior número de pedidos de patentes, muito embora esses resultados tendam a desaparecer após 5 anos²².

Portanto, o CII reconheceu que essas estruturas podem atender algumas situações específicas e, nessas novas correspondências às bolsas, pediu que seus regulamentos sejam alterados para prever que novas empresas, buscando listagem com estrutura DCS, tivessem em seu estatuto uma previsão de conversão automática da classe com voto superior (*sunset clause*) após o prazo máximo de 7 anos.. Propuseram, ainda, que fosse permitida uma extensão desse prazo por meio de voto em separado dos acionistas de cada classe de ações, assegurando a liberdade de escolha das companhias e investidores.

Portanto, se tomarmos a posição do CII como representativa dos investidores institucionais americanos, ou que atuam no mercado americano, parece existir uma mudança de posicionamento. Ainda que permaneçam contrários as estruturas DCS e continuem a demonstrar a preferência pelo princípio de “uma ação, um voto”, a estrutura de DCS passou a ser mais aceitável, em algumas situações e desde que com alguns limites, especialmente no que diz respeito ao prazo de duração da cláusula.

2.2.3.2. A defesa das estruturas DCS

A defesa das estruturas DCS é feita por empreendedores, acadêmicos, advogados e outros profissionais que atuam no mercado de capitais americanos, mas não identificamos grupos organizados que se

NASDAQ 2018:

https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2018/20181024%20NASDAQ%20Petition%20on%20Multiclass%20Sunsets%20FINAL.pdf. Acesso em 01/06/2019.

²¹ O CII organizou os resultados dos principais estudos acadêmicos recentes que buscam avaliar a performance das empresas que adotam algum modelo de DCS. Os estudos buscam avaliar métricas diferentes e selecionam amostras diferentes, o que leva a resultados algumas vezes distintos. Mas concluem de maneira semelhante que a performance das companhias é melhor no curto prazo e tende a decair ao longo do tempo, reforçando o argumento em favor de alguma limitação de tempo para essas estruturas – a *sunset clause*. O sumário dos estudos está disponível em <https://www.cii.org/files/CII%20Summary%20of%20DC%20Studies.pdf>. Acesso 01/06/2019.

²² Baran, L., Forst, A. e Via, T. *Dual Class Share Structure and Innovation*, SSRN 21 de dezembro de 2018.

manifestem favoravelmente ao modelo, como é o caso daqueles que defendem o modelo de “uma ação, um voto”.

Os argumentos principais em favor da estrutura DCS:

1) Tensão entre curto e longo prazo.

A estrutura DCS permite que o empreendedor implemente seu plano de negócio de longo prazo, sem interferência de investidores que teriam uma visão de curto prazo. A visão única de administradores e fundadores pode levar a grandes sucessos, com relevante retorno para todos os acionistas. Sendo assim, a estrutura DCS protegeria a administração das empresas, e seus fundadores, da visão e atitudes excessivamente voltadas para o curto prazo de investidores e ativistas²³, de modo que proibí-la poderia impedir a materialização daqueles sucessos.

Nesse sentido, o declínio no número de *IPOs* no período recente no mercado americano, e a decisão de várias empresas de permanecerem privadas, explica-se, em parte, por esse receio de não conseguir implementar seus planos de negócios no contexto do mercado público²⁴.

2) Não existe evidência empírica de que a concentração de poder nas mãos de administradores e fundadores em detrimento dos demais acionistas afete negativamente a performance das empresas²⁵.

Um levantamento de estudos empíricos analisando a performance comparativa de empresas americanas com e sem DCS, no período de 2007 a 2018, preparado pelo Instituto de Governança de Organizações Públicas e Privadas do Canadá, mostrou que aproximadamente metade dos estudos conclui que a estrutura teve impacto neutro ou favorável na performance da companhia, ao passo que a outra metade conclui ter havido impacto negativo²⁶.

O Instituto, ao defender o modelo DCS, ressalta que existe uma diferença entre o adotado no Canadá e nos Estados Unidos. Isso porque, no Canadá, a maioria das empresas com DCS possui uma previsão de que, no caso de uma oferta de aquisição pela companhia, todos os acionistas recebem o mesmo valor. Ou seja, existe uma conversão automática das ações pela chamada “*coattail provision*”.

3) Substituem outros mecanismos que entraram em declínio e que poderiam “proteger” a administração de influências de curto-prazo, como as *poison pills*²⁷.

²³ Shin, J.S. setembro, 2018, The Subversion of Shareholder Democracy and the Rise of Hedge-Fund Activism disponível em <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/09/06/the-subversion-of-shareholder-democracy-and-the-rise-of-hedge-fund-activism/>. Acesso em 01/06/2019.

²⁴ Esse é o argumento que inspirou a criação da *Long-Term Stock Exchange*, ver Schleifer, T. America’s newest stock exchange wants to fix one of capitalism’s fundamental challenges, de maio de 2019, disponível em <https://www.vox.com/recode/2019/5/22/18629621/long-term-stock-exchange-explainer-capitalism-quarterly-earnings>

²⁵ Allaire, Y. The Case for Dual Class Shares, fevereiro, 2019, disponível em <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/02/08/the-case-for-dual-class-shares/>. Acesso em 01/06/2019.

²⁶ Institute of Governance of Public and Private Organizations 2019 – Policy Paper no. 11 – The case of Dual Class of Shares

²⁷ Govindarajan, V., Rajgopal, S., Srivastava, A., Enache, L., dezembro, 2018, Should Dual-Class Shares be Banned? Harvard Business Review.

4) O fato de existirem abusos em alguns casos não é motivo suficiente para proibir esse modelo.

Um acadêmico faz analogia com as motos: ainda que sejam amplamente usadas para assaltos, ninguém considera proibi-las, já que são veículos úteis para determinadas situações, evitam o trânsito e economizam combustível. Da mesma forma, entende que a estrutura DCS pode ser útil em determinadas situações e a regulação americana é robusta o suficiente para lidar com eventuais abusos ou desvios.

Referido autor comenta que a sociedade americana tem a mentalidade de “*venture capital*” e, neste sentido, o que se quer é encorajar a tomada de risco e inovações, mesmo reconhecendo que somente 10% das iniciativas irão prosperar²⁸. Além disso, sustenta que não deveria existir um prazo máximo para a conversão das ações (a *sunset clause*), uma vez que não é possível afirmar quando a inovação vai ocorrer.

Outro autor²⁹ argumenta contrariamente às *sunset clauses* na medida em que é difícil definir, *a priori* e para todos os setores, qual é o prazo máximo para a maturação do modelo de negócio ou quando começariam os resultados decrescentes resultantes da concentração do poder. Adicionalmente, defende que empresas possam propor a seus acionistas a conversão para o modelo DCS, o que é proibido pelas bolsas americanas. Isso porque mesmo indústrias maduras, que já são companhias abertas, estão enfrentando o desafio de reinventarem seus modelos de negócios diante de mudanças tecnológicas intensas que ameaçam a disrupção de seus mercados.

2.2.4. Provedores de Índices

A discussão entre os provedores de índice sobre a conveniência ou não de manter elegíveis, para seus principais índices, as ações de empresas com DCS, começou com o *IPO* do *Snap Inc.*, em março de 2017. Alguns dias antes do *IPO*, a MSCI divulgou aos seus clientes que as ações do Snap não seriam elegíveis para ingresso antecipado no índice MSCI US, o principal e mais amplo índice de ações dos EUA desse provedor³⁰. O ingresso antecipado, alguns dias após o *IPO* e fora do período oficial de rebalanceamento da carteira, é normalmente concedido a grandes emissores que também atendam aos critérios de elegibilidade. O Snap tinha expectativa de captar por volta de US\$ 2,5 bilhões em uma operação de muita visibilidade e demanda.

No mesmo comunicado, a MSCI lançou uma pergunta aberta ao público sobre a conveniência de se manter elegíveis, para os índices MSCI US e MSCI ESG, as empresas que não possuem nenhuma ação em circulação com direito a voto. A essa pergunta se seguiu a uma consulta formal e um estudo mais

²⁸ Goshen, Z. Against Mandatory Sunset for Dual Class Firms, Janeiro 2019, disponível em: <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/01/02/against-mandatory-sunset-for-dual-class-firms/>

³⁰ A íntegra do comunicado está disponível em: https://app2.msci.com/webapp/index_ann/DocGet?pub_key=LLDu%2BH5J4r0%3D&lang=en&format=html. Acesso em 01/06/2019.

³⁰ A íntegra do comunicado está disponível em: https://app2.msci.com/webapp/index_ann/DocGet?pub_key=LLDu%2BH5J4r0%3D&lang=en&format=html. Acesso em 01/06/2019.

detalhado analisando a questão, tanto do ponto de vista da conveniência ou não da estrutura DCS, quanto do impacto sobre a elegibilidade desses ativos em seus índices³¹.

Em seguida, os outros provedores de índice, a S&P Dow Jones e a FTSE Russel, também lançaram suas próprias consultas a partir de questionamentos de gestores de fundos indexados.

A S&P Dow Jones anunciou, em julho de 2017³², sua decisão de que continuaria a incluir as empresas com ações sem direito de voto nos seus índices S&P Global BMI e S&P Total Market, mas deixaria de incluí-las nos índices S&P *Composite* 1500, sem afetar as empresas que já estivessem no índice. Essa decisão foi baseada no fato de que o S&P *Composite* 1500 e seus componentes³³ seguem critérios de elegibilidade mais restritivos, como, por exemplo, a necessidade de *free-float* de 50%.

Também em julho de 2017, a FTSE Russel³⁴ anunciou, como resultado da consulta conduzida com o mercado, que sua metodologia passaria a exigir que uma empresa, para ser elegível a qualquer um de seus índices, assegurasse pelo menos 5% de poder de voto nas mãos dos investidores do mercado ou, de outra maneira, das ações em circulação. De acordo com a decisão, as ações de empresas que já faziam parte do índice, mas não cumprissem esse requisito, poderiam permanecer sem adaptação por um período de 5 anos, após o qual seriam excluída do índice.

A MSCI conduziu o processo mais longo. Lançou a pergunta inicial em março de 2017 e uma consulta formal em junho. Em novembro, encerrou essa primeira etapa sem uma conclusão clara e decidiu divulgar um documento analisando mais a fundo o tema e ampliando o debate, já que muitos investidores institucionais se mostraram favoráveis à exclusão de empresas com DCS dos índices, reforçando o princípio de “uma ação, um voto”. Contudo, um outro grupo, também relevante, argumentou que a exclusão dessas empresas criaria uma distorção nos índices, que deixariam de representar todo o universo de ativos disponíveis. Além disso, argumentaram que não caberia a um provedor de índice definir regras e padrões de governança.

Assim, a MSCI decidiu reabrir a consulta em janeiro de 2018, dessa vez embasados em um estudo³⁵ que apresentava os fundamentos da discussão.

A empresa argumentava que o papel dos índices é analisar a média da rentabilidade dos ativos disponíveis para investimento. Neste sentido, *a priori*, não faria sentido excluir os ativos, a menos que fosse por

³¹ MSCI, Should Equity Indexes include stock of companies with share classes having unequal voting rights, janeiro de 2018, disponível em https://www.msci.com/documents/1296102/8328554/Discussion+Paper_Voting+rights.pdf/d3ba68f1-856a-4e76-85b6-af580c5420d7. Acesso em 01/06/2019.

³² A íntegra da decisão está disponível em: https://www.spice-indices.com/idpfiles/spice-assets/resources/public/documents/561162_spdijmulti-classsharesandvotingrulesannouncement7.31.17.pdf?force_download=true. Acesso em 01/06/2019.

³³ Os componentes do S&P 1500 Composite são S&P 500, S&P MidCap 400, e S&P SmallCap 600.

³⁴ A íntegra do anúncio está disponível em:

https://www.ftse.com/products/downloads/FTSE_Russell_Voting_Rights_Consultation_Next_Steps.pdf. Acesso em 01/06/2019.

³⁵ MSCI, Should Equity Indexes include stock of companies with share classes having unequal voting rights, janeiro de 2018, disponível em https://www.msci.com/documents/1296102/8328554/Discussion+Paper_Voting+rights.pdf/d3ba68f1-856a-4e76-85b6-af580c5420d7. Acesso em 01/06/2019.



critérios quantitativos, relacionados a tamanho ou liquidez, já que os índices devem refletir o maior rol de ativos disponíveis. Além disso, afirmava que uma ação é caracterizada como uma fração da propriedade e dos direitos econômicos atrelados a ela, mas não os políticos.

Contudo, o provedor reconhecia que essas ações, com poder de voto inferior ou nulo, apresentam um desafio para os investidores passivos, que possuem valores cada vez maiores sob gestão. Isso porque tais investidores não têm a opção de vender um determinado papel pela discordância com a administração ou com as perspectivas da companhia, sendo o exercício do voto o único caminho para influenciar e fiscalizar o seu investimento.

Assim, a MSCI consultava o mercado sobre a possibilidade de ponderar as ações elegíveis por um fator que represente o poder de voto das ações em circulação. Nesse sentido, se a empresa só tivesse em circulação ações sem direito de voto, esse fator seria zero e, logo, as ações da empresa seriam excluídas. Informou-se, ao final de 2017, quando o estudo foi concluído, que estariam nesta situação 12 das 253 empresas com duas classes de ações nos índices da MSCI.

Ao final do período de consulta, em outubro de 2018, a decisão da MSCI foi manter a metodologia dos seus índices atuais inalterada, e criar uma família de índices que levaria em conta o direito de voto em circulação.

2.3. ANÁLISE DE SINGAPURA

A *Singapore Stock Exchange (SGX)* é a décima sétima maior bolsa de valores do mundo em capitalização de mercado, totalizando US\$ 687 trilhões e 741 empresas listadas³⁶.

2.3.1. Histórico

Conforme artigo veiculado pela Reuters³⁷, em setembro de 2011, o *Manchester United* planejava fazer IPO na *SGX* e captar cerca de 633 milhões de libras, emitindo, a princípio, ações preferenciais perpétuas sem direito a voto, sem dividendo garantido e sem direito de venda de volta para o clube, ou seja, carecendo de certos direitos comuns das ações preferenciais³⁸.

Posteriormente, foi divulgado que o plano do *Manchester United* seria emitir duas classes de ações ordinárias. No entanto, algumas semanas após o anúncio da intenção do IPO, a *SGX* esclareceu³⁹ que, de acordo com suas regras de listagem, não seria possível admitir duas classes de ações ordinárias. Caso quisessem, poderiam listar ações ordinárias e ações preferenciais, mas esse não era o objetivo do clube naquele momento.

Na época, foi veiculado na imprensa que o time de futebol originalmente planejava listar na Bolsa de Hong Kong mas, naquele mercado, a possibilidade de emitir duas classes de ações havia sido banida há cerca de duas décadas.

Após a dupla recusa, segundo veiculado na mídia⁴⁰ o time avaliou a listagem na NYSE ou Nasdaq, optando pela primeira⁴¹. Para Singapura, a perda da listagem do *Manchester United*, em 2012, fez com que o governo intensificasse seu plano de revisar a lei das sociedades anônimas.

Mais tarde, após o IPO da empresa Alibaba na NYSE, em setembro de 2014, iniciou-se a discussão sobre a possibilidade de alterar as regras para permitir a listagem de empresas com classes diferenciadas de ações ordinárias. O detalhamento do caso Alibaba e da governança da companhia encontram-se no Anexo I.

Em 2015, a *SGX* decidiu criar três comitês independentes de listagem⁴²: (i) o *Listings Advisory Committee (LAC)*, com o objetivo de complementar o processo de revisão das listagens e de formular políticas de listagem; (ii) o *Listings Disciplinary Committee (LDC)*, que atuaria monitorando os descumprimentos sérios das regras de listagem; e (iii) o *Listings Appeals Committee (LApC)*, que receberia as apelações contra as medidas disciplinares.

³⁶ Fonte: *World Federation of Exchanges*, dados de dezembro de 2018.

³⁷ Disponível em: <<https://uk.reuters.com/article/uk-manchesterunited-ipo-idUKTRE78D00220110914>>. Acesso em 14/05/2019.

³⁸ Por outro lado, tais ações teriam prioridade em relação às ordinárias em caso de insolvência da empresa e, por isso, poderiam ser potencialmente interessantes para investidores como o Temasek (braço de investimento do governo de Singapura), que considerava adquirir parcela relevante das ações.

³⁹ Disponível em: <<https://www.businessinsider.com/dual-class-shares-not-allowed-in-singapore-says-sgx-2011-9>>. Acesso em 14/05/2019.

⁴⁰ Disponível em: <<https://www.reuters.com/article/us-singapore-us-ipo-manchester-united-if-idUSBRE85COMO20120613>>. Acesso em 14/05/2019.

⁴¹ Disponível em: <<https://www.theguardian.com/football/2012/jul/30/manchester-united-stock-exchange>>. Acesso em 15/05/2019.

⁴² Disponível em: <https://www.straitstimes.com/business/companies-markets/sgx-introduces-3-new-listing-committees>. Acesso em 15/05/2019

Quando os comitês foram criados, o LAC era liderado pelo presidente do *BlackRock* de Singapura; o LDC era co-presidido por executivo sênior do *DBS Bank* e pelo tesoureiro do *Citibank Asia*; e o LAPC era presidido pelo *head* regional para resolução de disputas no escritório de advocacia *Rajah & Tann*.

A criação dos comitês foi motivada por *feedbacks* no mercado, com o objetivo de aprimorar as práticas de governança corporativa, os padrões de *compliance* e as ações de *enforcement*. Os comitês poderiam impor multas às empresas, seus executivos e gestores, por descumprimento das regras, bem como restringir-lhes o acesso ao mercado. De acordo com o diretor de regulação da *SGX*, Tan Boon Gin, a implementação de um processo regulatório mais robusto aumentaria, no longo prazo, a atratividade do mercado de capitais de Singapura.

O LAC é composto por 16 membros com experiência em legislação, contabilidade, finanças corporativas e mercado de capitais, contando também com representantes da comunidade de investidores. Todos os participantes são independentes da *SGX*.

Em janeiro de 2016, o governo de Singapura criou o *Singapore's Committee on the Future Economy (CFE)*, com o objetivo de revisar a estratégia econômica do País. Identificaram sete macroestratégias que poderiam contribuir para o sucesso de Singapura, detalhadas no *Report of the Committee on the Future Economy: Pioneers of the next generation, 2017*⁴³.

A estratégia 3 do documento consiste na proposição de medidas para fortalecer a capacidade das empresas de inovar e crescer. Especificamente, o item 3.3 trazia recomendações para que o setor privado pudesse obter capital para o crescimento e citava a possibilidade de duas classes de ações ordinárias como importante medida a ser estudada.

O *CFE* sugeriu explorar o mérito da permissão da DCS de forma a favorecer a captação de recursos necessária para acompanhar a evolução das empresas e seu acelerado desenvolvimento tecnológico. Ao mesmo tempo, o *CFE* recomendava, sem entrar em detalhes, a introdução de salvaguardas apropriadas e regras relacionadas a *disclosure* para mitigar os riscos de governança.

No início de 2016, a legislação (*Companies Act*⁴⁴) foi alterada de forma a permitir que as empresas tivessem múltiplas classes de ações ordinárias. A alteração da Lei impulsionou a discussão entre o *Monetary Authority of Singapore (MAS)* e a *SGX* sobre DCS.

Em setembro de 2016 o LAC votou a favor da criação de duas classes de ações ordinárias, conforme descrito em seu Relatório Anual das atividades⁴⁵. As regras deveriam prever salvaguardas para assegurar a qualidade das empresas listadas, para mitigar a possibilidade de entrenchamento pelo controlador e para reduzir o risco de expropriação associado a tal estrutura acionária.

⁴³ Committee on the Future Economy. 2017. "Report of the Committee on the Future Economy: Pioneers of the Next Generation" Ministry of Communications and Information.

⁴⁴ Até então o *Companies Act* em sua Seção 64(1) e Capítulo 50 estabelecia a restrição de uma ação, um voto.

⁴⁵ Disponível em: <http://www.sgx.com/wps/wcm/connect/b9f773a8-d2b0-4920-8466-6bf021df5332/SGX+Listing+Advisory+Committee+Report+FY2016.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=b9f773a8-d2b0-4920-8466-6bf021df5332>

Acesso em: 16/05/2019

Na época, o *CEO* da *SGX*, Loh Boon Chye, afirmou⁴⁶ que a *SGX* consideraria a recomendação do *LAC* e buscaria *feedback* em consulta pública antes de avançar em qualquer alteração da regra de listagem.

Em dezembro de 2016, o *Centre for Banking & Finance Law*, da faculdade de direito da *National University of Singapore (NUS)*, organizou uma mesa redonda⁴⁷ para discutir a questão das duas classes de ações ordinárias.

As conclusões iniciais foram no sentido de que valeria a pena tentar avançar na permissão das duas classes, desde que os investidores tivessem total conhecimento sobre o tipo de ativo que estavam comprando. Ainda, asseverou-se que a *SGX* não poderia ser a única responsabilizada por problemas que eventualmente surgissem a partir da mudança, uma vez que o governo havia alterado recentemente a lei.

Por outro lado, o grupo ressaltou que era importante pesar as vantagens que o novo modelo traria, mas também as fragilidades, como possível entrenchamento da administração e expropriação dos investidores em geral. O documento apontava, também, o receio em relação à confiança depositada nos detentores dos direitos diferenciados de voto.

A discussão acabou sem conclusões claras, simplesmente destacando pontos a serem aprofundados, dentre eles: (i) as salvaguardas, (ii) a importância do conhecimento e educação dos investidores quanto ao produto, e (iii) a recomendação de que somente novas listagens poderiam adotar a estrutura em questão.

