

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO
FECAP**

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS

VITOR LEONARDO PAJOSSE DE PAULA

**ANÁLISE DO QUÓRUM DAS ASSEMBLEIAS DE
ACIONISTAS NO BRASIL APÓS A IMPLEMENTAÇÃO DO
VOTO A DISTÂNCIA**

São Paulo

2020

VITOR LEONARDO PAJOSSE DE PAULA

**ANÁLISE DO QUÓRUM DAS ASSEMBLEIAS DE
ACIONISTAS NO BRASIL APÓS A IMPLEMENTAÇÃO DO
VOTO A DISTÂNCIA**

Artigo apresentado ao Programa de Mestrado em Administração de Empresas do Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira

São Paulo

2020

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO - FECAP
CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

Prof. Dr. Edison Simoni da Silva
Reitor

Prof. Dr. Ronaldo Fróes de Carvalho
Pró-reitor de Graduação

Prof. Dr. Alexandre Garcia
Pró-reitor de Pós-Graduação

FICHA CATALOGRÁFICA

P324a

Paula, Vitor Leonardo Pajosse de

Análise do Quórum das Assembleias de Acionistas no Brasil após a Implementação do Voto a Distância / Vitor Leonardo Pajosse de Paula. - - São Paulo, 2020.

52 f.

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira

Artigo (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Centro Universitário Álvares Penteado – Programa de Mestrado Profissional em Administração com Ênfase em Finanças.

1. Governança corporativa. 2. Acionistas - Assembleias. 3. Voto.

CDD 658.046

Bibliotecário responsável: Elba Lopes, CRB- 8/9622

VITOR LEONARDO PAJOSSE DE PAULA

**ANÁLISE DO QUORUM EM ASSEMBLEIAS DE ACIONISTAS NO BRASIL APÓS
A IMPLEMENTAÇÃO DO VOTO A DISTÂNCIA**

Artigo apresentada ao Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Valdir Carlos Pereira Filho
INSPER

Prof. Dr. Eduardo Pozzi
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 11 de fevereiro de 2020.

Dedicatória

À minha família, em especial aos meus pais e à minha esposa, que foram minha base e meu apoio durante estes árduos anos de dedicação aos estudos. Que nós possamos continuar trilhando nossos caminhos juntos e que nunca nos falte forças para seguir adiante, enfrentando os desafios que a vida impõe.

Agradecimentos

Agradeço a Deus pela oportunidade de concluir mais esta etapa.

Agradeço aos professores e colegas de curso pelo suporte e auxílio.

Em especial, agradeço aos professores Alexandre, Eduardo e Valdir pela disponibilidade e dedicação.

Análise do quórum das assembleias de acionistas no Brasil após a implementação do voto a distância

Vitor Leonardo Pajosse De Paula

Mestre em Administração

E-mail: paula.vitor@edu.fecap.br

Resumo

Segundo estudos e entendimento de mercado, a baixa participação em assembleias de acionistas precisa ser sanada com novos métodos para votação que facilitem a participação e reduzam seus custos. Visando suprir esta lacuna, este trabalho analisou o quórum nas assembleias de empresas que compõe o IBrX 100, realizadas entre 2014 e 2019, observando como resultado um aumento no quórum médio das assembleias após a adoção de um sistema de votação a distância. Adicionalmente, o trabalho analisou estatisticamente a relação entre variáveis de características corporativas e o quórum das assembleias, onde verificou-se a relação das variáveis Liquidez Acionária e Dividend Yield com uma menor participação em assembleias. Por outro lado, verificou-se a relação das variáveis ROA, ROE, tamanho da empresa, concentração acionária e votação a distância com uma maior participação em assembleias. O resultado para a variável votação a distância validou o resultado encontrado no objetivo principal do trabalho, de que houve aumento no quórum das assembleias. De maneira inovadora, foram realizadas entrevistas com participantes de mercado para analisar qualitativamente sua percepção sobre a adoção de mecanismos de votação a distância no Brasil, onde observou-se a percepção de que houve um avanço na legislação, porém, sem divulgação para o pequeno acionista e tampouco iniciativas para motivá-los a participar das assembleias. Observou-se que o mercado precisa evoluir, buscando novas formas para engajamento dos acionistas, destacando que ferramentas de votação a distância, se bem trabalhadas, poderão aumentar a participação nas assembleias.