Naquele momento, todo o movimento levava a crer que seria importante a *SGX* avaliar a oportunidade de permitir a negociação de ações com direito a voto diferenciado.

Empresas da região, ou estrangeiras potencialmente interessadas na Ásia, estavam optando pela listagem nos Estados Unidos, onde já era permitida a negociação de duas classes de ações ordinárias. A *SGX* reconhecia que alguns empreendedores, com estratégias de longo prazo, precisariam de capital e de uma estrutura societária que permitisse captar recursos e manter o controle das empresas, sendo que a possibilidade de duas classes de ações ordinárias endereçaria essa demanda.

Por outro lado, alguns investidores institucionais começavam a se manifestar contrariamente e a defender o modelo de uma ação, um voto.

Antes mesmo de conduzir o processo de consulta sobre a admissão de duas classes de ações ordinárias, em julho de 2017, a *SGX* autorizou⁴⁸ esta possibilidade para empresas com listagem primária em outras jurisdições, desde que contempladas pela relação dos 22 mercados classificados como desenvolvidos por provedores internacionais de índices (*FTSE*⁴⁹ e *MSCI*⁵⁰). Nesses casos, a *SGX* realiza a listagem secundária

⁴⁶ Disponível em: <https://eoasis.rajahtann.com/eoasis/lu/pdf/2016-09- Dual-Class-Shares.pdf> Acesso em: 16/05/2019

⁴⁷ Disponível em: <https://law.nus.edu.sg/cbfl/pdfs/reports/CBFL-Rep-MD2.pdf> Acesso em 16/05/2019

⁴⁸ Disponível em: <https://www.out-law.com/en/articles/2017/july/sgx-allows-dual-class-shares-for-secondary-listings/>. Acesso em 15/05/2019.

⁴⁹ FTSE é uma companhia independente que desenvolve e calcula índices de propriedade conjunta do The Financial Times e do London Stock Exchange.

⁵⁰ MSCI Inc. é uma fornecedora global de índices.

sem a imposição de regras adicionais, exigindo somente o *disclosure* contínuo, na *SGXNet*⁵¹, das informações divulgadas no país de origem.

Em março de 2018, finalmente, a SGX iniciou o processo de consulta ao mercado divulgando o *Proposed Listing Framework for Dual Class Share Structures*⁵². Os interessados na consulta deveriam responder até abril. Com as respostas, a SGX divulgou documento⁵³ compilando as opiniões e contrapondo quais seriam as formas de tratar os vários temas. A maioria dos participantes era favorável à nova possibilidade e alguns expressaram preocupação quanto à fragilidade que o novo modelo traria ao mercado.

Dois respondentes sugeriram a criação de um *'Third Board'*, como uma bolsa de valores somente para *startups* e empresas com estrutura de voto diferenciado, mas, como a recomendação partiu de poucos, a SGX considerou que não implantaria.

As respostas também deixaram claro que havia preocupação quanto à proteção dos investidores minoritários, e a SGX entendeu que seria importante estabelecer salvaguardas, conforme será descrito adiante, para mitigar os riscos de entrincheiramento e expropriação pelo controlador.

Nos parágrafos seguintes, estão resumidos exemplos de manifestações recebidas pela SGX e também um exemplo do que se falava na mídia na época da consulta.

A *Asian Corporate Governance Association (ACGA)* respondeu à consulta se posicionando de modo fortemente contrário à introdução de duas classes de ações ordinárias. Avaliou a medida como contraprodutiva, antecipando que resultaria na piora dos padrões de governança corporativa, aumento do risco regulatório dos investidores, e piora na avaliação das empresas. Pedia que as autoridades de CSingapura reconsiderassem o plano de flexibilizar a regra.

O *BlackRock* se manifestou na consulta⁵⁴ dizendo ser contrário e enfatizando o conceito de “uma ação, um voto” como um dos pilares das boas práticas de governança corporativa. Na sua avaliação, empresas com grande desconexão entre propriedade e controle podem ter desafios enormes, não somente em termos de governança corporativa, mas também na sua *valuation* e entrincheiramento do conselho. Ressaltou que se manifestou de forma semelhante à consulta conduzida no mercado de Hong Kong. Segundo o *BlackRock*, o retorno dos acionistas que investem em empresas com ações com direito a voto diferenciado é inferior ao retorno das empresas que adotam somente uma classe de ações ordinárias.

⁵¹ SGXNET - sistema mantido pela SGX desde 2009 para os usuários, como empresas listadas e emissores de bônus, divulgam suas informações.

⁵² Disponível em: <http://sgx.com/wps/wcm/connect/bc5e0f06-26d4-4564-9445-e14d79529846/Consultation+Paper+on+Proposed+Listing+Framework+for+Dual+Class+Share+Structures.pdf?MOD=AJPERES> Acesso em: 16/05/2019

⁵³ Disponível em: <https://api2.sgx.com/sites/default/files/Responses%2Bto%2BFeedback%2Bon%2BDCS%2BConsultation%2BPaper.pdf> Acesso em 16/05/2019.

⁵⁴ Disponível em: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/singapore-exchange-limited-possible-listing-framework-dual-class-share-structures-041317.pdf> Acesso em 15/05/2019

O ICGN (*International Corporate Governance Network*) também respondeu à consulta⁵⁵. Antes de expressar sua posição, autoqualificou-se como autoridade em padrões globais de governança corporativa e *stewardship*, e representante de investidores de 45 países, com ativos sob gestão superiores a US\$ 34 trilhões. Tanto em Singapura quanto em Hong Kong, seu posicionamento foi contrário à possibilidade de duas classes de ações ordinárias. No documento que fundamenta a resposta, apresenta gráfico do mercado americano que ressalta a perda de valor das empresas que adotam duas classes de ações ordinárias. A resposta inclui também as salvaguardas que apoia, dentre as quais a criação de comitês independentes e direito de voto para as ações em temas sensíveis.

Na imprensa, naquele momento, também saíram matérias contrárias à ideia de alterar a regra, ressaltando que não seriam as duas classes de ações ordinárias que revitalizariam o mercado de Singapura. Por exemplo, de acordo com matéria da *Channelnewsasia*⁵⁶, para o Professor Mak Yuen Teen da *Business School da NUS*, a mudança levaria os acionistas em geral a ficar à mercê dos fundadores. Ressaltava, ainda, que não se estava endereçando o real problema da redução do número de *IPOs*, isto é, o baixo *valuation*, a falta de investidores interessados e a qualidade das empresas que estavam atraindo para a listagem. O professor acreditava que, com a introdução da mudança, seria importante haver salvaguardas, mas já antecipava que seria difícil calibrar o nível de proteção dos investidores, pois, se fossem muito restritivas, poderiam afastar os potenciais interessados no novo modelo.

No mesmo artigo, o advogado societário Robson Lee sugeria que empresas que adotassem o modelo societário de duas classes de ações ordinárias deveriam (i) ter conselhos de administração com maioria de membros independentes eleitos pelos minoritários, (ii) ter um comitê de nomeação, e (iii) limitar o tempo de mandato dos conselheiros. Adicionalmente, em um certo período, os acionistas em geral deveriam poder escolher se a empresa manteria a estrutura societária com direitos de voto diferenciados.

Finalmente, em junho de 2018, a listagem de duas classes de ações ordinárias foi oficialmente permitida, conforme as regras de listagem detalhadas adiante.

Ficou claro, durante o processo de discussão, que vários investidores tinham receio com relação à proteção dos acionistas minoritários. Um aspecto citado nas audiências foi a dificuldade que investidores em geral têm de promover ações legais contra as empresas.

Durante a discussão em Singapura, alguns críticos do modelo ressaltaram que, nos Estados Unidos, é menos crítica a permissão de duas classes de ações ordinárias pois lá os investidores estão mais protegidos, uma vez que o *enforcement* naquele país é considerado muito mais efetivo e investidores podem participar de ações coletivas contra as empresas. Segundo vários depoimentos e textos consultados, a percepção é de que, na região da Ásia-Pacífico, o processo de *enforcement* é considerado deficiente e as cortes não representam um suporte relevante para a proteção dos investidores.

⁵⁵ Disponível em:

https://www.icgn.org/sites/default/files/13.%20ICGN%20comment%20SGX%20Consultation%20re%20Proposed%20Listing%20Framework%20for%20Dual%20Class%20Share%20Structures_0.pdf Acesso em 15/05/2019

⁵⁶ Disponível em: <https://www.channelnewsasia.com/news/business/introduction-of-dual-class-shares-by-singapore-exchange-raises-9885280> Acesso em 15/05/2019

O estudo do *CFA Institute*, intitulado “*Dual-Class Shares: The good, the bad, the ugly*”⁵⁷, elaborado após a alteração das regras de listagem na *SGX*, ressalta a importância das salvaguardas e que deve haver um esforço dos participantes do mercado, bolsa e reguladores, para ampliar o conhecimento dos investidores sobre as características das empresas em que investem. Recomenda que os reguladores assegurem um efetivo processo de monitoramento e *enforcement* das regras.

2.3.2. Regras de Listagem

A partir de 2016, a lei passou a permitir estruturas societárias com duas classes de ações ordinárias e, em junho de 2018, as regras de listagem⁵⁸ da *SGX* foram alteradas de forma a permitir a listagem de empresas com ações com direitos diferenciados de voto.

A regra geral de listagem estabelece limites mínimos de capitalização de mercado, combinados com regra de percentual de ações em circulação, número de acionistas e montante da oferta. Para a listagem, existem também regras relacionadas a resultado financeiro da companhia e requisitos de qualificação para os diretores e conselheiros. Para alguns setores, como de ciências, mineração e óleo e gás, também existem regras específicas.

Regras de Listagem para empresas que pretendam ter duas classes de ações ordinárias:

- Destinado exclusivamente a novas empresas. Empresas já listadas não podem adotar a estrutura de ações com direito diferenciado.
- O valor mínimo de capitalização de mercado é de US\$ 214 milhões.
- O pedido de listagem será submetido à *LAC*⁵⁹, que avaliará se a empresa que planeja ter duas classes de ações ordinárias se enquadra no perfil e características, sendo considerados: modelo de negócios, plano de longo prazo, histórico operacional, e se o modelo de ações com direito diferenciado de fato será benéfico para a empresa, investidores e outros.
- A *SGX* poderá permitir que grupo de pessoas ou entidades detenham as ações com direito diferenciado, sendo um diretor apontado como o responsável pela posição de ações.
- As empresas devem adotar a ‘*sunset clause*’, mas a bolsa não estabelece prazo máximo.
- No momento do IPO, a empresa deverá informar quem são os detentores das ações com direito a voto diferenciado, e suas atribuições na empresa. No informe anual, essas informações também devem ser contempladas.
- A princípio, há a previsão de conversão automática das ações com superpoderes em ações comuns (de um para um), seja no caso de aposentadoria/incapacidade ou morte do fundador, seja no caso de transferência ou venda das ações. A conversão automática pode não acontecer, caso seja aprovada pelos acionistas minoritários a ampliação dos direitos diferenciados. Em caso de votação para manutenção das ações com direitos diferenciados, os acionistas detentores de tais ações não devem votar.
- O limite máximo de voto diferenciado é de 10 vezes.

⁵⁷ Disponível em: <<https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.ashx>>. Acesso em 15/05/2019.

⁵⁸ Disponível em: <http://rulebook.sgx.com/net_file_store/new_rulebooks/s/g/SGX_Mainboard_Rules_June_26_2018.pdf>. Acesso em 15/05/2019.

⁵⁹ De acordo com a Regra 110(4)(a) do Mainboard o processo de admissão a negociação deverá ser submetido ao *Listings Advisory Committee (LAC)* se envolver novidades ou emissores sem precedentes.

- Não há limite mínimo de ações com direitos diferenciados que devem ser detidas pelos fundadores ou outros.
- Investidores detentores de 10% das ações podem convocar assembleia.
- Foram definidas situações em que todas as ações teriam direito a um voto, são elas: mudanças no estatuto da empresa, alteração nos direitos de qualquer classe de ações, indicação ou demissão de conselheiros independentes, indicação ou substituição de empresa de auditoria externa, aquisição da empresa por empresa de capital fechado, liquidação da empresa e deslistagem.
- Ainda, foram estabelecidas as seguintes regras:
 - Caso a empresa venha a discutir alguma ampliação do direito de voto das ações com direito diferenciado, os beneficiários dessas devem se abster de votar.
 - A SGX estabeleceu ainda outras contrapartidas visando a evitar diluição indevida dos investidores após a listagem. As empresas não poderão emitir mais ações com direito diferenciado após a listagem. Podem emitir outros valores mobiliários e direitos, como bônus, declarar dividendos com recebimento futuro, e realizar grupamento ou desdobramento das ações. Para tais operações, devem obter aprovação dos acionistas.
 - Caso a empresa venha a fazer alguma mudança na estrutura acionária ou recompra de ações, deverá assegurar que a proporção de ações com direitos de voto diferenciados não seja aumentada.
- Com relação à governança corporativa: os coordenadores e a maioria dos membros dos comitês de auditoria, de indicação e de remuneração, devem ser independentes.

2.3.3.Repercussões da ampliação do uso nos últimos anos

Passaram-se poucos meses desde a mudança da regra, que aconteceu em junho de 2018, para que possamos tirar conclusões sobre sua repercussão. De acordo com a SGX, desde a alteração, nenhuma empresa se listou seguindo a nova regra.

Em conversa com executivo da SGX, em abril em 2019, ouvimos que a expectativa com a mudança não seria que viesse a acontecer um *boom* de IPOs, mas sim que uma barreira seria eliminada e, assim, o mercado poderia fluir e as empresas utilizariam essa possibilidade, se fosse o caso. A SGX também afirmou que tem sido procurada, especialmente por empresas, para discutir possíveis ajustes nas novas regras estabelecidas, e citou que um dos temas abordados é o limite máximo de 10 votos por ação.

A matéria da Bloomberg, *The Incredible Shrinking Singapore Stock Market*⁶⁰, traz uma visão bastante negativa das perspectivas de novas listagens. As listagens recentes têm sido de empresas significativamente menores e muitas empresas tem optado pela listagem em Hong Kong, que se tornou mais atrativa devido à proximidade com a China.

Interessante observar que a SGX, em seus materiais comerciais, apresenta-se como um mercado atrativo para as empresas estrangeiras e há esforço especial para atrair empresas chinesas. De acordo com

⁶⁰ Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/news/features/2019-02-11/the-incredible-shrinking-singapore-stock-market>>. Acesso em 16/05/2019.

informações da SGX⁶¹, cerca de 40% das empresas listadas são estrangeiras. A SGX fez um convênio (*direct listing framework*) com o regulador chinês (*China Securities Regulatory Commission – CSRC*) para simplificar o processo de listagem, e na sua página na internet⁶², há parte dedicada a explicar processo de listagem para companhias chinesas.

A autorização para que empresas estrangeiras pudessem se listar adotando estrutura de duas classes de ações ordinárias aconteceu em julho de 2017, mas o número de empresas listadas continua em declínio. Em dezembro de 2018, das 741 empresas listadas, 259 eram estrangeiras.

No quadro a seguir, está o histórico das listagens recentes, conforme estatística da WFE.

Histórico da Quantidade de Listagens na SGX						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Empresas Listadas com IPOs						
Nacionais	20	22	8	11	16	12
Estrangeiras	7	10	7	7	8	5
Total	27	32	15	18	24	17

Fonte: WFE

⁶¹ Disponível em: <https://www.acgcsd.org/pdf/9-2.Panel%20-%20SGX.pdf> Acesso em 16/05/2019

⁶² Disponível em:

http://www.sgx.com/wps/wcm/connect/sgx_en/home/highlights/news_releases/SGX+and+China+Securities+Regulatory+Commission+establishing+direct+listing+framework. Acesso em 16/05/2019.

2.4. ANÁLISE DE HONG KONG

A Hong Kong Stock Exchange (HKEX) é a quinta maior bolsa de valores do mundo em capitalização de mercado, com US\$ 3,891 trilhões e 2.315 empresas listadas⁶³.

2.4.1. Histórico

O *Hong Kong Companies Ordinance*, em seu capítulo 622, estabelece que os acionistas devem ter direito a um voto por ação. No entanto, o estatuto da empresa pode definir que as ações da empresa tenham mais ou menos de um voto por ação.

Em 1989 a regra de listagem da *HKEX (Rule 8.11)* foi alterada para restringir, nas ofertas públicas iniciais (*IPO*), a listagem de classes diferenciadas de ações, as '*B-shares*'.

Hong Kong vinha buscando se posicionar como importante centro para *IPOs* de empresas estrangeiras e o número de empresas estrangeiras listadas vinha crescendo. A regulamentação permitia a listagem de ações e de recibo de ações. Em junho de 2014, o *Financial Service Development Council* de Hong Kong⁶⁴ publicou o *paper "Positioning Hong Kong as an International IPO Centre of Choice"*⁶⁵, defendendo que o conceito de uma ação um voto deveria ser estudado com mais detalhe e reconsiderado. Para tanto, sugeriram a realização de consulta pública. Acreditavam ser importante manter um pensamento aberto para mudanças e que governo e reguladores deveriam permanentemente revisar as regras de forma a ter o mercado atualizado. No mesmo documento foi levantada a hipótese de criação de segmentos de listagem diferenciados de forma a melhor acomodar as demandas dos diferentes tipos de investidores.

Após o *IPO* da empresa Alibaba na *NYSE*, em setembro de 2014, intensificou-se a discussão sobre a possibilidade de listagem de classes diferenciadas de ações.

O processo de avaliação e discussão com o mercado se estendeu por alguns anos e várias rodadas de consultas. Observando-se o histórico de discussões, percebe-se que havia o interesse, tanto da *HKEX* quanto do governo, de avaliar a possibilidade de alterações das regras de forma a ampliar a competitividade do mercado de capitais de Hong Kong.

Apesar do plano de avançar nesse sentido, as autoridades reguladoras e a *HKEX* enxergavam o potencial risco para o mercado, associado à introdução da possibilidade de listagem de duas classes de ações ordinárias com votos diferenciados. Por isso era tão relevante fazer rodadas de discussões profundas e consultas ao mercado para obter *inputs* sobre as vantagens de permitir a listagem de duas classes de ações ordinárias e a importância de criar salvaguardas para proteger os investidores, especialmente os de varejo.

⁶³ Fonte: *World Federation of Exchanges*, dados de dezembro de 2018.

⁶⁴ Disponível em: <https://www.fsd.org.hk/en/about/mission> Acesso em 29/05/2019

⁶⁵ Disponível em: <http://www.fsd.org.hk/sites/default/files/IPO4-2%20%28Final%2017-6-2014%29.pdf>. Acesso em 15/05/2019.

A primeira iniciativa da *HKEX* para introduzir o debate e receber sugestões foi em 2014, com a divulgação, em agosto, do *Concept Paper – Weight Voting Rights*⁶⁶, que incluía um questionário que deveria ser respondido até 30 de novembro do mesmo ano. A consulta obteve 200 respostas⁶⁷ de participantes do mercado de diversas categorias, tais como empresas listadas, entidades de mercado, investidores institucionais, investidores de varejo, membros do *staff* da *HKEX*, entre outros.

Após a análise das respostas, e apesar da constatação de que as visões eram bastante divididas, a *HKEX* concluiu que faria sentido avançar em uma segunda fase de consulta sobre propostas de mudança para aceitar as duas classes de ações ordinárias com votos diferenciados. Nesse momento da avaliação, a *HKEX* já percebia que o tema era controverso e que seria possível propor medidas evolutivas, mas não revolucionárias. Consideravam que a estrutura de “uma ação, um voto” deveria ser a regra geral para o mercado, mas havia espaço para prever na regra uma possibilidade de estrutura diferenciada (“*exceptional circumstance*”) para certo perfil de empresas e com a previsão de salvaguardas.

Foi divulgado, em junho de 2015, o documento *Consultation Conclusions to Concept Paper on Weighted Voting Rights*⁶⁸, com as conclusões da consulta iniciada no ano anterior. Dentre os investidores consultados, alguns, como *Aberdeen Asset Management Asia*, *BlackRock*, *Fidelity*, *Hermes Investment Management* e *State Street Asia Limited*, manifestaram-se contrários à mudança em qualquer circunstância.

O gestor *Aberdeen Asset Management Asia* respondeu que tanto a *HKEX* como o mercado em geral é melhor servido mantendo os altos padrões de governança corporativa. A introdução das duas classes de ações ordinárias diminuiria o grau de proteção dos investidores.

O *Hermes Investment Management* respondeu à consulta dizendo que não deveriam ser alteradas as regras, pois as mudanças enfraquecem os direitos dos investidores minoritários e ampliam o poder do majoritário, desalinhando direito econômico e político. Argumentou que o posicionamento de Hong Kong, como importante centro financeiro internacional, deve ser mantido e ampliado em função de sua reputação e qualidade de seu mercado.

Os investidores institucionais favoráveis eram, em geral, gestores de menor porte, principalmente com atuação local. Investidores individuais foram os mais enfaticamente contrários à alteração discutida. Foram poucos os respondentes que apoiaram a mudança sem recomendar a implementação de regras adicionais e salvaguardas para os investidores.

Os apoiadores argumentavam que Hong Kong estava correndo o risco de perder um número significativo de empresas chinesas para o mercado dos Estados Unidos.

⁶⁶ Disponível em: <<https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2011-to-2015/August-2014-Weighted-Voting-Rights/Consultation-paper/cp2014082.pdf>>. Acesso em 15/05/2019.

⁶⁷ Disponível em: <[https://www.hkex.com.hk/News/Market-Consultations/2011-to-2015/Responses June 2015?sc_lang=en](https://www.hkex.com.hk/News/Market-Consultations/2011-to-2015/Responses%20June%202015?sc_lang=en)>. Acesso em 15/05/2019.

⁶⁸ Disponível em: <<https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2011-to-2015/August-2014-Weighted-Voting-Rights/Conclusions/cp2014082cc.pdf>>. Acesso em 15/05/2019.

Ainda para endereçar a questão da competitividade, a *HKEX*, em junho de 2017, enquanto ainda estava trabalhando na criação da possibilidade de duas classes de ações ordinárias com voto diferenciados, lançou outra consulta pública com o documento *Concept Paper New Board*⁶⁹ e, em dezembro, divulgou o *Consultation Conclusions on New Board Concept Paper*⁷⁰.

Na consulta, a *HKEX* apresentava a ideia de criar segmento de listagem para empresas da Nova Economia, mas não houve uma preferência clara. Os respondentes de todas as categorias concordavam que Hong Kong precisava ampliar a diversidade de emissores no seu mercado, e deveria haver esforço extra para atrair emissores da Nova Economia, mas não enxergavam as vantagens na segmentação. Houve questionamentos sobre como distinguir 'Nova Economia'. Vários arguíram que tais empresas não poderiam estar no *Main Board*. Muitos consideravam que há poucas empresas da Nova Economia listadas em Hong Kong, mas também reconheciam que não havia muitas empresas inovadoras naquele país.

Um outro tema trazido foi a possibilidade de aceitar empresas pré-operacionais e que ainda não cumpriam os requisitos de rentabilidade para a listagem no mercado principal. As contribuições levaram a *HKEX* a considerar tal liberalidade somente para o setor de biotecnologia⁷¹, sendo requerido que as empresas candidatas apresentassem uma certa capitalização de mercado.

A consulta também trouxe o tema da listagem de empresas já listadas em outras jurisdições. No item *Support for Waivers of "Equivalent" Standards for Secondary Listings*, foi questionado se empresas da Nova Economia já listadas em bolsas reconhecidas dos Estados Unidos, incluindo aquelas com centro de gravidade na Grande China, e com duas classes de ações ordinárias, poderiam se listar em Hong Kong seguindo somente as regras do país de origem. A sugestão agradou e alguns respondentes recomendaram estender a possibilidade também para empresas de outras jurisdições com padrões robustos semelhantes, como, por exemplo, o Reino Unido. Os participantes que manifestaram preocupação com a liberalidade sugeriam que, mesmo que fossem dispensadas das regras de listagem regulares de Hong Kong, deveriam ser estudadas regras específicas, mesmo que mais brandas, para tais empresas.

Com a conclusão dessa consulta, a *HKEX* decidiu que trabalharia na revisão das regras de listagem no *Main Board* e voltou a consultar o Mercado, agora sobre (a) os critérios para aceitar as empresas de biotecnologia, (b) as regras para a listagem de empresas de rápido crescimento e inovadoras que poderiam ter duas classes de ações ordinárias, e (c) os critérios para aceitação de emissores já listados em seus mercados de origem.

Em abril de 2018 a *HKEX* divulgou o *"Consultation Conclusions: A Listing Regime for Companies from Emerging and Innovative Sectors"*⁷².

Após longo período de debate, a discussão já estava madura. Na época, a nova administração da *Hong Kong Special Administrative Region*, liderada por Carrie Lam e o secretário de finanças, Paul Chan,

⁶⁹ Disponível em: <https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/Concept-Paper-on-New-Board/cp2017061.pdf>. Acesso em 15/05/2019.

⁷⁰ Disponível em: [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/June-2017-Concept-Paper-on-New-Board/Conclusions-\(December-2017\)/cp2017061cc.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/June-2017-Concept-Paper-on-New-Board/Conclusions-(December-2017)/cp2017061cc.pdf). Acesso em 15/05/2019.

⁷¹ A motivação para o tratamento diferenciado para o setor se explica pois se trata de setor amplamente regulado por outras autoridades reguladoras.

⁷² Disponível em: <https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Consultation-Paper/cp201802.pdf>. Acesso em 15/05/2019.

defendiam que a possibilidade de classes de ações ordinárias fortaleceria a posição de liderança e de centro financeiro internacional para o mercado de Hong Kong.

De acordo com Joseph Chan (*Secretary for Financial Services and the Treasury of the Hong Kong Special Administrative Region Government – HKSARG*), estimava-se haver, somente na China, mais de 150 empresas consideradas unicórnios⁷³.

Na percepção da *HKEX*, a revisão das regras de listagem seria crucial para a competitividade do seu mercado de capitais e para atrair o interesse de empresas da nova economia. Considerado o mais sofisticado e desenvolvido mercado na região, com as mudanças, Hong Kong estaria adequadamente posicionada para listar empresas inovadoras e de alto crescimento que demandam tais características na estrutura acionária.

Nessa fase da consulta, em que já se estava tratando das salvaguardas, a maioria dos respondentes enfatizou que não apoiava a adoção de modelo semelhante ao existente nos Estados Unidos, que não requer salvaguardas, estabelecendo somente regras de divulgação do modelo societário das empresas. Para a maioria dos consultados, era importante haver salvaguardas que garantissem direitos mínimos aos investidores contra o entrincheiramento dos fundadores ou da administração, e o risco de expropriação dos minoritários.

Finalmente, em abril de 2018, foi introduzido o Capítulo 8A⁷⁴ nas Regras de Listagem estabelecendo as qualificações das empresas para terem mais de uma classe de ações com direito a voto diferenciados.

Conforme detalhado no artigo *Hong Kong's New Listing Regime for Emerging and Innovative Companies*⁷⁵, no momento em que *HKEX* alterou as regras de listagem, incluiu as três novas possibilidades: (1) possibilidade de listagem de ações com direito a voto diferenciado para empresas de alto crescimento e empresas inovadoras, (2) flexibilização das exigências financeiras para as empresas do setor de biotecnologia, e (3) simplificação das exigências aplicáveis à listagem de empresas já listadas em outros mercados.

2.4.2. Regras de Listagem

A regra geral de listagem estabelece diversos critérios, como limites mínimos de capitalização de mercado, resultado financeiro e fluxo de caixa da companhia. Também é requerido *free float* mínimo que, combinado com o valor da capitalização, pode ser reduzido. Existem regras específicas para alguns setores, como mineração, e para empresas de projetos, como, por exemplo, de propósito específico para infraestrutura.

73 Startups não listadas com avaliação estimada superior a US\$1 bilhão.

74 Disponível em: <<https://en-rules.hkex.com.hk/node/5103>>. Acesso em 15/05/2019.

75 Disponível em: <<https://www.whitecase.com/publications/alert/hong-kongs-new-listing-regime-emerging-and-innovative-companies>>. Acesso em 15/052019.

Nas regras de listagem da *HKSE*, no item 8.11⁷⁶, estão previstas as situações excepcionais à regra de “uma ação, um voto”.

Sendo assim, para empresas com acionistas que tenham reconhecida contribuição para o sucesso da companhia, como, por exemplo, conhecimento diferenciado ou ideias visionárias, é possível justificar a listagem de empresas com duas classes de ações ordinárias.

O Capítulo 8A⁷⁷ do Regulamento de Listagem, dentre outras regras, estabelece a possibilidade de listagem de estruturas DCS. A *HKEX* avalia se a empresa se enquadra nas características definidas para ser autorizadas a emitir diferentes classes de ações ordinárias.

Regras de Listagem para empresas que pretendam adotar estrutura DCS:

- A possibilidade de emissão de duas classes de ações ordinárias destina-se a empresas de alto crescimento e empresas de setores inovadores. As empresas que optam por tal estrutura de capital devem justificar a necessidade e as razões que a levaram a tal modelo. A *HKEX* tem a discricionariedade de avaliar e aceitar, ou não, a listagem.
- As ações com super direitos de voto não são admitidas à negociação.
- Empresas já listadas não podem migrar para uma estrutura de capital com duas classes de ações.
- O valor mínimo de capitalização de mercado é de:
 - US\$ 5,2 bilhões ou
 - US\$1,3 bilhão combinado com receita de US\$ 130 milhões.
- Foi criada a ‘*sunset provision*’ para garantir que os super direitos não sejam perpétuos, mas cada empresa escolhe e estabelece o prazo máximo para a *sunset clause*.
 - Quando for extinguir as ações com direitos especiais (tanto no caso de conversão voluntária, quanto para a conversão com base na regra de listagem), deve adotar conversão de um para um.
 - As empresas devem informar quem são os beneficiários dos super direitos e o impacto da conversão de tais ações em ações comuns. Devem informar, ainda, quando tal direito será extinto.
- A *sunset clause* estabelece que a venda ou transferência de propriedade das ações com super direitos extingue os direitos especiais. A extinção dos direitos especiais também acontece caso o beneficiário das ações com super direitos morra ou se torne incapaz de desempenhar suas funções na empresa.
- Os fundadores ou outros detentores de ações com direito diferenciado devem deter, no mínimo, 10% das ações.
- Caso a empresa faça recompra de ações, a quantidade de ações com super direitos deve ser ajustada de forma a manter a proporcionalidade do momento da listagem.
- Diversas questões-chave para as empresas devem ser discutidas e aprovadas com todas as ações tendo direito a voto, como, por exemplo, a mudança em documentos de constituição da empresa,

76 Disponível em: <http://en-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net_file_store/new_rulebooks/h/k/HKEX4476_2301_VER20.pdf> 8.11>. Acesso em 15/05/2019.

77 Disponível em: https://en-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net_file_store/new_rulebooks/h/k/HKEX4476_5103_VER10.pdf>. Acesso em 15/05/2019.

alterações dos direitos de qualquer classe de ações, a indicação ou demissão de conselheiros independentes, a indicação ou troca de auditores externos, e a liquidação voluntária da empresa.

- O limite máximo de voto diferenciado é de 10 vezes.
- Após a listagem, as empresas não poderão emitir mais ações com direito diferenciado.
- Além de elevar o padrão de *disclosure* das empresas com ações com direitos de voto diferenciados, a *HKSARG*, em conjunto com a *HKEX*, reguladores e outras partes interessadas, definiram⁷⁸ ser importante continuar o processo de educação e informação dos investidores sobre temas chave a serem observados nas empresas com classes diferenciadas de ações.
- Os *tickers* das empresas com classes diferenciadas de ações devem conter o “W” ao final. Dessa forma, pretende-se chamar a atenção dos investidores para a estrutura diferenciada de capital.
- As empresas devem adotar regras adicionais de governança corporativa, dentre elas:
 - Criação de Comitê de Governança Corporativa composto inteiramente por membros independentes. Devem divulgar sumário das atividades desse Comitê nos informes semestral e anual.
 - Criação de comitê de nomeação composto majoritariamente por membros independentes e presidido por membro independente.
 - Os acionistas detentores das ações ordinárias comuns podem se organizar para convocar assembleia e incluir temas na pauta das assembleias. Para tanto, devem reunir investidores que detenham 10% do direito a voto pelo conceito de “uma ação, um voto”.

2.4.3.Repercussões da ampliação do uso nos últimos anos

Após a mudança, a Xiaomi Corporation, quarta maior produtora mundial de *smartphones* por remessa, foi a primeira empresa a se listar, com duas classes de ações ordinárias com voto diferenciados, em Hong Kong, com valor de mercado de US\$ 54 bilhões.

Em Hong Kong, após quase um ano das alterações das regras, conforme veiculado na mídia⁷⁹, empresas gigantes do setor de tecnologia demandam mais mudanças ou concessão de *waivers*. Uma das demandas seria a eliminação do limite máximo de 10 vezes para o direito de voto. O outro pleito refere-se à possibilidade de o acionista detentor das ações com direitos especiais poderem adquirir mais ações no *IPO*, prática conhecida como *double dipping*.

Conforme exposto, para aceitar a listagem de empresas com duas classes de ações ordinárias e atrair a listagem de um certo perfil de empresas, a *HKEX* revisou suas regras de listagem com o objetivo de ampliar a proteção dos investidores. Apesar da introdução de salvaguardas, a discussão no mercado persiste, especialmente porque as novas regras de listagem ainda são recentes, e ainda há espaço para aprimoramentos.

A Bolsa, por sua vez, tem o desafio de equilibrar a demanda das empresas, manter a qualidade do mercado e administrar a questão da proteção dos investidores, que têm visões diferentes conforme o perfil.

⁷⁸ Não conseguimos informações sobre as iniciativas voltadas à educação do investidor.

⁷⁹ Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-02-18/china-s-tech-giants-seek-more-from-hong-kong-despite-ipo-changes>>. Acesso em 15/05/2019.

A *HKEX* vinha discutindo com as bolsas chinesas, de Shanghai e de Shenzhen, para incluir as empresas com duas classes de ações ordinárias no projeto *Stock Connect*, plataforma que permite que investidores acessem os três mercados. Dessa forma, acreditava que dinamizaria a atratividade das empresas listadas em Hong Kong. Conforme matéria da *Bloomberg*⁸⁰, a partir de julho de 2019, investidores das duas bolsas chinesas poderiam investir em ações de empresas com estrutura com duas classes de ações ordinárias. No quadro a seguir, está o histórico das recentes listagens, conforme estatística da WFE.

Histórico da quantidade de Listagens na HKEX

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Empresas Listadas com IPOs						
Nacionais	93	107	116	106	129	178
Estrangeiras	4	2	5	11	31	27
TOTAL	97	109	121	117	160	205
Empresas Listadas						
Nacionais	13	11	17	9	12	12
Estrangeiras	0	2	0	0	1	1
TOTAL	13	13	17	9	13	13

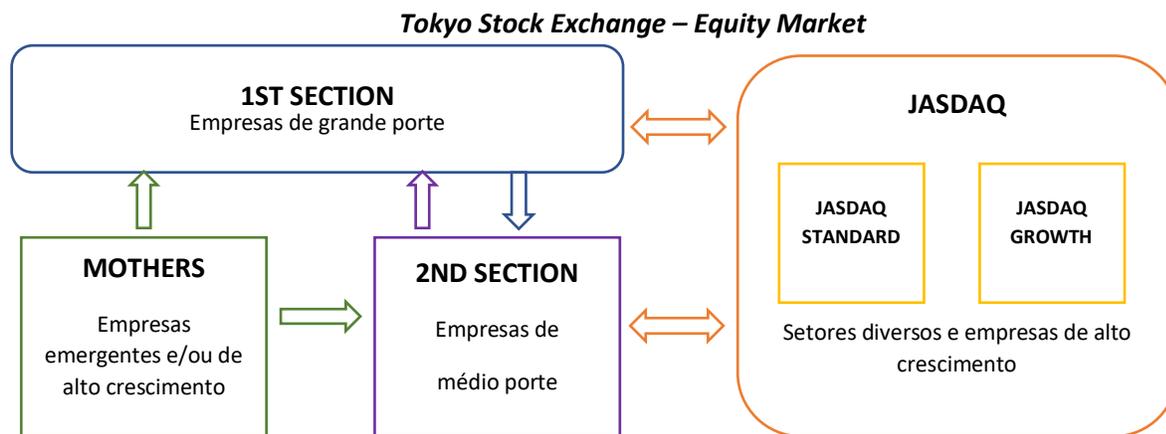
Fonte: WFE

⁸⁰ Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-04-22/china-to-include-dual-class-shares-in-stock-connect-in-july>>. Acesso em 15/05/2019.

2.5. ANÁLISE DO JAPÃO

A *Tokyo Stock Exchange (TSE)* é a terceira maior bolsa de valores do mundo em capitalização de mercado (US\$ 5,3 trilhões) e possui 3.657 empresas listadas⁸¹. Em julho de 2012 a *TSE* se fundiu com a Bolsa de Valores de Osaka e, a partir de 1º de janeiro de 2013, as duas bolsas passaram a fazer parte da *Japan Exchange Group (JPX)*.

A *TSE* possui 5 segmentos para listagem: *First Section, Second Section, Mothers, JASDAQ and TOKYO PRO Market*⁸².



A *1st Section* e a *2nd Section* representam o mercado principal da bolsa de valores japonesa, onde estão listadas empresas de grande porte japonesas e estrangeiras, e são os segmentos onde os investidores estrangeiros são mais ativos. Empresas listadas no *1st Section* geralmente são as que têm maior liquidez.

O *MOTHERS Market* é indicado para empresas com alto potencial de crescimento que planejam transferência para a *1st Section* ou *2nd Section* no futuro. A *TSE* exige que o coordenador da oferta avalie o potencial de crescimento baseado no modelo ou ambiente de negócio em que a empresa está inserida.

O *JASDAQ* é dividido nos segmentos *Standard* e *Growth*. O segmento *JASDAQ Standard* é indicado para empresas de porte menor e que pretendem fazer captação abaixo de US\$ 20 milhões. O *JASDAQ Growth* é indicado para *startups* de tecnologia ou modelos de negócios diferentes.

O *Tokyo ProMarket* nasceu a partir do *TOKYO AIM*, criado como uma *joint venture* entre a *TSE* e a *London Stock Exchange*. O *TOKYO AIM* adotou o sistema de *J-Adviser* baseado no sistema *Nomad* da *London AIM*, operado pela *London Stock Exchange*. Em julho de 2012, o *TOKYO AIM* mudou seu nome para *TOKYO PRO Market* e, desde então, a *TSE* continua a operar o *TOKYO AIM* com base no conceito original desse mercado.

⁸¹ Fonte: *World Federation of Exchanges* – dez-18.

⁸² Disponível em <https://www.jpex.co.jp/english/equities/listing-on-tse/new/basic/index.html> Acesso em 10/05/2019.

As empresas com ações negociadas em bolsa no Japão são obrigadas a seguir determinados requisitos de Governança. Dentre os itens obrigatórios, destacamos:

- a) *Companies Act* (act nº 86 de 2005): estabelece princípios básicos obrigatórios, abrangendo regras relacionadas a obrigações, dos administradores e dos órgãos de assessoramento, e a *disclosure* de informações. Tais regras são aplicáveis a todas as empresas, independentemente de serem listadas em bolsa ou não. As empresas chamadas “*Large Corporate*”⁸³ precisam estabelecer uma Política de Controles Internos.
- b) *Financial Instruments and Exchange Act* (act nº 25 de 1948): divulgação de relatórios relacionados à governança, como, por exemplo, Relatório de Controles Internos.
- c) *TSE Securities Listing Regulation*: itens específicos exigidos para listagem em bolsa, que serão descritos no item I.5.2 – Regras de Listagem.

Além das leis e regras de listagem, há recomendações para as empresas japonesas, como, por exemplo, o Código de Governança Japonês e o *Proxy Voting Criteria*.

No Japão, o *Companies Act* de 2005 permite a emissão de diferentes classes de ações, mas não permite o voto diferenciado entre ações de uma empresa. Desde 2001, a regulamentação permite que sejam criadas *units* compostas por uma quantidade diferente de ações e que seja conferido um voto por *unit*. Com isso, e a partir de novas regras editadas em 2008, as *units* podem ser utilizadas para viabilizar a estrutura de capital com direitos de voto diferenciados.

Por exemplo, 10 ações de uma empresa podem compor uma *unit* da classe A, que tem direito a um voto, e 100 ações da mesma empresa compõem outra *unit*, da classe B, que também tem direito a um voto. O controlador, por exemplo, teria o primeiro tipo de *unit* e os demais acionistas, o segundo tipo de *unit*, sendo esta última admitida à negociação.

2.5.1. Histórico

Conforme já mencionado, a emissão de ações de diferentes classes não é proibida no Japão, mas, até julho de 2008, a grande maioria das empresas listadas na TSE tinha seu capital social composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a um voto (*common shares*). A única exceção era a *Inpex Corporation*, uma empresa de petróleo privatizada em 2004, que emitiu ações com direito de veto (*golden shares*⁸⁴), detidas pelo Governo Japonês. O conceito de *Golden Share* foi introduzido no Artigo 108 do *Japanese Companies Act 2005*, permitindo a emissão de mais de um tipo de ação: no caso, as ações com direito de veto.

Em resposta ao *Japanese Companies Act 2005*, o *Advisory Group on Improvements to TSE Listing System* publicou, em abril de 2007, o “*Comprehensive Improvement Programme for Listing System 2007*”⁸⁵, onde discutia a listagem de ações respeitando o direito de voto e as circunstâncias que não seriam permitidas.

⁸³ Empresas japonesas com capital maior ou igual a JPY 500 milhões ou mais de JPY 20 bilhões de dívida total.

⁸⁴ O termo “*golden share*” surgiu na década de 80, quando o Governo Britânico criou este tipo de ação no processo de privatização e, posteriormente, foi utilizado na Rússia e em outros países Europeus. Tipicamente, são utilizadas em processos de privatização mundo afora, concedendo ao Governo o poder de decisão nas Assembleias.

⁸⁵ Disponível em <https://www.jpx.co.jp/english/equities/improvements/general/tvdivq000004iib-att/2007programjokyo-e.pdf>. Acesso em 10/05/2019.

Após a divulgação do documento, a bolsa conduziu uma Audiência Pública coletando opiniões de investidores e do público em geral. O resultado dessa audiência foi consolidado no “*Listing System Improvement FY 2008*”⁸⁶ e as novas regras para listagem de ações sem direito de voto foram implementadas em julho de 2008.

A única operação utilizando a estrutura de *units* que reproduz o modelo de voto diferenciado aconteceu em 2014, com o IPO da *Cyberdyne*, criadora do *Hybrid Assistive Limb* ou *HAL*, armadura robótica desenvolvida para expandir e melhorar a capacidade física do ser humano.

Em julho de 2014, após o IPO da *Cyberdyne*, a TSE introduziu duas novas regras no regulamento de listagem:

1. *Sunset clause*: tornou obrigatório inserção de prazo para conversão; e
2. Deixou claro, no Regulamento, que não são todos os setores que podem utilizar a estrutura de *units* compostas por quantidades diferentes de ações, bem como que a bolsa avaliará a necessidade da estrutura caso a caso.