Palavras-chave: Assembleia de Acionistas; Votação a distância; Instrução CVM 561/2015; Quórum; Ativismo acionário.

Analysis of shareholder participation in the Brazilian shareholder meetings after the adoption of remote voting mechanisms.

Vitor Leonardo Pajosse de Paula

Master in Business

E-mail: paula.vitor@edu.fecap.br

Abstract

According to the research and the market understanding, the low adherence to shareholders' meetings needs to be improved by new methods that facilitate the shareholder participation and reduce the costs. By analyzing the quorum in the meetings held between 2014 and 2019 for Brazilian Companies listed in the IBRX 100 Index, this research found an increase in the meeting's average quorum after the remote voting methodology implementation. In addition, it was analyzed the relation between corporate characteristics' variables and the meetings' quorum, where It was verified the relation of the variables stock liquidity and dividend yield with the lower participation in meetings. On the other hand, there was a relationship of the variables ROA, ROE, company's size, shareholding ownership and remote voting with a higher participation in the meetings. The result for the remote voting variable is aligned with the result found in this paper's main objective, that was an increase in the meeting's quorum. Applying a new approach, some market participants were interviewed to qualitatively analyze their perception of the remote voting mechanisms in Brazil, where we found the perception that there was an advance in the legislation but without initiatives to engage the small shareholders. It was found that the market needs to evolve, looking for new ways for the shareholder's participation, highlighting that remote voting tools, if correctly applied, can increase the meetings' attendance levels.

Keywords: Shareholder Meetings; Remote Voting; CVM Instruction nº 561/2015; Quorum; Shareholder Activism.

1 Introdução

Todos os anos inúmeras corporações do mundo todo convocam seus acionistas para a tomada de decisões relevantes, pela realização de assembleias de acionistas. Segundo Bach e Metzger (2018), a popularidade das assembleias como ferramenta de governança baseia-se na premissa de que é a arena na qual tanto a administração quanto seus críticos podem buscar apoio dos acionistas de maneira competitiva.

Verifica-se uma carência de estudos sobre este tema. Segundo Zetzsche (2005), em que pese ter sido negligenciado por muitos anos, a globalização e a digitalização são fatores motivacionais para o recente crescimento do interesse em assembleias de acionistas.

Lafarre (2017) destaca que poucos estudiosos têm prestado atenção nas taxas de participação, embora as taxas de participação, em vez de analisar o comportamento eleitoral, contribuem para a análise das funções teóricas da assembleia.

Podemos perceber barreiras logísticas, financeiras e culturais que reduzem os níveis de exercício do direito de voto. Por outro lado, a utilização de novas tecnologias pode reduzir o custo econômico e logístico do voto (Barrat Esteve, 2006), assim, diversas iniciativas no mundo todo tentam facilitar a adoção de ferramentas que permitam uma votação à distância nas assembleias de acionistas.

O ordenamento jurídico brasileiro estabelece aos acionistas o direito ao voto em assembleias nos termos da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das SAs”), podendo ser exercido presencialmente, por intermédio de um procurador e, mais recentemente, a distância, nos termos da Instrução CVM nº 561, de 07 de abril de 2015 (“Instrução CVM 561/2015”).

A adoção de um sistema de votação a distância foi elogiada por instituições como a bolsa de valores brasileira, B3 S.A - Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”), e Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”), que destacaram que os custos elevados influenciam o alto índice de absenteísmo em assembleias e que o voto a distância pode contribuir para o aumento do ativismo societário por ser um facilitador (Comissão de Valores Mobiliários [CVM], 2014).

Nesta linha, estudos concluem que a baixa adesão às assembleias de acionistas precisa ser sanada com a adoção de novos métodos para votação (Beuthel, 2006) e que na medida em que a votação se torne menos cara, devemos esperar um aumento no ativismo acionário (Zetzsche, 2005).

Partindo da premissa teórica de que uma votação menos custosa aumentaria o interesse dos acionistas no exercício do voto, o presente trabalho teve como objetivo principal verificar

se o quórum médio das assembleias gerais de acionistas no Brasil aumentou após a adoção de um sistema de votação a distância.