2.5.2.Regras de Listagem

A análise para listagem na TSE é feita pelo *Japan Exchange Regulation (JPX-R)*, órgão autorregulador responsável pela avaliação de conformidade com leis e regulamentos, decisões sobre ações disciplinares e análise de emissores. Além das empresas listadas e empresas que buscam a listagem, estão sujeitas à supervisão da *JPX-R* corretoras, intermediários e investidores.

Os novos emissores devem apresentar informações que possibilitem análise de “Requisitos Formais” (artigo 212 do Regulamento de Listagem Japonês) e “Requisitos de Qualificação” (artigo 214 do Regulamento de Listagem Japonês).

A utilização da estrutura de DCS no Japão depende de uma análise da bolsa sobre a necessidade da estrutura e o setor em que a empresa está inserida. A *Cyberdyne*, após análise da TSE, listou-se no segmento de listagem Mothers (até 10 de abril 2019, a empresa continuava listada neste segmento), aquele destinado às empresas com alto potencial de crescimento.

Conforma exposto, no Japão, *units* são utilizadas para viabilizar a estrutura de capital com direitos de voto diferenciados, muito embora, de acordo com o Regulamento de Listagem Japonês, como regra geral, cada *unit* deva ser lastreada por 100 ações da empresa⁸⁷.

⁸⁶ Disponível em <https://www.jpex.co.jp/english/equities/improvements/general/tvdivq000004iib-att/080527.pdf>. Acesso em 10/05/2019.

⁸⁷ “Rule 427-2. Number of Shares per Share Unit. Issuers of listed domestic stocks shall set the number of listed domestic shares per Share Unit to 100; provided, however, that this shall not apply to cases where the number of listed domestic shares per Share Unit is 1,000 and cases where the proviso of Rule 205, Item 9 is applied to an initial listing company”.

Não consta do Regulamento qual proporção é aceitável pela bolsa para diferenciar a quantidade de voto entre controlador e minoritário. No caso da *Cyberdyne*, primeira e única empresa japonesa a utilizar-se desta estrutura, a empresa foi autorizada a emitir ações ordinárias com o mesmo direito de voto, as quais foram utilizadas como lastro das *units*. Cada *unit* de classe A é composta por 100 ações ordinárias, e tem direito a um voto, enquanto que a *unit* de classe B é composta por 10 ações, e também dá direito a um voto. As *units* de classe A são negociadas em bolsa e as *units* classe B ficaram com os fundadores e controladores da empresa.

Outra regra que precisou ser introduzida na regulamentação foi alguma forma de proteção ao acionista minoritário relacionada a conflito de interesses. Diferente do que acontece nos Estados Unidos, a regulamentação japonesa não trata sobre o dever fiduciário do acionista controlador em relação aos demais acionistas. Por isso, a *TSE* incluiu regras que obrigam a administração a consultar uma parte independente quando for caracterizado um possível conflito de interesse.

A regra de *Sunset Clause* determina que, quando os acionistas entenderem que não existe mais a necessidade da estrutura de *units* compostas por quantidades diferentes de ações, tal estrutura deverá ser dissolvida.

No caso da *Cyberdyne*, existe uma previsão estatutária determinando que, quando o fundador da empresa, Yoshiyuki Sankai, se aposentar, a estrutura de *units* deixará de existir.

Nas regras de listagem, existem também mecanismos de conversão automática, como, por exemplo, nos casos de venda de controle ou incorporação por outra empresa.

2.5.3.Repercussões da ampliação do uso nos últimos anos

Em 2008, após dois anos de discussão com órgãos reguladores e mercado sobre a utilização de estrutura de voto diferenciada por empresas japonesas, a *TSE* incluiu no Regulamento de Listagem a possibilidade da emissão de *units*. Apenas em 2014 a primeira empresa – *Cyberdyne Inc.* – utilizou-se da estrutura. Desde então, e até a realização deste estudo, nenhuma empresa se listou utilizando tal estrutura.

A quantidade de *IPOs* na *TSE* vem aumentando desde 2014, como pode ser observado no quadro a seguir, sem que as empresas utilizem a estrutura de *DCS*.

Histórico da quantidade de IPOs na TSE

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1st Section	6	10	8	8	11	7
2nd Section	6	10	9	5	8	5
Mothers	29	44	61	54	49	63
JASDAQ	12	11	11	14	18	14
Tokyo Pro Market	4	3	6	3	7	8
TOTAL	57	78	95	84	93	97

Fonte: Japan Exchange Group⁸⁸

Nesse período, apenas 1 empresa japonesa se listou nos Estados Unidos, na NYSE.

⁸⁸ Disponível em <https://www.jpx.co.jp/english/listing/stocks/new/00-archives-01.html>. Acesso em 10/05/2019.

2.6. ANÁLISE DA AUSTRÁLIA

2.6.1. Histórico

A *Australian Stock Exchange (ASX)* é a décima quarta maior bolsa de valores do mundo em capitalização de mercado, totalizando US\$ 1,262 trilhões e possuindo 2.146 empresas listadas⁸⁹. Na Austrália existem duas bolsas, mas a *National Stock Exchange (NSX)* não faz o processo de listagem, somente admite as ações à negociação.

De acordo com a Lei que regulamenta a estrutura societária das empresas (*Corp Act*, sessão 250E), não existe a regra de “uma ação, um voto”. Cada empresa define, em seu estatuto social, sua estrutura de capital. Já para os fundos de investimento denominados *managed investment scheme*, a *Corp Act*, em sua sessão 253C, estabelece que o direito de voto deve ser proporcional ao valor investido.

A *Australian Securities and Investment Commission (ASIC)* é a única autoridade responsável por administrar o *Corp Act*, definindo a regulamentação para as empresas privadas (*Proprietary Companies*) e para as públicas (*Public Companies*).

2.6.2. Regra de Listagem

A regulamentação da Bolsa, como regra geral⁹⁰, determina que cada ação totalmente integralizada deverá ter direito a um voto. Não obstante, a *ASX* pode conceder aprovação para os termos de uma classe adicional de ações ordinárias⁹¹ e já o fez em pelo menos dois casos considerados apropriados⁹².

A grande maioria das ações listadas na *ASX* são ações ordinárias, mas as empresas podem ter também ações preferenciais. As ações preferenciais geralmente tem preferência em relação às ações ordinárias no recebimento de dividendos e no caso de dissolução da companhia. As ações preferenciais podem ser de mais de um tipo, conforme os direitos previstos. Relevantes movimentos societários preveem direito de voto para as ações preferenciais, como, por exemplo: redução do capital social, recompra de ações, encerramento da empresa e propostas que afetem os direitos das ações.

2.6.3. Consulta ao mercado sobre alteração da Regra de Listagem

⁸⁹ Fonte: *World Federation of Exchanges*, dados de dezembro de 2018.

⁹⁰ Conforme a regra 6.9 do *ASX Listing Rules*, “[o]n a resolution to be decided on a poll, each holder of an ordinary security, and each holder of a preference security who has a right to vote, must be entitled to one vote for each fully paid security and a fraction of a vote for each partly paid security (...)”.

⁹¹ De acordo com a regra 6.2 do *ASX Listing Rules*, “[a]n entity may have only one class of ordinary securities unless either of the following applies. ASX approves the terms of an additional class. The additional class is of a partly paid securities which, if fully paid, would be in the same class as the ordinary securities”.

⁹² Conforme informação constante do *Guidance Note 3 (Cooperatives and Mutuals Listing on ASX)* das *Listing Rules*, “an example where ASX allowed a dual class structure was AWB Limited (note 22), which listed in 2001 with ‘Class A’ shares held by growers and ‘Class B’ shares held by investors. The Class A shares were non-transferable and not quoted on ASX. They carried no dividend rights but could elect a majority of the directors. The Class B shares were quoted on ASX and carried dividend rights. ABB Grain Limited, which listed in 2002, also had a capital structure with Class A shares held by growers and Class B shares held by investors.”

Em dezembro de 2007, passados 10 anos da última alteração das regras de listagem, a ASX iniciou uma consulta ao mercado⁹³ sobre a possibilidade de aceitar a listagem de empresas com ações ordinárias sem direito a voto (*Non-Voting Ordinary Shares*) e, para tanto, estabeleceria salvaguardas.

Interessante observar que na consulta, em 2007, a proposta era ações ordinárias sem direito a voto, e não a possibilidade de ações ordinárias com direito a voto diferenciado para controladores ou pessoas chave na empresa.

De acordo com a ASX, a iniciativa de fazer a consulta foi uma resposta à demanda de alguns investidores. Os interessados em participar deveriam enviar suas opiniões até março de 2008.

No documento submetido ao mercado, a ASX cita algumas das motivações para considerar a mudança da regra de listagem:

- Ampliar a flexibilidade para captação de recursos;
- Reduzir a dependência de captação via instrumentos de dívida;
- Oferecer mais oportunidades de investimento no mercado australiano;
- Gerar avaliações de crédito e *ratings* positivos;
- Ampliar a competitividade das empresas listadas na ASX;
- Apoiar os controladores ou acionistas fundadores dando acesso ao mercado australiano sem que percam o controle das empresas;
- Ampliar a eficiência do Mercado de capitais australiano;
- Permitir que sejam negociadas separadamente as ações com direitos econômicos e ações com direitos políticos, beneficiando empresas e investidores;
- Preservar a liberdade de escolha dos investidores;

Para a ASX, potencialmente se interessariam pela listagem das ações ordinárias sem direito a voto: empresas listadas em bolsas de outros países com esse tipo de estrutura acionária, empresas familiares australianas ainda não listadas, empresas australianas listadas que busquem estrutura de capital flexível, e ativos do governo em processo de privatização e listagem.

Para a alterar a regra, a ASX apresentou algumas possíveis salvaguardas:

- O estatuto social da empresa não pode ter a restrição de emissão de ações ordinárias sem direito a voto;
- A empresa deve estabelecer de forma clara, nos documentos do *IPO*, os termos e condições das ações ordinárias sem direito a voto. Para empresas já listadas, é necessário obter a aprovação dos acionistas, sendo que a emissão das ações ordinárias sem direito a voto deve acontecer em até 12 meses da aprovação;
- A única diferença das duas classes de ações ordinárias deve ser o direito a voto;
- Os dividendos das ações ordinárias sem direito a voto devem ser iguais ou superiores aos das demais ações ordinárias; e

⁹³ Disponível em: <https://www.asx.com.au/documents/public-consultations/non_voting_shares_public_consultation.pdf>. Acesso em 14/05/2019.

- As ações ordinárias sem direito a voto devem ter direito a voto igual às demais ações ordinárias nas seguintes situações: dissolução da empresa e proposta de recompra ou redução das ações com direito a voto.

A ASX considerou algumas outras salvaguardas, mas não estava inclinada a exigí-las. Eram elas:

- No mínimo dois terços dos acionistas detentores de ações com direito a voto, e/ou a maioria dos conselheiros independentes, deveriam aprovar a emissão e os termos das ações ordinárias sem direito a voto. Contrapuseram que o requisito adicional de dois terços dos acionistas votarem criaria custos desnecessários para a empresa, sem claro benefício.
 - Se os acionistas que participam do IPO tiverem total acesso às informações das características das ações, e a maioria dos atuais acionistas votarem pela aprovação da emissão das ações ordinárias sem direito a voto, a emissão acontecendo em até 12 meses da aprovação, só seria necessário que os acionistas viessem a votar em situações de grande diluição. Argumentaram que não seria necessário pois já estava previsto na regra de listagem.
- Ações ordinárias sem direito a voto seriam convertidas em ações com direito a voto se a empresa deixasse de pagar dividendo por 24 meses. A ASX avalia que essa salvaguarda tem potencial de criar incerteza e confusão em relação ao status da ação sem direito a voto. Poderia, ainda, injustamente e desnecessariamente prejudicar as empresas que não pagam dividendo.
- Detentores de ações ordinárias sem direito a voto:
 - devem receber todos os materiais informativos aos acionistas, inclusive aqueles destinados aos acionistas que tem direito de votar;
 - podem participar e se manifestar em todas as reuniões nas quais os acionistas com direito a voto participam e se manifestam;
 - devem receber os mesmos valores por ação que as ações ordinárias comuns, em caso de *take over*.

Não conseguimos informações detalhadas sobre os comentários obtidos durante o processo de audiência. A ASX reportou que, conforme os *feedbacks* obtidos e a pressão dos acionistas, foram levados a manter a restrição prevista na regra de listagem.

2.6.4.Repercussões da manutenção da regra

Em novembro de 2018, a ASX divulgou um documento⁹⁴ de consulta ao mercado com o objetivo de simplificar, tornar mais clara e ampliar a integridade e eficiência do mercado. O documento não contém nenhuma proposta que vise a permitir de forma mais abrangente a listagem de duas classes de ações com direito a voto ou ações ordinárias sem direito a voto.

Naquele país, a bolsa não considera rever as regras a fim de flexibilizar a listagem de duas classes de ações ordinárias. Muito pelo contrário, a ASX defende que a restrição é um diferencial competitivo para seu mercado. A proposta de valor da ASX é ter um mercado robusto, do ponto de vista legal e regulatório, e mais seguro para a comunidade de investidores.

⁹⁴ Disponível em: <https://www.asx.com.au/documents/asx-compliance/consultation-paper-28-nov-2018.pdf> Acesso em 14/05/2019

Nos últimos anos, a ASX tem atraído *IPOs* de um número significativo de empresas de tecnologia. Foram 43, nos anos de 2016 e 2017, segundo estudo do *CFA Institute*⁹⁵. Nesse número estão incluídas empresas de Israel, Nova Zelândia, Singapura e Estados Unidos.

De acordo com informações do website da ASX, em 2018, foram 132 novas listagens. A página também destaca que existem 55 empresas da Nova Zelândia e 20 empresas israelenses.

A ASX se apresenta para as empresas como sendo um mercado com regulação robusta e que funciona para as empresas captarem recursos desde seus estágios iniciais. A ASX ressalta que a Austrália tem a quarta maior indústria de fundos de previdência, bem como que a ASX está entre as dez bolsas do mundo em termos de captação de recursos, destacando-se pela liquidez e se posicionando como uma porta de acesso ao capital internacional, pois os investidores estrangeiros são responsáveis por 45% do mercado.

Apesar de a ASX acreditar que vale a pena manter suas regras, eventualmente surgem artigos⁹⁶ que argumentam que o mercado australiano estaria se tornando ultrapassado por não considerar a possibilidade de aceitar a listagem de duas classes de ações ordinárias.

No quadro a seguir, está o histórico das recentes listagens, conforme estatística da WFE.

Histórico da quantidade de Listagens na ASX

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Empresas Listadas com IPOs						
Nacionais	57	72	90	92	102	84
Estrangeiras	7	10	12	9	6	10
TOTAL	65	82	102	101	108	94
Empresas Listadas						
Nacionais	7	2	3	3	3	7
Estrangeiras	12	2	4	7	8	5
TOTAL	19	4	7	10	11	12

Fonte: WFE

Nesse período, 5 companhias australianas se listaram simultaneamente na Austrália e nos Estados Unidos, na NASDAQ.

⁹⁵ CFA Institute, 2018, disponível em <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.ashx> Acesso em 14/05/2019.

⁹⁶ Disponível em: <<https://www.corrs.com.au/thinking/insights/asx-needs-a-non-voting-ordinary-share-class-to-avoid-becoming-a-dinosaur-exchange/>>. Acesso em 14/05/2019.

TABELA COMPARATIVA DE EMPRESAS

	País de origem	Listagem	Proporção de Voto	Sunset Clause	Gatilhos para Conversão	Direito de voto acaba quando o empreendedor sai da empresa	Dividendos	Tag Along	Direito de voto para todas as ações
Arco Plataforma	Brasil	NASDAQ	1/10	Não	Sim	Sim	Lei	100%	Sim
Azul (1)	Brasil	B3 e NYSE	1/1	Não	Não	Não	PN tem direito 75 vezes superior a ON	PN tem direito 75 vezes superior a ON	Não. PN em apenas algumas matérias ⁹⁷
Cyberdine	Japão	TSE	1/10	Sim	Sim	Sim	-	-	Direito de voto para units
Cosan Limited	Brasil	NYSE	1/10	Não	Sim	Não	Lei	100%	Sim
Gol (1)	Brasil	B3 e NYSE	1/1	Não	Não	Não	PN tem direito 35 vezes superior a ON	PN tem direito 35 vezes superior a ON	Não. PN em apenas algumas matérias ⁹⁸
PagSeguro Digital	Brasil	NYSE	1/10	Não	Sim	Sim	Lei	100%	Sim
Stoneco	Brasil	NASDAQ	1/10	Não	Sim	sim	Lei	100%	Sim

(1) Empresas com ações preferenciais com direitos diferenciados. A esse respeito, vide item 3.4 do presente relatório.

⁹⁷ Empresa listada no Nível 2 de Governança Corporativa da B3.

⁹⁸ Empresa listada no Nível 2 de Governança Corporativa da B3.

TABELA COMPARATIVA DOS PAÍSES

	Permissão da adoção de DCS	Nº de empresas listadas com DCS	Possibilidade Prevista em Lei	Possibilidade Prevista em Regras de Listagem	<i>Sunset Clause</i> obrigatória (lei, regra de listagem ou voluntário)	Proporção de Voto (lei, regra de listagem ou voluntário)	Gatilhos para Conversão (lei, regra de listagem ou voluntário)
Austrália	-	-	Sim	Excepcional	NA	NA	NA
Singapura	2018	-	Sim	Sim	Sim, mas empresa define prazo	Máximo 10 vezes	Sim, regra de listagem
Estados Unidos	1898	216 (*)	Sim	Sim	Não, cada empresa decide ter ou não e o respectivo prazo	Definido pela empresa	Não é obrigatório e quando existe é definido pela empresa
Hong Kong	2018	1	Sim	Sim	Sim, mas empresa define prazo	Máximo 10 vezes	Sim, regra de listagem
Japão	2014	1	Via estrutura de <i>units</i> .	Via estrutura de <i>units</i>	Sim	Será analisado pela bolsa.	Será analisado pela bolsa.

NA – não se aplica

(*) Fonte: Estimativa do *Council of Institutional Investor* entre as companhias domésticas americanas com capitalização de mercado acima de US\$ 200 milhões. A lista completa está disponível em <https://www.cii.org/files/Feb%202019%20Dual%20Class%20Companies%20List.pdf>, acessado em 29/05/2019. Uma outra referência é a de que 23 de um total de 195 companhias (19%) que fizeram IPO em 2018 adotaram DCS (Govindarajan, Shivaram, Srivastava e Enache, 2018).

3. CONTEXTO BRASILEIRO

3.1. Motivações para as empresas brasileiras se listarem fora do Brasil

A discussão sobre a adoção das estruturas com mais de uma classe de ações ordinárias com voto diferenciados, ou voto plural, passa pela percepção de que existe, por parte de empresas brasileiras, uma demanda por esse tipo de estrutura, o que estaria motivando a busca pela listagem em mercados cuja legislação e regulação a permitissem, como é o caso dos Estados Unidos.

Assim, um tema importante para essa análise é a avaliação **sobre o que foi determinante para a listagem no exterior de Pag Seguro, Stone e Arco Educação.**

Em resposta a essa pergunta, todos os entrevistados apontaram que a estrutura societária foi uma vantagem adicional, mas não foi determinante. O fator citado como determinante foi a precificação da empresa no IPO, considerada superior nos Estados Unidos.

A avaliação do porquê existe essa precificação superior é bastante diversificada, como detalharemos a seguir. Também foi apontado, pelos entrevistados, que o perfil dos empreendedores a frente dessas empresas, bem como o modelo de financiamento nas etapas anteriores ao IPO, teriam um impacto nesse processo.

3.1.1. Visão dos entrevistados sobre a precificação dos IPOs

A melhor precificação foi a principal motivação para que essas empresas buscassem a listagem no exterior, além da estabilidade e da previsibilidade das exigências dos reguladores e das bolsas americanas. **O principal motivador, na opinião da grande maioria dos entrevistados, é a precificação, ou o valuation, bastante superior ao praticado no mercado brasileiro.**

A explicação do porquê o *valuation* das empresas no exterior ser tão superior foi mais diversificada.

Por um lado, uma parte dos entrevistados entende que nos Estados Unidos, particularmente, existe **um grande número de investidores participando dos IPOs.** Foi exemplificado que, em uma operação no Brasil, teriam enviado ordens para o *IPO*, no máximo, 80 investidores, sendo que somente 25 são de fato mais ativos nas ofertas. Uma operação de tamanho similar, no exterior, receberia acima de 200 ordens. **Esse volume maior possibilita uma melhor formação de preço.**

Além disso, a maior quantidade e diversidade também representa maior escala para avaliar vários setores. Enquanto, no Brasil, analistas de *buy-side* e *sell-side* analisam diversos setores, a escala e quantidade de empresas do mercado americano permite uma **maior especialização por setor e, com isso, maior profundidade na análise.**

Essa falta de especialização, por sua vez, faria com que os investidores no Brasil, e os fundos estrangeiros que já possuem exposição ao mercado brasileiro, não se aprofundem em novos modelos de negócio ou na análise de comparáveis alternativos para as empresas brasileiras que



se listaram no exterior. A percepção é de que a maior especialização permitiria um **melhor entendimento e disposição para estabelecer melhores precificações.**

Finalmente, foi apontado que **muitos desses investidores especializados não teriam interesse em acessar o mercado brasileiro**, seja por não identificarem ativos em quantidade suficiente para justificar uma estrutura para operar no Brasil, seja por enxergarem barreiras operacionais ou burocráticas para se investir no país.

Por outro lado, ainda que não neguem a valorização superior encontrada no mercado externo, parte dos entrevistados encontra um outro conjunto de argumentos para justificar a diferença de valores entre o mercado brasileiro e o externo.

Primeiro, consideram que **o investidor local seria realmente mais cético**, inclusive porque conhece melhor o contexto local no qual as empresas estão inseridas e, portanto, atribui peso maior a fatores que talvez passem despercebidos aos investidores externos, como, por exemplo, o histórico de concorrência nos diversos setores ou mesmo o histórico dos empreendedores à frente dos negócios que estão vindo a mercado.

Neste grupo, parece não haver ressonância o argumento de que não há conhecimento adequado dos novos modelos de negócios ou mesmo dos comparáveis no exterior. **A diferença é que os investidores brasileiros, ou os estrangeiros já alocados em Brasil, aplicariam um desconto maior do que os estrangeiros por aspectos relacionados ao contexto brasileiro, que conhecem melhor.**

Um segundo ponto nessa linha é de que a **diferença de percepção de valor entre o mercado local e o mercado internacional é muito grande, o que possivelmente sinaliza que as empresas no exterior podem estar sendo precificadas acima do valor que de fato valem.**

Reforçando o argumento de que o desconto aplicado pelos investidores brasileiros tem algum fundamento, apontam que **muitos desses investidores no exterior desconsideram em suas análises o fator Brasil**, ou seja, que essas empresas estão localizadas no Brasil, sujeitas a regulação local e dinâmicas competitivas locais. Isso justificaria uma eventual dissonância entre os valores atribuídos, de um lado, pelos investidores que não atuam no Brasil e, de outro, por aqueles que são locais ou já possuem ativos brasileiros em suas carteiras.

Um artigo recente da revista britânica *The Economist* (20/04/2019)⁹⁹ parece corroborar a visão de que a precificação das ações de tecnologia nos Estados Unidos aparenta estar sobrevalorizada, ao destacar que as rodadas de financiamento pré-IPO das empresas consideradas unicórnio, ao estabelecerem o valor das empresas com duas classes de ações ordinárias, atribuem o mesmo valor para todas as ações, independentemente do número de votos atribuídos a elas. Com isso, um estudo citado pela revista aponta que as ações dessas empresas podem estar em torno de 60% acima do seu valor real.

Ainda na questão da precificação dos IPOs, foram apontadas práticas no Brasil que também dificultariam a atração de investidores e uma melhor precificação das ações.

⁹⁹ The Economist 20/04/2019, *Unicorns going to market, Heard Instincts.*



Em primeiro lugar, o número limitado de investidores, já mencionado acima, além dos efeitos apontados, conferiria um poder de barganha desproporcional para o lado da demanda.

Além disso, no Brasil, tanto os bancos de investimento quanto os empreendedores tentam maximizar o valor da companhia no *IPO* para “não deixar dinheiro na mesa” e, com isso, muitos *IPOs* têm uma performance negativa no mercado secundário. No exterior, a dinâmica é diferente e normalmente os *IPOs* são vendidos com um desconto, o que faz com que ações experimentem um movimento de alta nos primeiros dias de negociação. Alguns apontam que o ganho médio com *IPOs* de empresas do setor de tecnologia nos Estados Unidos seja de 20-25%, criando uma experiência positiva, que gera recorrência entre os investidores.

Por outro lado, existe o argumento de que o mercado brasileiro é conservador e tem menos aceitação para grandes oscilações nos primeiros dias de negociação no mercado secundário.

3.1.2.O novo perfil dos empreendedores e as características das empresas que buscam listagem no exterior

Uma outra linha de argumentos, que pode ajudar a explicar a listagem de empresas do setor de tecnologia no exterior, parece ter relação com o perfil dos empreendedores à frente desses negócios, bem como com a estrutura das empresas que foram criadas.

Praticamente no mundo todo o setor de serviços vem ganhando relevância. Surgem as empresas que não são de capital intensivo e, para alguns setores, a figura do empreendedor é decisiva para o sucesso do negócio. Ele é mais importante ainda para as empresas que romperam as condições de mercado com modelos de negócios mais inovadores e com base tecnológica, o que acaba dando mais importância a um novo perfil de empreendedor.

A nova geração traz novo perfil do empreendedor brasileiro, que se destaca por ter estudado no exterior e ter experimentado ambientes mais favoráveis à inovação e financiamento de projetos nas fases iniciais. Buscam *fundraising* fora do país, onde os investidores têm mais apetite a risco, conhecem melhor e precificam melhor empresas com base tecnológica, como aconteceu com Pag Seguro e Stone.

Conforme comentado nas entrevistas, os investidores estrangeiros com este perfil estão organizados em fundos de *venture capital* e, no geral, preferem que as empresas se estabeleçam em paraísos fiscais, impondo o chamado “*kit Delaware*”¹⁰⁰. E, naturalmente, uma das possibilidades de saída do investimento destes fundos é por meio de *IPO* em uma das bolsas norte-americanas.

No caso da Stone, nos primeiros *rounds* de captação, quando era *startup*, a empresa recorreu a investidores estrangeiros, que saíram parcialmente no *IPO* na *NASDAQ* e posteriormente no *follow on*.

¹⁰⁰ Alguns entrevistados mencionaram o “Kit Delaware” referindo-se à necessidade de a empresa se estabelecer no exterior para receber o investimento. Não necessariamente a sede será em Delaware, nos Estados Unidos, mas eventualmente em outros países, como Ilhas Cayman. A expressão tem origem nos “Corporate Kits”, comuns no mercado americano, que trazem os itens básicos para estabelecer uma companhia – estatuto, registros, etc. Ver exemplo em <https://www.offshorecompanycorp.com/fag/complete-delaware-company-kit-package-includes>.



A realidade da nova economia exige novas estruturas societárias que viabilizem a captação de recursos pelas empresas, sem diluir significativamente os empreendedores nas várias rodadas de busca de *fundraising*.

Paralelamente, para os investidores que participam de *IPOs* com tal estrutura, o modelo é aceitável pois a figura do empreendedor é valorizada e é importante, de modo a ser desejável que tal empreendedor continue à frente dos negócios.

3.1.3. Pressão competitiva e alternativa de governança

Ainda que não fosse determinante, uma linha de argumento para a listagem no exterior teria relação com possíveis ameaças competitivas.

Algumas das empresas que buscaram a listagem no exterior, sem utilizar estruturas que permitam a alavancagem de controle, perceberiam uma ameaça competitiva de outros *players* maiores em sua indústria. Poderiam ser compradas por seus concorrentes maiores.

E, finalmente, **o acesso a práticas distintas de governança**. Nesse sentido, foram relatadas visões divergentes sobre a robustez das práticas de governança no exterior. Foi apontado que **a listagem no exterior teria como vantagem a adoção de um modelo de governança considerado mais robusto** e que assegura maior proteção ao investidor.

No sentido oposto, alguns entendem que **as empresas que se listaram no exterior teriam se beneficiado por adotarem regras mais brandas**, como emissores estrangeiros listados nos Estados Unidos. Apresentaremos uma análise detalhada dos modelos de governança adotados pelas empresas na próxima parte.

3.2. Visão dos entrevistados sobre o modelo DCS ou voto plural

Como apontamos acima, a estrutura societária não foi percebida como determinante para a decisão de listagem no exterior. Mesmo assim, os entrevistados discutiram a conveniência ou não de se adotar, no Brasil, a possibilidade de estruturas com duas ou mais classes de ações ordinárias com votos diferenciados. Ainda que a amostra de entrevistados não seja quantitativamente relevante, identificamos um certo equilíbrio entre aqueles contrários à adoção desse modelo no Brasil e aqueles favoráveis ao modelo.

3.2.1. Contrários

Um pouco mais da metade dos entrevistados acredita que essa estrutura não deveria ser introduzida no Brasil.

O principal argumento é o de que **não fará diferença em termos de melhorar a competitividade** do mercado brasileiro para atrair a listagem de empresas de tecnologia. Alguns questionam até mesmo se existe, de fato, uma ameaça competitiva real, ou seja, sugerem que o fato de algumas empresas optarem por se listar no exterior não representaria necessariamente uma tendência. Houve também comentários no sentido de não existir uma demanda, pelo lado das empresas, que justificasse a mudança da lei.



Nesse grupo, alguns comentaram ainda que, além de não melhoraria a competitividade do mercado, traria **efeitos negativos sobre a imagem do mercado brasileiro**. Argumentam que a existência desses modelos em mercados mais maduros pode ser aceitável porque existe uma estrutura mais robusta de proteção ao investidor que permitiria, em caso de abusos, recorrer a reparações. O mesmo não seria viável na maior parte dos países em desenvolvimento e, em particular, no Brasil.

Foi apontado também que **esse é um modelo ainda não testado**. Apesar de existir há muitos anos nos Estados Unidos, a onda recente de *IPOs* de empresas de tecnologia que passaram a adotar esse modelo ainda não passou por um teste mais robusto. Algumas exceções foram bem-sucedidas, como Facebook e Google, mas não é claro que esse modelo é eficaz na maior parte das vezes. Foi citado o modelo de *corporation* (empresas sem um controlador definido), que há algum tempo era visto como referência, mas algumas experiências ruins levantaram dúvidas sobre a superioridade do modelo. Nesse sentido, pode-se entender que a estrutura com duas classes de ações ordinárias seria mais um teste.

Outra preocupação refere-se ao fato de que, no Brasil, observamos poucas operações e, por isso, o **efeito demonstração** é ampliado em relação a países nos quais uma quantidade grande de operações pode diluir, tanto do ponto de vista de imagem quanto financeiro, o impacto de operações malsucedidas.

Alguns argumentos também chamaram a atenção para o **aumento de complexidade** que essas estruturas podem trazer, tanto nas rodadas iniciais de financiamento da empresa, antes mesmo do *IPO*, como depois da empresa se tornar aberta. Administrar ações de classes diferentes, com possíveis valores diferentes, pode trazer desafios para as companhias nos estágios iniciais.

Para esses entrevistados, a estrutura de duas classes de ações ordinárias não faria diferença para empresas de tecnologia e de nenhum outro setor da economia.

3.2.2. Favoráveis

Por outro lado, um grupo dos entrevistados entende que o modelo de duas classes de ações ordinárias poderia ser benéfico.

Um dos argumentos mais citados se refere à **transparência e simplicidade** dessa estrutura. Muitos reconhecem que a legislação brasileira já possui diversos mecanismos que permitem estabelecer uma estrutura de concentração de controle nas mãos dos fundadores da empresa. Contudo, o modelo de duas classes de ações ordinárias oferece uma solução mais direta e mais clara para todos os acionistas. As condições de poder ficariam claras na própria estrutura de capital.

Alguns destacam que, no setor de tecnologia, essa estrutura é particularmente importante por reconhecer a **importância do fundador para o sucesso do negócio**, o que não era tão relevante em uma empresa industrial.

Também foi apontado que o mercado brasileiro deveria ter alternativas societárias que **atendam diferentes empresas e empreendedores**, uma vez que construir caminhos alternativos



pode estimular o empresário a ir a mercado. O mercado deveria aproveitar a tendência liberalizante, em voga na economia, para adotar uma postura mais liberal.

É normal uma certa insegurança dos empreendedores com relação à abertura de capital e à perda do controle. Alguns apontaram que a intensificação do uso das *poison pills* no passado foi um reflexo dessa insegurança e talvez a existência do voto plural pudesse ter evitado a utilização desses modelos que, depois, mostraram-se danosos às próprias companhias, pois tiveram transações de compra dificultadas ou inviabilizadas por conta dessas cláusulas.

Por isso argumentam que a introdução de uma **nova estrutura contribuiria para “destravar valor”**, no sentido de permitir a chegada a mercado de mais empresas, não só de tecnologia, mas também de setores mais tradicionais.

Ainda que a estrutura acionária não tenha sido determinante para a listagem de algumas empresas brasileiras no exterior, argumentam que **o Brasil precisa ter no “cardápio” as mesmas alternativas oferecidas em outros países.**

Uma outra linha de argumentação destaca que **os acionistas não consideram o voto tão importante**, tanto que a participação efetiva em Assembleias costuma ser baixa. Ao mesmo tempo, alguns destacam que o modelo de “uma ação, um voto” está sendo ameaçado pelo **“empty voting”**, ou seja, crescimento da utilização de mecanismos de mercado, como empréstimos de ações, para exercer votos oportunistas ou sem conexão com os objetivos de longo prazo da companhia.

Por fim, alguns acreditam que **o Brasil está claramente perdendo competitividade para atrair IPOs**. Foi apontado, inclusive, que essa discussão está atrasada no Brasil, uma vez que deveríamos ter começado o debate quando o Google adotou o modelo e iniciou o que hoje se considera já ser um modelo consolidado para o setor de tecnologia. Existe um grande risco de não se fazer nada e o Brasil deixar de ter um produto que viabilize *IPOs*. Ainda que tenham sido poucos casos até o momento, algumas empresas que estão se preparando para *IPO* já avaliam a possibilidade no exterior.

3.2.3. Visão sobre uma possível implementação do modelo DCS no Brasil

Independentemente de serem a favor ou não, vários entrevistados discutiram como essas estruturas deveriam ser implementadas no Brasil: se de forma totalmente flexível, sujeita apenas à negociação direta entre empresas e investidores, ou com limites e contrapartidas de governança.

Alguns se manifestaram a favor da **adoção de um modelo bastante liberal**, no qual se permite a estrutura com duas classes de ações ordinárias na lei, sendo todas as outras condições estabelecidas em estatuto, livremente pactuadas em uma negociação entre empreendedores e investidores, a quem caberia definir os limites que estariam dispostos a aceitar.

Também se argumenta que, no mercado brasileiro, **já há maturidade para que os próprios investidores estabeleçam limites** a partir da negociação do *IPO*. Ou seja, estruturas pouco aceitáveis seriam mais desvalorizadas do que aquelas percebidas como mais aceitáveis.



Nesse contexto, prevalece o argumento de que **seria muito difícil arbitrar na lei, ou mesmo na autorregulação, limites que se apliquem a todos os casos**. Indústrias diferentes podem ter ciclos diferentes, o que dificultaria, por exemplo, estabelecer prazos uniformes do direito de voto para todas as ações – as *sunset clauses*.

Também se argumentou que **os empresários irão considerar, em sua decisão, a existência de um prazo** ou qualquer outro limite e isto poderia desestimular sua vinda a mercado, possivelmente anulando o efeito positivo que a ampliação de alternativas poderia trazer.

Por outro lado, mesmo dentre os entrevistados fortemente a favor da adoção do modelo de voto plural, existe o reconhecimento de que, no Brasil, seriam necessários alguns cuidados e controles maiores para agregar segurança, proteger e mitigar riscos, seja na própria legislação, seja por meio da autorregulação na Bolsa.

Alguns entrevistados argumentaram que **deveriam existir limites e contrapartidas** em termos de governança.

Com relação a possíveis limites, foi citado que as ações com voto diferenciado deveriam: (i) ser **intransferíveis**; (ii) **ter um prazo máximo para a diferenciação de voto** (*sunset clause*); e (iii) **ter um limite na proporção de votos**, para manter a possibilidade de *takeover*.

A percepção de alguns é de que a governança das empresas que adotam esse modelo tende a ser pior. Para outros, mesmo que a governança seja considerada boa, **seria importante colocar condições de contorno, para assegurar que o “super poder” do controlador visará ao interesse da empresa**.

Nesse sentido, foi sugerida **a adoção de contrapartidas**, como, por exemplo, a exigência de participação de Conselheiro Independente e a instalação de Comitê de Auditoria.

Ao mesmo tempo, foi ressaltada **a importância da manutenção do tag along**, ainda que alguns tenham questionado como seria concedido o *tag along* com essas estruturas, inclusive no que diz respeito à forma de calcular o valor das ações com voto diferenciado (por exemplo, se teriam o mesmo valor das demais ações).

Além disso, também foi citada a regra americana segundo a qual as condições podem ser livremente negociadas entre as partes antes e no momento do *IPO*, mas, uma vez que as ações sejam negociadas publicamente, **a condição de voto das ações em circulação não pode ser piorada**. Ou seja, de acordo com a referida regra, o direito de voto do *free-float* não pode ser diluído pela emissão de novas ações com mais direitos de votos ou a emissão de uma nova classe de ações.

3.2.4. Riscos da adoção do modelo DCS ou voto plural

A maior parte dos entrevistados apontou riscos importantes na adoção da estrutura de duas classes de ações ordinárias (voto plural) no Brasil, mesmo aqueles favoráveis ao modelo.

Primeiramente, apontaram que **o mercado de capitais brasileiro não tem maturidade** para arbitrar, avaliar e precificar essas estruturas. Além disso, o **Brasil não tem boa imagem no exterior**, o que poderia trazer um resultado bem diferente do que o esperado.



Vários citaram deficiências nos mecanismos de supervisão e *enforcement* para identificar e coibir abusos, bem como nos mecanismos para assegurar adequado ressarcimento da parte prejudicada.

Existe o reconhecimento de que as estruturas com duas classes de ações ordinárias podem abrir novos caminhos para abusos. Alguns citaram que investir em empresas com essa estrutura em um ambiente regulatório como o do mercado norte-americano é um conforto, já que aquele mercado é percebido como mais eficiente em proteger os investidores.

Caso venhamos a ter alternativas mais flexíveis, deveriam vir acompanhadas de *enforcement* mais robusto. Acreditam que ampliar a liberdade das estruturas acionárias deveria vir acompanhada de elevação da intensidade da punição.

Finalmente, ainda que as deficiências de supervisão, *enforcement* e mecanismos para ressarcimento sejam notórias, alguns acreditam que isso não chegaria a ser impeditivo para a adoção do modelo, mas **estaria refletido na precificação dos ativos**.

Os entrevistados apontam a **importância de se preservar um ambiente saudável no longo prazo**. A construção da credibilidade do mercado é um processo longo e, portanto, não faria sentido desperdiçar o histórico dos últimos 20 anos do mercado em função de algo que pode mais tarde ser percebido como um “modismo”.

A pressão por considerar estruturas com duas classes de ações ordinárias viria fundamentalmente do setor de tecnologia, que pode estar vivenciando uma distorção de curto prazo. O mercado brasileiro não deveria se deixar influenciar por pressões relacionadas à competitividade no curto prazo e questões específicas do setor de tecnologia.

É possível, ainda, que a introdução de estruturas com duas classes de ações ordinárias possa **prejudicar o desenvolvimento da indústria de fundos passivos**, ainda incipiente no Brasil, mas muito relevante no exterior. Hoje, esses investidores representam uma das principais vozes de crítica aos modelos *DCS* no exterior.

3.2.5.Eventual mudança na Lei das S.A.s

A maioria dos entrevistados, mesmo os favoráveis ao modelo de Super ONs, não considera prioritário o esforço para mudar a Lei 6.404/76 (“Lei das S.A.”), o que representaria um risco adicional àqueles mencionados acima. Poucos conheciam o Projeto de Lei 10.736¹⁰¹, que propõe o voto plural no Brasil.

Vários apontaram que mudanças na Lei das S.A. podem trazer outras alterações indesejadas. Por isso, seria importante que os possíveis benefícios do voto plural fossem analisados em comparação aos custos e riscos de mudar a lei – que são percebidos como bem altos.

A Lei das S.A. é um sistema e mudar partes sempre resulta em algo sistemicamente pior. Alguns, mais familiarizados com o Projeto de Lei, apontam que o PL trata de um ponto

¹⁰¹ Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2183068>



específico, mas seria necessário avaliar o impacto do voto plural em diversos mecanismos da lei, como OPA por alienação de controle, dentre outros.

Finalmente, alguns acreditam que o PL pode tramitar rapidamente e ganhar impulso, uma vez que os projetos prioritários liberem a pauta do Congresso. Parece haver espaço e interesse entre os membros do atual governo para medidas desse tipo, mas também outras que possam “destravar” mercado.

3.2.6. Implicações para o Novo Mercado

A maioria dos entrevistados entende que o princípio de “one share, one vote” do NM não seria compatível com o modelo de duas classes de ações ordinárias (voto plural).

O Novo Mercado foi muito importante no sentido de equalizar o direito econômico e o político, mesmo com falhas e empresas que eventualmente conseguiram desviar de algumas regras. É percebido como uma grife e acreditam que é importante preservá-lo. **Aceitar ações com votos diferenciados no Novo Mercado significaria desperdiçar o esforço dos últimos anos.**

Os conceitos de “uma ação, um voto” e de *tag along* trouxeram credibilidade ao mercado brasileiro. Ainda que a adesão ao Novo Mercado não seja garantia de boas práticas de Governança Corporativa, ajuda a melhorar a percepção positiva e a criar um ambiente mais favorável à vinda de novas empresas. Alguns avaliam que o impacto de uma mudança nesse princípio seria muito negativo para o mercado brasileiro.

Seguir o princípio de “uma ação, um voto” sempre rendeu prêmio, por isso não deveria mudar. **Apontaram que é importante manter a simplicidade do segmento de listagem.**

Mesmo dentre os entrevistados favoráveis à introdução do modelo de duas classes de ações ordinárias no Brasil, a percepção é de que o Novo Mercado não deveria admitir empresas com essa estrutura.

Alguns acreditam, inclusive, que o segmento poderia se beneficiar da existência desses modelos alternativos, **tornando a listagem no Novo Mercado, que segue o princípio de “uma ação, um voto”, ainda mais valorizada.**

3.2.7. Caso a Lei seja alterada, onde estariam as empresas com duas classes de ações ordinárias

Manter as empresas com estruturas de duas classes de ações ordinárias fora do Novo Mercado faria com que elas ficassem limitadas dentro do mercado brasileiro, sem a necessidade de controles ou limites artificiais. Os investidores seriam acionistas de tais empresas conhecendo o modelo societário diferenciado.