Baseado na análise do quórum das assembleias das empresas listadas no Índice Brasil 100 (“IBrX 100”) realizadas nos três anos anteriores à obrigatoriedade da adoção de ferramentas para votação a distância (anos de 2014 a 2016) em comparação com o quórum das assembleias nos anos após a adoção destas ferramentas (anos de 2017 a 2019), foi desenvolvido um teste de hipóteses para a diferença entre as médias de quórum apuradas, afim de responder a pergunta de pesquisa: **O quórum das assembleias de acionistas no Brasil aumentou após a adoção de mecanismos para voto a distância?**

Considerando as premissas que nortearam a Instrução CVM 561/2015, de que os custos e burocracia para votação presencial afastam os acionistas das assembleias (CVM, 2014), esperar-se-ia um aumento do quórum médio após a implantação do voto a distância em relação ao período que não havia a obrigatoriedade desta possibilidade de voto.

Adicionalmente, Okimura (2003) destacou que pode haver a transferência de recursos da empresa pelo acionista controlador, em detrimento aos demais acionistas e que variáveis estrutura de propriedade, controle e desempenho são mais evidentes à percepção dos investidores quando da fiscalização aos controladores. Uma das ferramentas de fiscalização disponível para os acionistas seria a participação nas assembleias gerais (Proctor & Miles, 2003).

Christophersen e Lurfaldet (2014) identificaram algumas variáveis determinantes da participação em reuniões de empresas norueguesas listadas na Bolsa de Oslo entre 2009 e 2013, assim como Aggarwal, Erel e Starks (2015) utilizaram-se de variáveis de características corporativas de Tamanho, Capex, ROA e Retorno para verificar indicações de que o apoio para propostas de acionistas é menor ou maior de acordo com estas características.

Van der Elst (2011) utilizou-se de uma amostra da participação nas assembleias gerais anuais de empresas europeias para verificar se a participação no voto dos acionistas é significativamente diferente de acordo com a estrutura acionária da empresa, desempenho corporativo e outros mecanismos de governança.

Lafarre (2017) analisou um conjunto de dados de painel com informações sobre taxas de participação, comportamento e estruturas de propriedade de empresas listadas em sete países europeus para verificar quais fatores contribuem para a participação dos acionistas em assembleia.

Assim, como primeiro objetivo específico, seguindo modelos adotados por trabalhos anteriores, foi aplicada uma regressão linear múltipla para avaliar se variáveis que possuem

relação com o valor da empresa têm relação com o nível de participação dos acionistas em assembleias, buscando avaliar quais características corporativas, determinadas pelas variáveis de liquidez, alavancagem financeira, tamanho da empresa, desempenho, concentração acionária e votação a distância, podem ter uma correlação com uma maior participação acionária nas assembleias.

Ademais, existem poucos trabalhos que analisam de maneira qualitativa a participação dos acionistas em votações a distância. Sharma, Konojia e Gupta (2018) compararam as opiniões de acionistas e representantes de empresas sobre diferentes aspectos ligados a iniciativas eletrônicas para votação em assembleia de acionistas na Índia, buscando esclarecer questões como o nível de adoção do modo eletrônico e fatores que podem influenciar a participação eletrônica ou física, além de buscar a percepção das companhias sobre tais iniciativas.

Nesta linha, como segundo objetivo específico, buscou-se a percepção sobre as ferramentas para votação a distância das partes envolvidas no processo de votação no mercado brasileiro.

Trata-se de uma abordagem inovadora para o tema, ainda não encontrada em pesquisas anteriores voltadas para votação em assembleias de acionistas no mercado brasileiro.

Utilizando-se da análise fenomenológica a partir de dados coletados em entrevistas com companhias, agentes de custódia e representantes de acionistas, buscou-se a percepção destes sobre os aspectos relevantes encontrados no referencial teórico, a fim de relacionar os estudos acadêmicos com a realidade do mercado brasileiro.

O trabalho contribui para a literatura de finanças ao demonstrar se o interesse do investidor em participar das decisões da companhia aumenta na medida em que os custos para tal exercício diminuem e, também, ao verificar quais variáveis podem ter alguma relação com o nível de participação dos acionistas.

Além disso, contribui para a literatura jurídica ao explorar os aspectos do direito de voto em assembleias, e em especial da Instrução da CVM que regulamentou a utilização do voto a distância pelas companhias abertas brasileiras.

O trabalho foi dividido em revisão de literatura, metodologia de pesquisa e base de dados, desenvolvimento do modelo, resultados e conclusões.

2 Revisão da Literatura

As discussões em torno do tema votação em assembleias de acionistas estão diretamente ligadas aos conceitos de governança corporativa e ativismo acionário, além de estar presente em matérias de direito e legislação. Trabalhos acadêmicos sobre tal tema transitam entre conceitos de finanças corporativas e de direito societário.