Algumas visões alternativas para listagem de empresas que venham a adotar a estrutura de duas classes de ações ordinárias trazidas pelos entrevistados foram:



- Seria **listada na B3 seguindo a Lei das S.As., mas sem nenhum selo**. A listagem poderia ser limitada a poucas empresas a partir, por exemplo, da definição de um segmento ou setor que pudesse utilizar tal estrutura, ou a partir da avaliação da Bolsa.
- Poderia ser um **segmento com regras mais simplificadas e que facilitassem o acesso das empresas, em uma espécie de “sandbox”**, sem alterar estruturalmente o restante dos segmentos. Outra hipótese seria o *sandbox* funcionar como um segmento temporário preparatório para algum dos segmentos já existentes, notadamente o Novo Mercado ou Nível 2.
- Uma outra possibilidade seria o lançamento de um **novo segmento para as empresas com duas classes de ações ordinárias, com a inclusão de algumas regras adicionais de Governança Corporativa**, que funcionariam como salvaguardas para os investidores, como, por exemplo, a exigência de membros independentes no Conselho de Administração, Comitê de Auditoria, *tag along* e *disclosure* de operações com partes relacionadas.

Alguns comentaram, ainda, **que o modelo de duas classes de ações ordinárias**, com cláusula limitando o prazo da diferenciação de voto, **poderia fazer sentido para o mercado de acesso**. Independentemente de admitir em algum segmento já existente, ou mesmo criar um novo segmento, foi apontado que, caso essa estrutura venha a ser adotada no Brasil, **as empresas que desejassem se listar na Bolsa deveriam passar por uma avaliação mais criteriosa**.



governance

3.3. Características das empresas e das ofertas no exterior

3.3.1. Arco Platform Ltd.

A Arco Educação é a holding controladora das plataformas de ensino *SAS*¹⁰² e *International School* (sistema de ensino bilíngue), empresas que utilizam a tecnologia para personalizar o ensino e engajar alunos desde o nível básico ao médio. A Arco atende mais de 405 mil alunos e 1.140 escolas, fornecendo conteúdo para as escolas por meios físicos e digitais.

A história da empresa remete ao ano 2000, com a fundação do Colégio Ari de Sá em Fortaleza, escola tida como referência de ensino na região. A família Ari de Sá tem grande tradição na educação e ajudou a desenvolver, desde a década de 40, o ensino no Ceará. Em 2001, os irmãos Tales e Oto tiveram um desentendimento na gestão e dividiram os negócios. Tales ficou com o colégio Farias Brito, que foi onde seu pai, Ari de Sá Cavalcante, começou. Oto ficou com outras duas escolas e adotou o nome Ari de Sá para seu negócio.

Em 2004, a família de Oto Ari de Sá decidiu investir na produção de material didático e foi estruturado o sistema de ensino SAS. Depois de trabalhar na consultoria McKinsey e fazer mestrado no Instituto de Tecnologia de Massachusetts, Ari Neto, filho de Oto de Sá, inspirou-se na experiência adquirida na escola tradicional para criar o SAS – Sistema Ari de Sá, que se tornou o grande motor de expansão dos negócios, dando origem à Arco Educação.

Em 2014, a Gestora de Fundos de *Private Equity*, *General Atlantic*, adquiriu 20% de participação na Arco Educação e, em 2017, aumentou a participação para 26%. Em 2018, a Arco realizou seu *IPO* nos Estados Unidos.

A holding que detém o controle da Arco Educação é a *Arco Platform Limited*, estabelecida nas Ilhas Cayman para a listagem na *NASDAQ Stock Market*. O Conselho de Administração da *Arco Platform* é composto por 4 membros, conforme descrito a seguir:

- ❖ Oto Brasil de Sá Cavalcante – Chairman
- ❖ Ari de Sá Cavalcante Neto – Membro do Conselho e CEO
- ❖ Martin Escobari – Membro do Conselho
- ❖ Alberto Menache – Membro do Conselho

A Diretoria é composta por 3 executivos:

- ❖ Ari de Sá Cavalcante Neto – CEO
- ❖ David Peixoto dos Santos – CFO
- ❖ João Cunha Silva – COO

– Oferta

A Arco Platform optou por listar suas ações Classe A (ARCE) na *NASDAQ*, pois queria que a precificação da empresa fosse baseada nos múltiplos de empresas de tecnologia, e não de empresas de educação. Antes da decisão pela oferta nos Estados Unidos, chegaram a fazer um *no deal roadshow* no Brasil e perceberam que, com a listagem e precificação no Brasil, teriam

¹⁰² Sistema Ari de Sá



governance

seus múltiplos atrelados ao setor de educação. A operação foi liderada pelos bancos de investimento *Goldman Sachs, Morgan Stanley, Itaú BBA e BofA Merrill Lynch*.

O IPO se efetivou em setembro de 2018, com captação de US\$ 195 milhões. A *Arco Platform* iniciou o *roadshow* com *range* de preço sugerido entre US\$ 15,50 e US\$ 17,50, precificando no topo da faixa. Segundo comentado nas entrevistas, o livro de ofertas da *Arco Platform* recebeu ordens de aproximadamente 250 investidores, número considerado bom pelos coordenadores. Segundo informado por um dos entrevistados, uma oferta no Brasil costuma receber entre 50 e 70 ordens de investidores.

Em 31 de maio de 2019, a ação Classe A (ARCE) encerrou o pregão cotada a US\$ 38,40, refletindo positivamente o anúncio das tratativas para aquisição da Positivo Educação.

– Estrutura Acionária

Sediada nas Ilhas Cayman desde setembro de 2018 e com atividade operacional no Brasil, a empresa tem capital social autorizado composto por 1.000.000.000 de ações, sendo 500.000.000 de ações Classe A, 250.000.000 de ações Classe B e 250.000.000 que podem ser emitidas sob qualquer uma das duas classes. A quantidade de ações emitidas, conforme informado pela empresa no Prospecto da Primeira Distribuição Pública de Ações, era de 48.594.361 ações, sendo 27.658.290 da Classe B e 20.936.071 da Classe A, distribuídas da seguinte forma:

	Participação no capital com voto diferenciado	Participação no capital total
Família Ari de Sá	93%	57%
General Atlantic	3%	20%
Outros (ações em circulação)	4%	23%

Fontes: *Prospecto da Arco Platform*

O Conselho de Administração pode autorizar a emissão de ações das Classes A e B, bem como criar uma nova classe de ações, o que deverá ser aprovado pela maioria dos detentores de ações Classe B (artigo 4.1 (b) (i) do *Memorandum of Association*¹⁰³ da *Arco Platform*).

De acordo com o artigo 5.1 do *Memorandum of Association* cada ação Classe B tem direito a 10 votos nas assembleias.

Segundo o artigo 5.4 do *Memorandum of Association*, as ações Classe B podem ser convertidas em Classe A a qualquer tempo, desde que solicitada por seus detentores. No mesmo artigo existem também duas previsões para conversão automática das ações Classe B em Classe A:

1. caso ocorra a transferência de controle da *Arco Platform*; ou
2. caso o poder de voto das ações Classe A representem menos de 10% do poder de voto total.

Não há previsão de *Sunset Clause* no *Memorandum of Association* da *Arco Platform*.

¹⁰³ *Memorandum of Association* é o equivalente ao Estatuto Social.

– Governança

Em 30 de março de 2019, apenas o Comitê de Auditoria estava instalado e contava com a seguinte composição:

Nome	Acumulação de cargos dos Membros
Ari de Sá Cavalcante Neto	Membro do Conselho, do Comitê de Auditoria e CEO
Martin Escobari	Membro do Conselho e do Comitê de Auditoria
Alberto Menache	Membro do Conselho e do Comitê de Auditoria

O artigo 24.5 do *Memorandum of Association* da empresa confere poderes ao Conselho de Administração para instalar o “*Compensation Committee*” e o Comitê de Governança e Nomeação.

3.3.2. Stoneco LTD.

A Stone Pagamentos, controlada pela Stoneco LTD, foi fundada em 2012 por André Street e Eduardo Pontes¹⁰⁴ e entrou em operação em 2014. A empresa atua no setor de meios de pagamentos através dos serviços de aquisição multibandeiras por intermédio de máquinas de cartões (processadoras de transações realizadas por cartões de crédito, débito e voucher).

A Stoneco LTD é a *holding* criada nas Ilhas Cayman para listagem na NASDAQ. O Conselho de Administração da Stoneco é composto por 5 membros, conforme descrito a seguir:

- ❖ André Street – Presidente
- ❖ Eduardo Cunha Monnerat Solon de Pontes – Vice-Presidente
- ❖ Roberto Moses Thompson Motta – Conselheiro
- ❖ Thomas A. Patterson – Conselheiro
- ❖ Ali Mazanderani – Conselheiro

A Diretoria é composta por 5 executivos:

- ❖ Thiago dos Santos Piau - *Chief Executive Officer*
- ❖ Augusto Barbosa Estellita Lins - *President*
- ❖ Marcelo Bastianello Baldin - *Vice President, Finance*
- ❖ Rafael Martins Pereira - *Investor Relations Executive Officer*
- ❖ Felipe Salvini Bourrus - *Chief Technology Officer*
- ❖ Vinícius do Nascimento Carrasco - *Chief Economist & Regulatory Affairs Executive Officer*
- ❖ Lia Machado de Matos - *Chief Strategy Officer*

A Stone conta também com uma espécie de Conselho Consultivo (*Advisory Board*), composto por 7 membros.

- ❖ André Street – Presidente do Conselho

¹⁰⁴ Antes de fundar a Stone, André Street e Eduardo Pontes criaram a Braspag, empresa de solução de pagamentos *on-line*, vendida para o Grupo Silvío Santos e, posteriormente, vendida para a Cielo. Em 2011, os dois executivos criaram a Gestora de Venture Capital Arpex Capital, que tem aproximadamente 20 empresas no portfólio.



governance

- ❖ Eduardo Pontes – Vice-presidente do Conselho
- ❖ Armínio Fraga
- ❖ Carl Pascarella
- ❖ Vinicius Carrasco
- ❖ Ali Mazanderani
- ❖ José Alexandre Scheinkman

– Oferta

Stone optou por listar suas ações Classe A (STNE) na *NASDAQ*, alegando que teria acesso a investidores especializados em tecnologia e, por esta razão, a precificação da empresa seria baseada nos múltiplos maiores, diferentemente daqueles utilizados por investidores brasileiros. Além disso, alcançariam investidores que não investem em empresas latino americanas. A operação foi liderada pelos bancos de investimento *Goldman Sachs, J.P. Morgan e Citigroup*. O *IPO* se efetivou em outubro de 2018, com captação de US\$ 1,5 bilhão. A *Stone* iniciou o *roadshow* com *range* de preço sugerido entre US\$ 21,00 e US\$ 23,00, e, devido à demanda expressiva, foi precificada a US\$ 24,00.

O período de *lock up* da *Stone* terminaria em 22 de abril de 2019, mas, antes do término, no início de abril de 2019, a *Stone* realizou um *follow on*, ao preço de US\$ 40,00 e valor total de US\$ 800 milhões. A colocação foi totalmente secundária, com venda de participação dos fundadores André Street e Eduardo Pontes, tanto na “pessoa física” quanto por seu veículo, HR Holdings, que concentrava também as participações da 3G e de outros investidores e executivos da empresa.

Em 31 de maio de 2019, a ação Classe A (STNE) encerrou o pregão cotada a US\$ 25,20. A queda no preço das ações reflete o anúncio da concorrente Rede, pertencente ao Banco Itaú, que começou a antecipar o pagamento aos lojistas para dois dias com custo zero.

– Estrutura Acionária

Sediada nas Ilhas Cayman e com atividade operacional no Brasil, a empresa tem 277.179.999 ações, sendo 151.482.561 da Classe B e 125.697.438 da Classe A, conforme informado no *Form 20F/A*¹⁰⁵, distribuídas da seguinte forma:

	Participação no capital com voto diferenciado	Participação no capital total
HR Holdings LLC	51,8%	46,7%
Madrone Partners SP	15,4%	14,5%
Tiger Global Investors	8,0%	7,2%
T. Rowe Price Funds	2,3%	4,0%
Actis 4 PCC	0,6%	1,8%
Berkshire Hathaway	-	1,0%
Outros *	21,9%	24,8%

¹⁰⁵ Disponível em <https://investors.stone.co/static-files/0fcf792c-41eb-415a-998c-fdf2a5031fb4>. Acesso em 29-05-2019.



governance

*investidores com menos de 5% do capital. Fontes: Form 20F referente a dez/18¹⁰⁶

– Governança

Em 29/05/2019, os Comitês de Auditoria e Remuneração estavam instalados e contavam com as seguintes composições:

Nome	Comitê de Auditoria	Comitê de Remuneração	Acumulação de cargos dos Membros
Ali Mazanderani	X		Diretor e Membro do Conselho
Eduardo Pontes		X	Diretor e Membro do Conselho
André Street		X	Presidente e Membro do Conselho
Roberto Moses Thompson Motta	X	X	Diretor

3.3.3. PagSeguro Digital LTD.

O PagSeguro foi fundado em 2006, oferecendo meios de pagamento *on-line*, como cartões de crédito, débito e refeição, transferências bancárias, boleto e saldo em conta, dentre outros. Foi pioneiro ao oferecer a aquisição da maquininha de cartão em 2013, ao invés de cobrar aluguel. Com isto, conseguiu atrair milhões de microempreendedores (muitos desbancarizados), antes não atendidos pelas credenciadoras tradicionais.

Pertencente ao UOL¹⁰⁷, empresa líder da internet brasileira, o PagSeguro consolidou-se como a maior plataforma de pagamentos *on-line* do Brasil, conseguindo crescer e se destacar em um mercado dominado por gigantes do setor, como Cielo, Redecard e GetNet – pertencentes, respectivamente, ao Bradesco e Banco do Brasil, Itaú e Santander Brasil – que respondiam, na época do *IPO*, por mais de três quartos da indústria.

O Conselho de Administração da empresa é composto por 7 membros, e a Diretoria é composta por 4 executivos que acumulam cargos no Conselho, conforme descrito a seguir:

- ❖ Luis Frias – Chairman e CEO
- ❖ Eduardo Alcaro – Membro do Conselho, CFO e DRI
- ❖ Ricardo Dutra da Silva – Membro do Conselho e Diretor Executivo
- ❖ Maria Judith de Brito – Membro do Conselho e Diretora
- ❖ Noemia Gushiken – Membro do Conselho
- ❖ Marcos de Barros Lisboa – Membro do Conselho
- ❖ Cleveland Prates Teixeira – Membro do Conselho

– Oferta

O PagSeguro optou por listar suas ações Classe A (PAGS) na NYSE (New York Stock Exchange) alegando que teria acesso a investidores americanos especializados em tecnologia e meios de

¹⁰⁶ Disponível em <https://investors.stone.co/static-files/7771c117-db27-4f3a-a0b6-a1e9a4936373>. Acesso em 29-05-2019.

¹⁰⁷ UOL é controlada pelo Grupo Folha. FONTE: <https://www1.folha.uol.com.br/institucional/>



governance

pagamentos. A operação da PagSeguro foi liderada pelos bancos de investimento *Goldman Sachs* e *Morgan Stanley*.

O IPO se efetivou em janeiro de 18, com captação de US\$ 2,6 bilhões, e se destacou como o quarto maior IPO de tecnologia da história, atrás de *Alibaba* (US\$ 22 bilhões), *Facebook* (US\$ 16 bilhões) e *Snapchat* (US\$ 3,4 bilhões).

O PagSeguro iniciou o *roadshow* com *range* de preço sugerido entre US\$ 17,50 e US\$ 20,50 e, devido à elevada demanda, o preço acabou fixado acima do intervalo, em US\$ 21,50.

Em fevereiro de 2019, duas publicações especializadas, a *Latin American Financial Publications*¹⁰⁸ e a *Internation Finance Review – IFR*¹⁰⁹, elegeram o IPO da PagSeguro como a transação mais marcante do mercado financeiro em 2018.

Cinco meses após o IPO, e ainda no período de *lock-up*, a empresa realizou um *follow on* de US\$ 1,2 bilhão, sendo 65% do total da oferta com colocação secundária das ações do Grupo UOL e 35% colocação primária de ações Classe A. O preço das ações ofertas no *follow on* foi de US\$ 29,25.

Em 31 de maio de 2019, a ação Classe A (PAGS) encerrou o pregão cotada a US\$ 32,02.

– Estrutura Acionária

PagSeguro Digital Ltd. é uma empresa com atividade operacional no Brasil e, desde julho de 2017, é sediada nas Ilhas Cayman. A empresa tem capital social autorizado composto por 2.000.000.000 de ações, sendo 1.000.000.000 de ações Classe A, 500.000.000 de ações Classe B e 500.000.000 que podem ser emitidas em qualquer uma das duas classes. De acordo com o artigo 5.3 do *Memorandum of Association* as ações Classe A não podem ser convertidas em Classe B.

A distribuição do capital social da empresa é o seguinte:

	Participação no capital com voto diferenciado	Participação no capital total
Universo Online S.A	100%	52,2%
Ações emitidas no IPO	-	15,6%
Ações emitidas no <i>Follow on</i>	-	3,5%
Management	-	1,5%
Outros	-	27,2%
Total	100%	100%

Fontes: PagSeguro Digital Ltd. – *Consolidated Financial Statements Dec-18 – Note 18 (Equity)* e Prospecto

¹⁰⁸ <https://www.latinfinance.com/awards/deals-of-the-year/2018/initial-public-offering-of-the-year-pagseguro>

¹⁰⁹ <http://edition.pagesuite-professional.co.uk/Launch.aspx?EID=ea9481c2-916f-4701-9358-3da35f478994>



governance

Conselho de Administração pode autorizar a emissão de ações das Classes A e B, bem como criar uma nova classe de ações, o que deverá ser aprovado pela maioria dos detentores de ações Classe B (artigo 4.1 (b) (i) do *Memorandum of Association* da PagSeguro Digital LTD.).

De acordo com o artigo 5.1 do *Memorandum of Association* da PagSeguro Digital LTD., cada ação Classe B tem direito a 10 votos nas assembleias.

Segundo o artigo 5.4 do *Memorandum of Association*, as ações Classe B podem ser convertidas em Classe A a qualquer tempo, desde que solicitado por seus detentores. No mesmo artigo existem também duas previsões para conversão automática das ações Classe B em Classe A:

1. caso ocorra a transferência de controle da PagSeguro; ou
2. caso o poder de voto das ações Classe A representem menos de 10% do poder de voto total.

Não há previsão de *Sunset Clause* no *Memorandum of Association* da PagSeguro.

– Governança

Em 30 de março de 2019, os Comitês de Auditoria, Crédito e Riscos estavam instalados e contavam com a seguinte composição:

Nome	Comitê de Auditoria	Comitê de Crédito e Riscos	Acumulação de cargos dos Membros
Eduardo Alcaro	X	X	Presidente dos Comitês de Auditoria, Crédito e Riscos, Membro do Conselho, CFO e DRI
Cleveland Prates Teixeira	X		Membro do Comitê de Auditoria e do Conselho
Marcos de Barros Lisboa	X		Membro do Comitê de Auditoria e do Conselho
Noemia Gushiken	X		Membro do Comitê de Auditoria e do Conselho
Ricardo Dutra da Silva		X	Membro do Comitê de Crédito e Riscos, do Conselho e Diretor Executivo

O artigo 24.5 do *Memorandum of Association* da empresa confere poderes ao Conselho de Administração para instalar o Comitê de Remuneração e o Comitê de Governança e Nomeação.



3.4. Modelo das Super Preferenciais

A Lei 10.303/01 alterou a Lei das S.A. de forma a retomar a proporcionalidade prevista no Decreto-lei nº 2.627/40, determinando que o percentual máximo de participação das ações preferenciais no capital das companhias será de 50%. Entretanto, de acordo com os artigos 8º e 9º da Lei 10.303/01, somente são obrigadas a observar o novo limite as companhias abertas ou fechadas constituídas a partir da data da publicação da lei, e as companhias fechadas existentes, no momento em que decidirem abrir o seu capital.

Após a alteração implementada pela citada lei, o parágrafo 1º do artigo 17 da Lei das S.A. estabelece que as ações preferenciais de companhias abertas, quando ausente o direito de voto ou presente restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se concederem aos acionistas pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:

I - Direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:

a) prioridade no recebimento dos dividendos acima mencionados correspondente a, no mínimo, 3% do valor do patrimônio líquido da ação; e

b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ações ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com alínea a; ou

II - direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou

III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no artigo 254-A¹¹⁰, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

Com a Lei 10.303/01, a Lei das S.A. passou a conferir, ao Estatuto Social, a possibilidade de estabelecer a seguinte vantagem política:

“Art. 18. O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração.

Parágrafo único. O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembleia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.”

3.4.1. Ações Preferenciais no Nível 2 de Governança Corporativa

O Nível 2 de Governança Corporativa da B3 estabelece práticas de governança e direitos adicionais aos estabelecidos pela Lei, ampliando os direitos das ações preferenciais. Por exemplo, no caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações

¹¹⁰ Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.



ordinárias e preferenciais as mesmas condições oferecidas ao acionista controlador, isto é, o direito a *tag along* de 100%.

Adicionalmente, as ações preferenciais de companhias listadas no Nível 2 têm o direito de voto nas seguintes situações:

- transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia;
- aprovação de contratos entre a companhia e o seu controlador ou outras sociedades nas quais o controlador tenha interesse, desde que sejam matéria de assembleia;
- avaliação de bens que concorram para aumento de capital;
- escolha de empresa especializada para determinação do valor econômico da companhia, nos casos exigidos pelo Regulamento de Listagem do Nível 2 de Governança Corporativa.

3.4.2. Azul S.A.

Uma evolução do modelo das ações preferenciais no Brasil começou a acontecer a partir do protocolo, em 24 de maio de 2013, de Pedido de Registro de Companhia Aberta e de Distribuição Pública de Ações da Azul S.A., que concederia preferências e vantagens econômicas aos acionistas preferencialistas como contrapartida aos direitos políticos conferidos aos acionistas controladores. De acordo com as cláusulas estatutárias, economicamente, uma ação preferencial da Azul equivaleria a 75 ações ordinárias.

O pedido de registro da Azul foi indeferido¹¹¹ pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, sob a alegação de que as disposições estatutárias infringiam ao parágrafo 2º do artigo 15 da Lei 6.404/76.

A companhia entrou com recurso e o caso foi levado ao Colegiado da CVM, tendo como Relatora a Diretora Ana Dolores Moura Carneiro Novaes. Em 31 de janeiro de 2015, o Colegiado se posicionou favoravelmente ao pedido de registro da Azul e o processo CVM nº RJ2013/5993 foi devolvido para a SEP, que deu continuidade à análise do pedido de registro na Categoria A da companhia.

Apesar do posicionamento favorável do Colegiado com relação ao modelo de super preferenciais, a Azul solicitou o cancelamento do pedido de registro pelo fato de que o mercado de capitais não estaria favorável, e a oferta foi postergada para 2017.

Em 2015, outra companhia do setor de aviação, a Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., utilizou-se do modelo criado pela Azul e aprovou, em assembleia, a reestruturação societária que criou ações super preferencias na sua estrutura de capital.

A Azul tentou conduzir seu *IPO* mais algumas vezes e obteve sucesso em 2017, com captação no Brasil e nos Estados Unidos. Em 11 de abril de 2017, a empresa precificou a R\$ 21,00 por ação, no meio da faixa indicativa de preço (entre R\$ 19,00 e R\$ 23,00), captando R\$ 2,0 bilhões.

¹¹¹ Disponível em www.cvm.gov.br – RA/CVM/SEP/GEA-2/nº111/2013. Acesso em 29/05/2019.



governance

Logo após o final do período de *lock up*, foi protocolado um *follow on* totalmente secundário, distribuído no Brasil e na bolsa de Nova York sob a forma de recibos de ações (ADRs). Foram captados US\$ 306 milhões nesta oferta.

Em 30 de dezembro de 2018, o capital social da Azul era composto por 1.255.596 mil ações, sendo 928.965 mil ações ordinárias e 326.631 mil ações preferenciais, que representam 26% do capital total da companhia. No quadro a seguir estão descritas a composição e a distribuição acionária da Azul.

Mil	Qtd de Ações Ordinárias		Qtd de Ações Preferenciais		Total	
David Gary Neeleman	622.407	67%	2.090	0,6%	624.497	50%
Trip Participações S.A.	202.329	22%	17.703	5,4%	220.032	18%
Trip Investimentos Ltda.	79.705	9%	7.513	2,3%	87.218	7%
Saleb li Founder 1 Llc	0		7.611	2,3%	7.611	1%
Blackrock. Inc.	0		32.336	9,9%	32.336	3%
Rio Novo Locações Ltda.	24.525	3%	-	0,0%	24.525	2%
Calfinco. Inc.	-		26.980	8,3%	26.980	2%
Capital Research Global Investors	-		16.658	5,1%	16.658	1%
Outros	-		215.413	66,0%	215.413	17%
Ações Tesouraria	-		327	0,1%	327	0%
TOTAL	928.965	100,0%	326.631	100,0%	1.255.596	100,0%

– Estatuto Social da Azul: direitos das ações superpreferenciais

O parágrafo 12º do artigo 5º do Estatuto Social da Azul estabelece que cada ação preferencial terá direito 75 vezes superior ao de uma ação ordinária no preço pago em caso de reembolso do capital (liquidação da sociedade), no caso de alienação do controle e nos dividendos pagos anualmente, conforme transcrito a seguir:

“§ 12 – As seguintes preferências e vantagens são garantidas às ações preferenciais de emissão da Companhia:

(i) direito ao recebimento de dividendos iguais a 75 (setenta e cinco) vezes o valor pago a cada ação ordinária;

(ii) direito de serem incluídas em oferta pública de aquisição de ações em decorrência de Alienação de Controle da Companhia nas mesmas condições e ao preço por ação equivalente a 75 (setenta e cinco) vezes o preço por ação ordinária pago ao Acionista Controlador Alienante; e

(iii) em caso de liquidação da Companhia, prioridade no reembolso de capital sobre as ações ordinárias em valor correspondente à multiplicação do capital social da Companhia pela Participação nos Dividendos a que fazem jus as



governance

ações preferenciais de emissão da Companhia. Após o reembolso prioritário do capital e o reembolso do capital das ações ordinárias, as ações preferenciais terão direito ao reembolso de valores equivalentes à multiplicação ao total dos ativos remanescentes que couberem aos acionistas pela Participação nos Dividendos a que fazem jus as ações preferenciais. Para fins de esclarecimentos, os valores pagos prioritariamente às ações preferenciais devem ser considerados para fins do cálculo do valor total a ser pago às ações preferenciais em caso de liquidação da Companhia.”

O parágrafo 9º do mesmo artigo atribui o direito de voto às ações preferenciais nas matérias estabelecidas pelo Regulamento de Listagem do Nível 2 de Governança Corporativa da B3, bem como a vinculação da empresa ao Comitê de Aquisições e Fusões – CAF.

3.4.3. Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.

Em 21 de janeiro de 2015, a Gol divulgou um Fato Relevante informando que a Administração submeteria aos acionistas uma proposta de Reorganização Societária e Aprimoramento de Governança, com o objetivo de ampliar a capacidade de capitalização da Gol.

O objetivo da proposta era aumentar a alavancagem do Acionista Controlador da Gol, que não tinha capacidade financeira para acompanhar eventuais captações de recursos futuras frente à necessidade de investimento da empresa.

Outro argumento para a mudança na estrutura societária refere-se à então vigente regulamentação do setor, dado que qualquer subscrição de ações ordinárias por terceiros, que não o Acionista Controlador, dependia de autorizações da ANAC – Agência Nacional de Aviação Civil e estava limitada pelas restrições impostas à época pelo Código Brasileiro de Aeronáutica – CBAer.

Em termos práticos, sem a alteração da sua estrutura societária, a empresa não poderia captar recursos, tendo em vista as então vigentes regras do CBAer sobre a participação e negociação de ações votantes por investidores estrangeiros.

A proposta de Reorganização Societária e Aprimoramento de Governança abrangiam quatro aspectos:

1. Aumento dos direitos patrimoniais conferidos pelas ações preferenciais na proporção de 35 para 1 e o simultâneo desdobramento das ações ordinárias na mesma proporção;
2. Adoção de melhorias na governança corporativa da companhia para reforçar o alinhamento de interesses entre acionistas, incluindo a representação dos preferencialistas no Conselho de Administração e o voto em separado em Assembleias Especiais, nas condições especificadas no Estatuto Social;
3. Limitação à alienação de ações detidas pelo Acionista Controlador (*lock-up*); e
4. Previsão de uma obrigação de lançar uma oferta pública de aquisição por parte de qualquer adquirente de ações representando 30% ou mais da participação econômica na empresa.



governance

Em 23 de março de 2015, os acionistas detentores de ações preferencias aprovaram a proposta dos Administradores da Gol.

Em 30 de dezembro de 2018, o capital social da Gol era composto por 3.131.226 mil ações, sendo 2.836.683 mil ações ordinárias e 267.544 mil ações preferenciais (9% do capital total da companhia). No quadro a seguir estão descritas a composição e a distribuição acionária da Gol:

Mil	Qtd de Ações Ordinárias *	Qtd de Ações Preferenciais *	Total *
Fundo de Investimento em Participações Volutto Multiestratégia Investimento no Exterior	2.863.683 100%	-	2.863.683 91%
MOBI Fundo de Investimento em Ações	-	130.695 48,9%	130.695 4,2%
Delta Airlines, Inc.	-	32.881 12,3%	32.881 1,1%
Air France KLM	-	4.227 1,6%	4.227 0,1%
Outros	-	2.756 1,0%	2.756 0,1%
Ações listadas em Bolsa	-	96.985 36,3%	96.985 3,1%
TOTAL	2.863.683	267.544	3.131.226 100,0%

Fonte: Nota Explicativa 21.1 do Demonstrativo de Resultados de 2018.

Qualquer acionista que adquirir 30% de participação na Gol será obrigado a efetuar uma Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) a todos os demais acionistas pelo maior preço pago por ele nos últimos 12 meses¹¹².

¹¹² Estatuto Social da Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. – Artigos 50, 51 e 52.



– Estrutura de Governança

		COMITÊS					CONSELHO FISCAL
		AUDITORIA	ALIANÇAS	RISCOS	POLÍTICA FINANCEIRA	GOVERNANÇA E PESSOAS	
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	Constantino de Oliveira Jr. Presidente		X	X	X	X	
	Joaquim Constantino Neto Vice-Presidente						
	Anna Luiza Serwy Constantino						
	Ricardo Constantino						
	William Charles Carroll						
	Antonio Kandir Independente	X		X	X	X	
	Germán Pasquale Quiroga Vilardo – Independente						
	André Béla Jánszky Independente	X			X	X	
	Francis James Leahy Meaney Independente	X					
DIRETORIA	Paulo Sergio Kakinoff Diretor-Presidente		X	X	X		
	Richard Freeman Lark Jr. Diretor Financeiro e RI			X	X		
	Eduardo José Bernardes Neto						



governance

	Diretor Vice-Presidente						
	Celso Guimarães Ferrer Jr. Diretor Vice-Presidente						
EXTERNOS	Marcelo Moraes						X
	Marcelo Curti						X
	Marcela de Paiva						X
	Paulo Sérgio Kakinoff					X	
	Betânia Tânure de Barros					X	
	Paulo César Aragão					X	
	Perry Anthony Cantarutti		X				
	Pieter Elbers		X				

- Estatuto Social da Gol: direito das ações superpreferenciais

O artigo 3º do Estatuto Social da Gol estabelece que cada ação preferencial terá direito 35 vezes superior ao de uma ação ordinária no preço pago em caso de reembolso do capital (liquidação da sociedade), no caso de alienação do controle e nos dividendos pagos anualmente, conforme transcrito a seguir:

“§2º - A cada ação ordinária corresponde um voto nas Assembleias Gerais.

§3º - As ações preferenciais não terão direito a voto, exceto quanto às matérias especificadas no parágrafo 4.º abaixo, consistindo as preferências e vantagens em:

(a) prioridade em relação às ações ordinárias no reembolso do capital, em caso de liquidação da Sociedade, no valor por ação preferencial correspondente à divisão do valor do capital social da Sociedade pelo número total de ações de emissão da Sociedade, multiplicado por 35 (trinta e cinco);

(b) direito de serem incluídas na oferta pública em decorrência de alienação de controle, nas mesmas condições e ao preço pago por ação equivalente a 35 (trinta e cinco) vezes o preço por ação ordinária pago ao Acionista Controlador Alienante (conforme definido no Regulamento);

(c) direito ao recebimento de dividendos por ação iguais a 35 (trinta e cinco) vezes o valor dos dividendos por ação ordinária; e

(d) direito ao recebimento, em caso de liquidação da Sociedade, após o reembolso prioritário do capital e o reembolso do capital das ações ordinárias, de 35 (trinta e cinco) vezes o valor atribuído a cada ação ordinária



no momento da repartição de quaisquer recursos remanescentes que couberem aos acionistas.

§4º - As ações preferenciais terão direito a voto em quaisquer deliberações da Assembleia Geral sobre (“Matérias Especiais”):

(a) transformação, incorporação, cisão e fusão da Sociedade;

(b) aprovação de contratos entre a Sociedade e o Acionista Controlador (conforme definido no Regulamento), diretamente ou por meio de terceiros, assim como de outras sociedades, nas quais o Acionista Controlador tenha interesse, sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em Assembleia Geral;

(c) avaliação de bens destinados à integralização de aumento de capital da Sociedade;

(d) escolha de instituição ou empresa especializada para determinação do Valor Econômico da Sociedade, conforme definição e termos do item 10.1.1. do Regulamento;

(e) mudança do objeto social da Sociedade;

(f) alteração ou revogação de dispositivos estatutários que alterem ou modifiquem quaisquer das exigências previstas no item 4.1. do Regulamento, ressalvado que esse direito a voto prevalecerá enquanto estiver em vigor o Contrato de Participação no Nível 2 de Governança (conforme definido no Regulamento);

(g) alteração ou revogação dos Artigos 12 a 16, 18 §3º, 5º e 6º, 36 a 38 e 50;

e

(h) qualquer alteração aos direitos de voto previstos neste parágrafo e qualquer alteração dos parágrafos 5º e 8º abaixo.”

Além dos direitos econômicos comentados anteriormente, de acordo com os itens (a) (b) e (c) do parágrafo 3º do artigo 18 do Estatuto da Gol, os preferencialistas elegerão membros do Conselho de Administração em número que varia de acordo com a diluição econômica do acionista controlador, conforme transcrito a seguir:

“(a) caso o Acionista Controlador, a qualquer tempo, passe a deter número de ações que represente uma Participação nos Dividendos igual ou inferior a 35% (trinta e cinco por cento), mas superior a 15 (quinze por cento), pelo menos 40% (quarenta por cento) dos conselheiros deverão ser Conselheiros Independentes, sendo que os detentores de ações preferenciais terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) dos Conselheiros Independentes.

(b) Caso o Acionista Controlador, a qualquer tempo, passe a deter número de ações que represente uma Participação nos Dividendos igual ou inferior a 15% (quinze por cento), mas superior a 7,5% (sete inteiros e cinco décimos por cento), pelo menos 50% (cinquenta por cento) dos conselheiros deverão ser Conselheiros Independentes, sendo que os detentores de ações preferenciais terão direito de eleger, em votação em separado, 02 (dois) dos Conselheiros Independentes.



governance

(c) caso o Acionista Controlador, a qualquer tempo, passe a deter número de ações que represente uma Participação nos Dividendos igual ou inferior a 7,5% (sete inteiro e cinco décimos por cento), pelo menos 60% (sessenta por cento) dos conselheiros deverão ser Conselheiros Independentes, sendo que os detentores de ações preferenciais terão direito de eleger, em votação em separado, 02 (dois) Conselheiros Independentes.”



governance

3.4.4. Estruturas de alavancagem de controle no Brasil

No Brasil, existem alguns mecanismos de alavancagem de controle, sendo a faculdade legal de emissão de ações preferenciais o mais utilizado pelas empresas brasileiras (ver Anexo 7 para a evolução da legislação sobre as ações preferenciais).

Na tabela a seguir, de maio de 2019, pode-se verificar que, das 364 empresas listadas na B3¹¹³, aproximadamente 40% (142 empresas) possuem ações preferenciais emitidas e admitidas à negociação. Do total de empresas com ações preferenciais emitidas, 46% utilizam a estrutura antiga, com 1/3 de ações ordinárias e 2/3 de ações preferenciais emitidas, conforme pode ser observado no quadro a seguir.

Segmento	Qtd de empresas	Tipo de ação emitida	Qtd de empresas	Total de ações preferenciais emitidas
Básico	162	Mais de 50% de preferenciais	46	95
		Menos de 50% de preferenciais	49	
		Apenas ações ordinárias	67	
Nível 1 + Nível 2	46	Mais de 50% de preferenciais	19	45
		Menos de 50% de preferenciais	26	
		Apenas ações ordinárias	1	
Bovespa Mais + Bovespa Nível 2	18	Menos de 50% de preferenciais	2	2
		Apenas ações ordinárias	18	
Novo Mercado	138	Apenas ações ordinárias	138	-
TOTAL	364			142

Fonte: B3

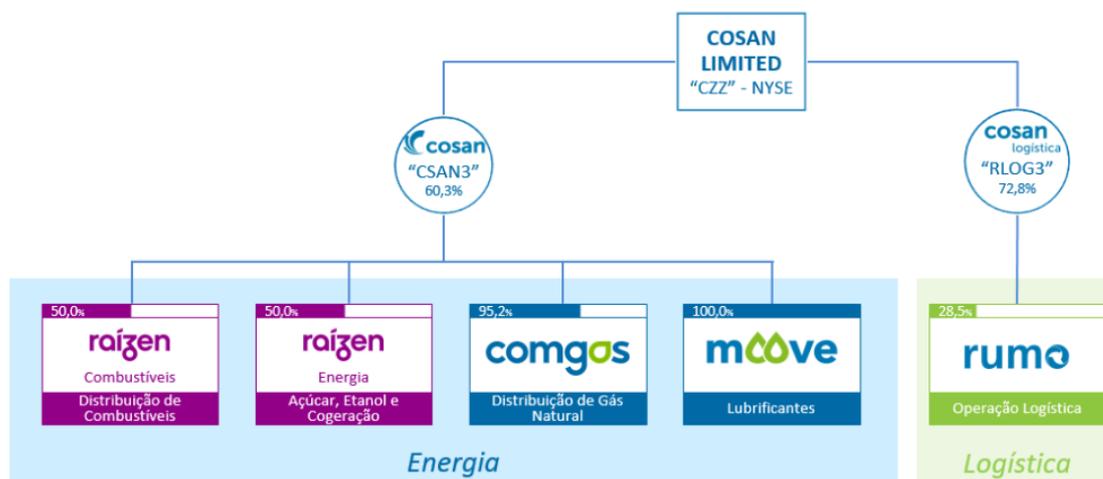
Em alguns casos, os controladores destas empresas se utilizam de estruturas piramidais de controle, permitindo que o controle seja exercido com a propriedade de uma pequena parcela do total das ações e, conseqüentemente, trazendo um potencial desalinhamento de interesses entre os acionistas detentores das ações preferenciais e os controladores. Dependendo da estrutura de pirâmide, a empresa listada em bolsa acaba se tornando “mera casca cujas decisões estratégicas se dão no âmbito de assembleias de companhias das quais os minoritários sequer podem participar”, conforme voto proferido pela ex-Diretora da CVM, Luciana Dias, no caso da Azul¹¹⁴.

¹¹³ Disponível em http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes/consultas/capital-social-das-empresas/. Acesso em 21/05/2019. Foram excluídas da amostra os FIPs, as Securitizadoras, Ativos listados no SOMA e a categoria "Outros".

¹¹⁴ Decisão do colegiado no caso azul - reg. Nº 8923/13

http://www.cvm.gov.br/decisoes/2013/20131119_r1/20131119_d13.html. Acesso em 28/06/2019.

Um exemplo deste tipo de estrutura é o do Grupo Cosan, que possui 3 empresas listadas em bolsa – Cosan (CSAN3), Comgás¹¹⁵ (CGAS3 e CGAS5) e Cosan Logística (RLOG3), sendo que esta última possui participação de 28,5% na Rumo (RAIL3), outra empresa listada na B3, conforme pode ser observado no organograma abaixo.



Clique para aumentar a imagem.

(*) A Cosan S.A. possui, ainda, participações nas empresas Radar e Cosan Biomassa.

Fonte: site da Cosan Limited¹¹⁶

Além da estrutura de holding descrita acima, a Cosan é controlada pela Cosan Limited (CZZ), empresa listada na NYSE e que se utiliza da estrutura de DCS na proporção de 10 para 1.

No caso do Grupo Cosan, a estrutura piramidal foi montada com empresas cujo capital social é composto apenas por ações ordinárias, mas este tipo de estrutura é utilizado também por empresas com capital social composto por ações ordinárias e preferenciais.

Os modelos adotados pela Azul e pela Gol, já detalhados, inovam trazendo um novo elemento para avaliação: o direito econômico maior para os acionistas preferencialistas do que para os acionistas ordinários.

Na declaração de voto favorável no caso da Azul, levado ao Colegiado da CVM, a Diretora Luciana Dias argumenta¹¹⁷:

“Tão importante quanto a técnica interpretativa nos autorizar a ler a lei como quer a Companhia é o fato de que a estrutura da superpreferencial me parece mais transparente e mais direta que a maioria dos outros mecanismos de alavancagem de direitos políticos — e este fato pode representar verdadeira vantagem para os acionistas preferencialistas se comparado a outras formas de alavancagem.

¹¹⁵ Empresa em processo de deslistagem.

¹¹⁶ Disponível em <http://ri.cosanlimited.com/ptb/estrutura-societaria>. Acesso em 21/05/2019.

¹¹⁷ Decisão do colegiado no caso azul - reg. Nº 8923/13

http://www.cvm.gov.br/deciso:es/2013/20131119_r1/20131119_d13.html. Acesso em 28/06/2019.



Os acionistas estão todos reunidos e vinculados por um mesmo contrato, que é o estatuto da Companhia e, portanto, têm, nas condições estabelecidas por lei, o direito de exercer as prerrogativas asseguradas pela condição de acionista, além de inquestionável legitimidade em juízo. As decisões sobre os rumos da Companhia serão feitas no âmbito de uma assembleia geral da qual todos os acionistas podem participar — em outras palavras, os assuntos não são decididos na assembleia de uma holding sem que acionistas da companhia aberta possam sequer assistir. Nem, como em outros casos, a companhia da qual os minoritários têm ações é uma mera casca entre outras cujas decisões estratégicas se dão no âmbito de assembleias de companhias das quais os minoritários sequer podem participar.

Ao contrário do que acontece com estruturas piramidais, a superpreferencial não cria situações de conflito de interesses entre companhias do mesmo grupo. A doutrina societária argumenta e a história do mercado brasileiro demonstra que a sobreposição de companhias pode gerar inúmeras situações de conflitos e oportunidades de expropriação. É óbvio que podem existir situações de conflito em companhias com 2/3 superpreferenciais, mas elas não são geradas por conta da própria estrutura de alavancagem de direitos políticos, enquanto, por outro lado, muitos dos conflitos em operações societárias de companhias que pertencem a grupos são geradas pela própria estrutura piramidal.