O exercício do voto em assembleia é peça fundamental ao ativismo acionário e governança corporativa, sendo que sem a ameaça de votos dissidentes por parte dos acionistas, outros mecanismos de ativismo como reclamações privadas ou públicas e venda ações seriam menos eficientes (Iliev, Lins, Miller, & Roth, 2015).

As reuniões de acionistas cumprem propósitos voltados a Governança Corporativa (Zetsche, 2007) e os investidores institucionais tornaram-se os acionistas dominantes em muitas empresas com capacidade de alterar a agenda de uma empresa por meio de várias abordagens, incluindo votação em assembleias (Aggarwal et al., 2015).

A importância do uso dos direitos de voto é um tema comum na agenda de investimento responsável vez que uma Assembleia Geral é fórum formal para a empresa apresentar aos acionistas assuntos importantes para sua estratégia, administração e supervisão, e para acionistas para colocar perguntas ao conselho e votar sobre questões colocadas antes da assembleia (Hewitt, 2011).

A pesquisa utilizou conceitos encontrados em trabalhos que tratam de aspectos de governança corporativa, mais especificamente em estudos sobre a relação entre administradores e acionistas, vez que o exercício do direito de voto dá materialidade ao impulso do controle sobre os valores privados submetidos ao risco da empresa (Robert, 2014) e mecanismos de governança são cruciais para disciplinar os gerentes e maximizar o valor do acionista (Harris & Raviv, 2010).

2.1 Governança corporativa

Diversos estudos exploram os níveis de governança corporativa nas empresas de capital aberto, abordando aspectos teóricos e práticos buscando analisar como a governança corporativa afetam as corporações.

Segundo Sharma et al. (2018) governança corporativa é a atuação de várias pessoas com diferentes funções para supervisionar o funcionamento e administração da empresa em dos acionistas e de partes interessadas.

A governança corporativa ganhou espaço na literatura acadêmica devido ao movimento de grupos de investidores e acionistas minoritários, vez que estuda os princípios e mecanismos que governam o processo decisório (Escuder & Miashiro, 2006).

Sobre as eventuais disputas entre acionistas minoritários e majoritários, Silveira e Dias (2007) investigaram o impacto da divulgação de disputas entre grupos controladores e minoritários sobre o valor das ações de empresas brasileiras, constatando um forte retorno acumulado anormal negativo das ações, subsequentemente à veiculação de notícias sobre tais disputas, evidenciando a importância da adoção de boas práticas de governança corporativa pelas empresas afim de maximizarem seu valor de mercado.

Ainda na linha de pesquisa sobre governança corporativa, Silveira (2004) avaliou as variáveis relacionadas à proteção do investidor em nível corporativo e sua influência numa maior concentração de propriedade e controle das empresas.

Segundo Silveira e Barros (2008), empresas maiores, com fluxo de caixa livre, podem possuir maiores problemas de agência, compensado com melhores práticas de governança, enquanto empresas menores tendem a um crescimento maior, necessitando de capital externo, sendo que ambas possuem incentivos adoção de melhores práticas de governança corporativa.

Sobre a estrutura de governança corporativa e sua relevância para o valor das companhias abertas, ao aplicar uma regressão múltipla com variáveis de separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho, tamanho do conselho e grau de independência do conselho, constatou-se que as empresas que têm pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho são mais valorizadas pelo mercado (Silveira, Barros, & Famá, 2003).

Jensen e Meckling (1976) estudaram a relação entre administradores e acionistas, sendo referência nos estudos dos conflitos de agência e Van der Elst e Lafarre (2017) defendem que do ponto de vista da teoria de agência, a reunião é uma solução importante de direito societário para mitigar os problemas que existem entre acionistas e gerentes de grandes empresas.

Sobre o processo de votação em assembleia de acionistas, Iliev et al. (2015) concluíram que este é um importante mecanismo pelo qual a governança corporativa é exercida em todo o mundo. Hewitt (2011) ressalta que a importância do voto nas assembleias de acionistas aumentou nas últimas décadas, acelerando nos últimos anos e é amplamente aceito que o uso dos direitos dos acionistas, especialmente por investidores institucionais, hoje predominantes, é um ingrediente-chave para propriedade responsável.