Além disso, as superpreferenciais, tal como propostas pela Azul, asseguram aos seus detentores certos direitos e prerrogativas que ajudam a alinhar os interesses entre preferencialistas e ordinaristas. As superpreferenciais da Azul garantem as vantagens patrimoniais dos preferencialistas em situação de alienação de controle ao lhes conferir o direito de vender suas ações por preço equivalente a 75 vezes o pago às ações do controlador em oferta pública por alienação de controle, impedindo assim que o controlador se aproprie individualmente do prêmio de controle. Em outras palavras, as vantagens patrimoniais das superpreferenciais propostas não se limitam ao fluxo de caixa da Companhia, mas elas também repartem o eventual prêmio de controle.

.....

Desta forma, não só a leitura da lei autoriza conferir vantagens patrimoniais às ações preferenciais múltiplas vezes maiores que as vantagens econômicas das ações ordinárias, como este regime — tal como estruturado pela Azul, com as proteções e direitos especiais conferidos aos preferencialistas — me parece potencialmente menos danoso e mais transparente que outras maneiras de promover licitamente a alavancagem de poderes políticos.”



3.4.5. Visão dos entrevistados sobre estruturas DCS comparadas às Super Preferenciais

Alguns investidores consideram que a Super PN não atende às empresas de tecnologia, pois o fluxo de dividendos não é relevante, pelo menos nos primeiros anos da empresa.

Apesar da Super PN conferir maior direito econômico em detrimento do poder político e poder ser utilizada por empresas brasileiras, foi comentado, ao longo das entrevistas, que esta estrutura não atenderia às necessidades das empresas de tecnologia, visto que o fluxo de dividendos das empresas do setor não é relevante, pelo menos nos seus primeiros anos.

Foi ponderado também que o modelo **de Super PN pode até atingir o mesmo resultado, mas, além de ser mais difícil de entender, é mal recebido pelos investidores e associado a práticas de governança corporativa ruins.** Mais uma vantagem da estrutura de DCS é o fato de poder ser transitória.

Outro argumento apresentado foi o de que, mesmo adquirindo 2/3 do capital total da empresa em ações preferenciais, o acionista minoritário não consegue influenciar na gestão. **Na DCS, apesar de não existir alinhamento político e econômico, há alguma possibilidade de voto do minoritário.**

Nas entrevistas, quando questionados sobre a possibilidade da estrutura de DCS substituir a Super PN, a maioria dos entrevistados afirmou que o modelo de DCS é mais simples, direto e transparente do que as estruturas existentes no Brasil.

Outro comentário é no sentido de que a estrutura de DCS, combinada com uma regra que disciplinasse uma Oferta Pública de Ações por atingimento de participação relevante, poderia disciplinar o *takeover* e encorajar alguns empresários mais conservadores a se utilizarem do mercado de capitais para captar recursos, já que um dos receios na abertura de capital é o risco de uma tomada de controle hostil.

Alguns entrevistados afirmaram que as estruturas existentes no Brasil já permitem alavancagem de controle com o mesmo efeito de DCS, mas é importante ter o produto disponível para utilização quando os investidores aceitarem.

3.4.6. Diferenças entre Super PN e DCS

As estruturas descritas no item “Estruturas de Alavancagem de Controle no Brasil” diferem da estrutura de DCS nos seguintes aspectos:

1. Simplicidade

No modelo de DCS é conferido para um determinado acionista ou grupo de acionistas o poder político superior, ficando claro, no momento da concessão do direito (normalmente no IPO), quem é o detentor do poder, se este poder se encerrará em algum momento (*sunset clause*) e se poderá ser transferido ou não. A estrutura de DCS é mais simples de ser compreendida quando comparada à Super PN.

No caso da Arco Platform e da PagSeguro, os estatutos das duas empresas incluem uma cláusula determinando que o direito não será transferido para herdeiros ou em eventual venda da empresa. Nos modelos de pirâmide descritos anteriormente, não é claro quem



detém o poder de controle da empresa, e os direitos, no geral, são transferidos para herdeiros ou compradores.

2. Gatilhos para conversão ou *Sunset Clause*

No modelo de *DCS*, geralmente são estabelecidos alguns gatilhos para conversão automática das ações com poder político diferenciado para ações com direito a “um voto” como, por exemplo, a redução da participação do acionista abaixo de determinado patamar.

3. Proporção da conversão

Quando o gatilho de conversão é acionado nas empresas com *DCS*, a conversão, no geral, é estabelecida no Estatuto à proporção de 1 para 1. Na estrutura de holding ou pirâmide, há prêmio na transferência de controle que pode não ser alcançado pelo acionista minoritário.

4. Direito de voto

Todos os acionistas, majoritário e minoritário, têm direito a votar nas assembleias, o que difere é a proporção do voto. Na estrutura de Super PN, as ações preferenciais só têm direito de voto em algumas matérias, quando optam pela listagem no Nível 2 da B3, ou em outras situações previstas em Lei.

5. *Tag along*

A Super PN confere ao detentor da participação um valor superior aos detentores de ações ordinárias no caso de alienação de controle da empresa. Nas empresas brasileiras que adotaram *DCS*, não há distinção no *tag along*.

6. Dividendos

Na estrutura de *DCS*, a despeito da proporção diferente do poder político, os dividendos são distribuídos de acordo com a participação no capital social da empresa. Na Super PN, é necessária uma fórmula para calcular o valor do dividendo da empresa, como, por exemplo, o artigo 53¹¹⁸ do Estatuto Social da Gol.

3.5. Necessidade de aprimoramento da regra do BDR

Um dos itens abordados na discussão sobre a competitividade do mercado local foi a listagem de *BDRs* como uma alternativa adicional para o mercado brasileiro e, inclusive, como alternativa para as empresas que eventualmente considerem importante a listagem no exterior também acessarem o mercado local.

Atualmente, os *BDRs* não são uma possibilidade viável para que empresas brasileiras que busquem uma listagem principal em um mercado estrangeiro possam ter seus valores mobiliários listados no Brasil. A regulamentação em vigor não permite que emissores brasileiros¹¹⁹ com ações listadas no exterior tenham também *BDRs* admitidos à negociação no mercado brasileiro. O recibo brasileiro, da forma como está regulamentado, define que não são

¹¹⁸ A Participação nos Dividendos detida por qualquer acionista ou representado por um determinado número de ações será expressa como uma porcentagem, que não levará em consideração a existência de lucro ou sua distribuição em determinado exercício social, e determinada mediante a aplicação da seguinte fórmula: $PnD = 100 \times [XON + 35 \times (XPN)] / TON + 35 \times TPN$. Acesso em 31/05/2019 no site da Gol.

¹¹⁹ Mesmo que empresas brasileiras tenham mudado sua sede para outras jurisdições, a definição de emissor estrangeiro na regulamentação de *BDRs* não classifica tais empresas como estrangeira.



emissores estrangeiros aqueles que tenham sede no Brasil, ou cujos ativos no Brasil representem mais de 50% dos seus ativos constantes nas demonstrações financeiras, conforme definido no Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480/09 (“ICVM 480”)¹²⁰.

Mesmo para os emissores estrangeiros, a listagem de *BDRs* não tem sido uma escolha. Alguns dos entrevistados familiarizados com as características do produto avaliam que a alteração da regulamentação trazida pela ICVM 480 em 2009, para evitar que empresas brasileiras viessem a ter *BDRs*, foi exageradamente restritiva na definição de emissor estrangeiro.

Os entrevistados que consideram o BDR como uma alternativa possível apontaram que seria importante simplificar as regras. A percepção geral é de que o nível de complexidade e requisitos para se lançar programas de *BDRs* é desproporcional ao interesse dos emissores pelo lançamento dos programas.

Alguns dos entrevistados sugerem que CVM simplifique as regras e tenha, como ponto central de proteção dos investidores, o amplo *disclosure* no Brasil das informações divulgadas no mercado principal de listagem.

Recentemente, em 2017¹²¹, a CVM já fez uma alteração na regulamentação dos Programas de *BDRs*: ajustou a definição de emissor estrangeiro para que empresas estrangeiras com atividades operacionais muito relevantes no Brasil sejam e possam permanecer enquadradas na definição.

Em 2018, na consulta ao mercado sobre oportunidades de redução do custo de observância, os *BDRs* voltaram a ser citados. Como resultado dessa consulta, a CVM colocou uma nova mudança na regulamentação na pauta, consistente na possibilidade de empresas constituídas fora do Brasil terem ações, e não recibos, admitidas à negociação no mercado brasileiro.

Os entrevistados que se manifestaram sobre o tema consideram que a mudança na regulamentação é uma iniciativa simples, que só depende da CVM e elimina uma restrição, podendo gerar oportunidades para emissores, bancos de investimento e investidores.

Alguns bancos de investimento, gestores de recursos, advogados e especialistas consultados defendem que as empresas que recentemente optaram pela listagem no exterior deveriam poder ter *BDRs* no Brasil.

Por outro lado, parte dos entrevistados, especialmente os gestores de *private equity*, não acredita que tais empresas, por conta própria e sem receber estímulos, mobilizariam-se para se listar no Brasil.

¹²⁰ ICVM 480 Anexo 32-I Art. 1º Somente ações emitidas por emissor estrangeiro podem ser lastro de certificados de depósito de ações – BDR. § 1º Não é considerado estrangeiro, o emissor: I – que tenha sede no Brasil; ou II – cujos ativos localizados no Brasil correspondam a 50% (cinquenta por cento) ou mais daqueles constantes das demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas, prevalecendo a que melhor representar a essência econômica dos negócios para fins dessa classificação.

¹²¹ A ICVM 585/17 flexibilizou a regra do enquadramento na condição de emissor estrangeiro, em eventuais emissões subsequentes que venha a fazer. O ajuste elevou o percentual máximo de ativos localizados no Brasil para 65% no momento de ofertas subsequentes.¹²² Em 2.000 o *SoftBank* fez seu mais bem-sucedido investimento, investindo US\$ 20 milhões no Alibaba. Na época do IPO do Alibaba em setembro 2014, a posição do *SoftBank* valia que US\$ 60 bilhões.



governance

Com o objetivo de trazer mais produtos para o mercado brasileiro e reagir ao movimento de listagem nos Estados Unidos, foi recomendado que a B3 viabilizasse para as empresas a listagem no Brasil, arcando com os custos envolvidos. Sugeriram que a B3 pensasse em fazer esse investimento, para trazer programas de *BDRs* para o Brasil, eventualmente em parceria com algum banco que atua como depositário de programas.

Outra sugestão com relação à competitividade dos *BDRs* seria a B3 considerar a possibilidade de sua inclusão nos principais índices do mercado local.

4. ANEXOS

4.1. ANEXO 1 – CASO ALIBABA

O IPO do *Alibaba* foi considerado um sucesso em 2014, na *NYSE*, com captação de US\$ 25 bilhões. Interessante observar que não foi utilizada uma estrutura típica de *dual class shares* que estamos discutindo ao longo desse documento. No caso *Alibaba*, a estrutura adotada foi de “*dual class of shares structure ownership partner system*”, conforme será detalhado a seguir. Em 2014 a Bolsa de Hong Kong ainda não aceitava a listagem de duas classes de ações.

A decisão por se listar na bolsa norte-americana foi guiada, em grande medida, pela possibilidade de adotar uma estrutura acionária que acomodasse sua *Partnership*, garantindo ao grupo fundador, em conjunto com os demais acionistas relevantes, o controle sobre as decisões mais importantes, em especial a eleição da maioria dos membros do Conselho. Queriam garantir esse direito mesmo diante de uma diluição econômica substancial, resultante da oferta de ações.

O *Alibaba* foi fundado em 1997 por *Ma Yun* e mais 17 sócios. Vinte anos após o início das atividades, tornou-se um gigante do comércio eletrônico, primeiro no *ranking* mundial, com receita líquida superior a US\$ 200 bilhões. Durante as etapas de crescimento, fez captações expressivas que vinham diluindo a participação dos sócios fundadores.

Em 2005, a empresa estava em franco crescimento e adquiriu os ativos totais do *Yahoo China's*. Como consequência, o *Yahoo* passou a ter 40% das ações do *Alibaba* e 35% dos direitos de voto, tornando-se o maior acionista com direito a eleger um membro no conselho de administração, que, na época, era composto por quatro membros. Conforme o acordo estabelecido no momento da aquisição, em 2010 o *Yahoo* passaria a ter dois assentos no conselho, o *Softbank*¹²² teria uma posição e os executivos do *Alibaba*, duas posições. Esse modelo faria com que o grupo de executivos da empresa deixassem de ser os controladores.

Em um esforço para retomar o controle da empresa, em maio de 2012, o *Alibaba* recomprou 20% das ações do *Yahoo*. Com a transação, o *Yahoo* concordou em deixar de indicar o segundo membro para o conselho, mantendo a estrutura original do órgão. Mesmo com esse movimento, a questão do controle ainda não estava resolvida. Depois da recompra, o *Softbank* e *Yahoo*, juntos, ainda detinham 56% das ações.

A solução encontrada foi implementar formalmente, em 2013, o que chamaram de “*partnership system*”. Com isso, estaria assegurado que o time de executivos do *Alibaba* poderia controlar a companhia mesmo não detendo a maioria das ações.

Antes de adotar o *Partnership System*, a estrutura acionária do *Alibaba* era a seguinte:

- Softbank 34.4%
- Yahoo 22.6%
- Jack Ma 8.9%
- Joseph 3.6%

¹²² Em 2.000 o *SoftBank* fez seu mais bem-sucedido investimento, investindo US\$ 20 milhões no *Alibaba*. Na época do IPO do *Alibaba* em setembro 2014, a posição do *SoftBank* valia que US\$ 60 bilhões.

- Other shareholders 31.5%

O propósito de estabelecer o *partnership system* era o de assegurar o direito de controle aos fundadores e executivos do Alibaba.

Em fevereiro de 2017, anunciou que seriam adicionados mais quatro sócios, ampliando para 36 o número de sócios membros da *partnership*.

O principal direito desses sócios especiais é o de indicar e escolher a maioria dos membros do conselho de administração. Adicionalmente, se um acionista discordar do candidato indicado pela *partnership system*, a *partnership* tem o direito de indicar um novo membro temporário, que ficará na posição até a assembleia do ano seguinte. Se um membro do conselho renunciar por qualquer razão, a *partnership* tem o direito de indicar um membro temporariamente. Com esse mecanismo, a *partnership* tem o direito de indicar e escolher conselheiros antes das assembleias, onde os candidatos normalmente são apresentados.

Os sócios do Grupo *Alibaba* são basicamente os executivos *seniors*, liderados pelo fundador *Ma Yun* e por *Cai Chingxin*, que é reconhecido por ter feito excelentes contribuições para o desenvolvimento do Grupo.

Materiais informativos sobre o Grupo *Alibaba* apresentam os critérios para a aceitação de um membro na *partnership*. Deve servir ao grupo por, no mínimo, 5 anos e manter as ações da empresa. Alternativamente, para ingressar no grupo, pode ser recomendado por mais de 75% dos sócios do grupo.

Os sócios do *Alibaba*, *Softbank* e *Yahoo*, também fizeram um acordo. Os documentos da empresa explicam que o conselho é composto por 9 membros. Os executivos do Alibaba, membros da *partnership*, têm o direito de indicar 5 membros. Se a participação do *Softbank* no capital do *Alibaba* exceder 15%, poderá indicar um membro para o conselho. As três outras posições são indicadas pelo *Board Nominating Committee*. Os membros indicados serão eleitos por maioria simples na assembleia geral de acionistas.

Pelo acordo, o Grupo *Alibaba*, o *Softbank* e o *Yahoo* votam juntos nas assembleias gerais, assegurando que o grupo *Alibaba*, além de indicar a maioria dos membros do conselho, escolhe também os membros remanescentes indicados para a eleição na assembleia geral.

A *partnership* também tem direito de veto nas assembleias.

Com isso, os executivos do Grupo Alibaba controlam a companhia.

Há quem considere o modelo societário do Alibaba mais negativo para acionistas externos do que o tradicional modelo DCS¹²³. No modelo de DCS, os acionistas externos têm poderes limitados, mas ainda assim podem influenciar na composição do Conselho, o que não acontece nesta estrutura. Além disso, todos os acionistas têm direitos iguais no resultado da empresa e na valorização das ações. No Alibaba, como a *partnership* elege a maioria dos conselheiros e

¹²³ Chazen Global Insights, novembro, 2016, *Alibaba: A Dictatorship*, disponível em: <https://www8.gsb.columbia.edu/articles/chazen-global-insights/alibaba-dictatorship> Acesso em: 27/05/2019



governance

possui o poder de decidir sobre a distribuição de resultados, estes ficam concentrados com a *partnership*. O conselho tem ainda liberdade para decidir sobre transações que possam ser de interesse da *partnership* em detrimento dos demais acionistas.

Finalmente, nas estruturas DCS tradicionais, o poder original dos fundadores pode se diluir ao longo do tempo, a partir da emissão de novas ações. No caso da Alibaba, isso não acontece e não há previsão de extinção dos superpoderes da *partnership*.

Tanto o *Softbank* quanto o *Yahoo* consideram se desfazer do investimento em Alibaba. Segundo a matéria citada acima, o *SoftBank* não está feliz com o investimento. Detém 23% do capital, mas se sente como um investidor passivo e vulnerável, não participando das decisões importantes da empresa. O *Yahoo* também não está satisfeito. A expectativa era de que a fusão trouxesse algumas sinergias, mas não funcionou. O *Yahoo* se tornou somente um investidor financeiro.

Em maio de 2019, várias matérias na mídia no Brasil traziam a notícia que o Alibaba avalia fazer nova venda de ações até o segundo semestre, listando-se em Hong Kong. O objetivo é captar US\$ 20 bilhões.



4.2. ANEXO 2 – ESTRUTURAS DE ALAVANCAGEM NO BRASIL

Ações Preferenciais na Lei das S.A e o Nível 2 de Governança da Bolsa

A Lei das S.A. (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976), em seu art. 15, possibilita que a companhia emita ações ordinárias e preferenciais e, no artigo 109, confere, aos acionistas, os denominados “direitos essenciais”¹²⁴. Nelson Eizirik¹²⁵ afirma que a lei reconhece dois grupos distintos de investidores, sendo o primeiro composto pelos detentores de ações ordinárias, que têm interesse em participar da gestão da companhia, decidindo o rumo dos negócios sociais; e o segundo, pelos detentores de ações preferenciais, que estão interessados exclusivamente nos benefícios econômicos e financeiros decorrentes de seu investimento.

As ações ordinárias da companhia aberta só podem ser de uma classe, já as ações preferenciais podem ser de uma ou mais classes.

Evolução da Lei das Sociedades Anônimas e as Ações Preferenciais

A ação preferencial surgiu na década de 30 e foi regulamentada, pela primeira vez, através do Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1932, quando os detentores destas ações passaram a ter preferência na distribuição de dividendos e no reembolso de capital:

“Art. 1º O capital das sociedades anônimas pode ser, em parte, constituído por ações preferenciais de uma ou mais classes, observadas as disposições do presente decreto.

§ 1º A preferência pode consistir:

- a) em prioridade na distribuição de dividendos, mesmo fixos e cumulativos;*
- b) em prioridade no reembolso do capital, com ou sem prêmio;*
- c) na acumulação das vantagens acima enumeradas.*

§ 2º Os dividendos, mesmo fixos e cumulativos, não poderão ser distribuídos com prejuízo do capital social, salvo em caso de dissolução da sociedade quando esta vantagem for expressamente assegurada às ações preferenciais.

§ 3º Os estatutos poderão deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações comuns, inclusive o de voto, ou de conferi-los com restrições, não podendo, porém, impedir a seus possuidores a fiscalização dos atos da administração, tal como é, por lei, facultada aos acionistas comuns, nem lhes vedar o direito de requerer a dissolução e a falência da sociedade, nos casos previstos em lei.

*§ 4º É vedado o voto plural.*¹²⁶

Promulgada no início do Estado Novo de Getúlio Vargas, época em que a economia brasileira era essencialmente agrícola, o principal objetivo deste normativo era atingir as poucas sociedades comerciais de economia fechada existentes no país.

¹²⁴ Direito de participar dos lucros e do acervo líquido da companhia em caso de liquidação; de fiscalizar a gestão da sociedade; de preferência para subscrição de ações, partes beneficiárias e debentures conversíveis em ações e bônus de subscrição; e de retirar-se da companhia nos casos previstos em Lei.

¹²⁵ Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários (maio/2015) – A ação “super Preferencial” é legal?

¹²⁶ Disponível em <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1930-1939/decreto-21536-15-junho-1932-517361-publicacaooriginal-1-pe.html> . Acesso em 29/05/2019.



governance

Referido decreto não estabelecia qualquer limite para emissão de ações preferenciais e Trajano de Miranda Valverde¹²⁷ se refere à existência de empresas constituídas com capital representado por 90% de ações preferenciais sem direito de voto.

O Decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, a antiga Lei Societária, dispôs sobre as sociedades por ações e limitou a 50% do capital social a emissão de ações preferenciais sem direito de voto.

Já a Lei nº 6.404/76, que revogou o Decreto-Lei nº 2.627/40, quando da sua edição, ampliou o limite para permitir que ações preferencias representassem até 2/3 do capital das companhias, incluindo no mesmo as ações com voto restrito. Tal mudança de proporcionalidade possibilitou a ocorrência de situações em que o controle de uma companhia poderia ser exercido com a participação de apenas 16,66% no seu capital social.

Não obstante, referido dispositivo foi alterado pela Lei nº 10.303/01, que limitou o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, a 50% do total das ações emitidas.

¹²⁷ Sociedade por Ações - Editora Forense – 1941



Governance

governança
e mercado de
capitais