Lafarre (2017) complementa que a legislação societária busca mitigar problemas de agência no ambiente corporativo e que grande parte do monitoramento por parte dos acionistas

ocorreria durante a Assembleia Geral Ordinária, sendo que sua importância teórica na governança corporativa é amplamente reconhecida pelos estudiosos.

Aggarwal et al. (2015) destacam que acionistas minoritários podem utilizar seu voto para chamar a atenção do público para questões relevantes a fim de criar influência suficiente para alcançar um objetivo de mudança na empresa pressionando o conselho de administração a adotar tais mudanças. Este entendimento é corroborado por Thomas e Cotter (2015) que evidenciou que algumas propostas enviadas pelos investidores são posteriormente retiradas porque a empresa negociou uma solução satisfatória do problema com o proponente.

Buchanan, Netter e Yang (2010) descobriram que, depois de receber uma proposta dos acionistas, é mais provável que as empresas americanas substituam os CEOs e separe os cargos de CEO e de presidente, semelhante às descobertas de Iliev et al. (2015) de que porcentagens significativas de votos dissidentes são seguidas por mudanças no quadro, políticas, remuneração ou outras políticas ao longo do próximo ano.

2.2 Assembleia de acionistas

Nas companhias de capital aberto, a tomada de decisões dá-se pela participação dos acionistas nas deliberações propostas nas assembleias. Ascarelli (1945) defende que a deliberação da assembleia exprime a vontade social resultante do concurso de outras tantas vontades diversas que concorrem justamente em formar a vontade do sujeito-sociedade.

Todas as deliberações tomadas em assembleias dizem respeito aos interesses da companhia e alcançam a comunidade com a qual ela se relaciona, tratando, portanto, das práticas que transformam os processos deliberativos em ato válido e vinculativo para a companhia e seus acionistas (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2010).

Sob a doutrina tradicional, as reuniões de acionistas cumprem três propósitos: a disseminação de informação; a comunicação entre acionistas e administração; e a votação, além de desencadear a revisão das atividades da administração (Zetsche, 2007). Investidores institucionais, investidores ativistas ou não, têm com seu voto o poder para influenciar a política corporativa (Aggarwal et al., 2015).

Decisões fundamentais para o bom funcionamento da companhia são tomadas nas assembleias. Dentre as inúmeras matérias que podem ser deliberadas pelos acionistas, temos a eleição de membros dos conselhos de Administração e Fiscal, aprovação das contas, alterações no estatuto social, dentre outras.

Hewitt (2011) ressalta que empresas e investidores têm um interesse comum em chegar a acordo sobre questões estratégicas importantes, o que faz com que investidores usem seu voto

para apoiar a administração ou usando sua intenção de votar como alavanca para obter um acordo fora da assembleia.

As assembleias tornaram-se uma plataforma de relações com investidores e valiosa ferramenta de comunicação entre empresa e acionistas, sendo que muitas empresas estão incentivando investidores individuais a comparecerem a suas assembleias, fornecendo amostras de seus produtos, realizando eventos em conjunto com a reunião, ou mesa-redonda com acionistas após a assembleia como um fórum para acionistas compartilharem suas opiniões (Iwatani & Taki, 2009).

Ali e Samat (2014) defendem que o conceito de assembleias de acionistas precisa evoluir, enquanto Zetzsche (2005) relata que as leis sobre assembleias de acionistas permanecem confusas no mundo todo, sendo objeto de legislações federais, estaduais, regulamentos de valores mobiliários, leis societárias oficiais e não oficiais, códigos de governança e uma infinidade de regras de listagem emitidas pelas bolsas de valores.

No Brasil, a Lei das SAs define que a Assembleia Geral tem poderes para decidir os negócios relativos ao objeto da companhia e ações visando sua defesa e desenvolvimento¹, sendo que por definição legal as assembleias podem ser classificadas entre Assembleias Gerais Ordinárias (AGOs) e Assembleias Gerais Extraordinárias (AGEs)².

Ainda que seja um valioso instrumento para o ativismo acionário, cabe destacar que o direito de voto não é um dos direitos essenciais dos acionistas³, uma vez que pode haver restrição do direito de voto a alguns tipos de ação, de acordo o estatuto social da companhia.

O problema de falta de quórum nas assembleias afeta diretamente o poder de fiscalização por parte dos acionistas minoritários. Nesta linha, o controle se caracteriza mais pela ausência do que pela presença, dado o grande absenteísmo por parte dos pequenos acionistas nas assembleias (Requião, 2014).

As assembleias de acionistas, como são praticadas atualmente, deixam muito a desejar e são pouco frequentadas por acionistas, a maioria dos quais considera visitas de analistas e contato direto com gestão como formas mais eficazes de influenciar a governança e direção comercial das empresas (Boros, 2004).

¹ Ver capítulo XI da lei das SAs

² Artigo 131 da Lei das SAs

³ Ver Seção II da Lei das SAs

Parte dos estudiosos aceita a passividade dos acionistas como inevitável, defendendo que os acionistas tendem a confiar em forças de mercado, não se importando sobre o exercício do voto, exceto em casos extremos (Black, 1990).

Ao analisarmos o absenteísmo dos acionistas nas assembleias precisamos levar em conta a relação custo-benefício para exercício do voto, considerando que custos elevados podem desmotivar a participação de minoritários.

Nesta linha, Edelman e Thomas (2003) defendem que a probabilidade de um único voto ser o fator decisivo é baixa e, portanto, o valor esperado do voto é extraordinariamente pequeno e o benefício da votação quase nunca excederá o custo de exercício do voto.

Ainda que os altos índices de absenteísmo demonstrem a falta de interesse em votar, Iliev et al. (2015) destaca que coletivamente, as evidências demonstram que o processo de votação é um método de ativismo acionista eficaz vez que os gerentes costumam ouvir os votos divergentes quando da adoção de mudanças nas empresas.

2.3 Votação presencial e por procuração

A forma mais conhecida para o exercício do voto é pelo próprio acionista, *in loco* no local de realização da assembleia, entretanto, a Lei das SAs também prevê o exercício do voto por procurador⁴.

O voto por procuração evoluiu, passando de instrumento de pouca importância para valiosa ferramenta que pode afetar o comportamento corporativo, sendo um aspecto importante da governança (Aggarwal et al., 2015), uma vez que o procurador presente na assembleia age mediante uma concessão de autoridade por parte de um acionista e que permite que ele participe das deliberações das assembleias com suas ações (Ross, 2015).

Votações presenciais ou por procuração têm como característica a necessidade da presença física (do acionista ou do procurador) na sede da companhia por ocasião da realização da assembleia, trazendo inúmeros desafios e custos aos acionistas.

O primeiro aspecto a considerar seriam as dificuldades com a logística para participação. Observando as datas de realização das AGOs no 2019 para as 96 companhias listadas no IBrX 100, podemos observar que houve uma concentração entre os dias 22 e 30 de abril de 2019, quando foram realizadas 65 assembleias, destacando-se a realização de 17 assembleias no dia 30 de abril de 2019, o que impossibilitaria a participação de acionistas na forma presencial em eventos que ocorram no mesmo momento.

⁴ Ver § 1º do artigo 126 da Lei das SAs

Ainda que o acionista utilize o voto por procuração, enviando um procurador para representá-lo em cada assembleia, outro aspecto a considerar seriam os custos.

Primeiramente o acionista precisaria arcar com os custos para emissão da procuração e honorários para seus procuradores, depois, existem custos para locomoção para participação nas assembleias. Teorias de finanças corporativas evidenciaram que o ideal é que as exigências regulamentais diminuam os custos do engajamento dos acionistas (Harris & Raviv, 2010).

Novamente observando as 96 companhias listadas no IBrX 100 em agosto de 2019, podemos verificar que elas estão presentes em 29 cidades de 11 estados brasileiros, o que demandaria elevados custos de locomoção para os acionistas interessados em participar das assembleias.

Observando-se a localização geográfica de tais companhias, podemos constatar uma concentração de empresas localizadas na região Sudeste e uma ausência de empresas localizadas na região Norte do País.

Na ocasião da realização da Audiência Pública SDM N° 9/2014 a CVM listou algumas das dificuldades dos acionistas no exercício do voto, destacando-se as exigências documentais e burocráticas que têm contribuído para uma presença reduzida, custosa e burocrática, em especial para os investidores estrangeiros que desejam exercer o direito de voto.

Este problema não é exclusividade do Brasil. Segundo Iwatani e Taki (2009) a concentração de assembleias acontece no Japão, destacando que tem havido redução nos seus percentuais, onde 93,8% das empresas listadas em 1997 realizaram a AGO em um mesmo dia em 1997 e 56,2% das empresas listadas realizaram a AGO em um mesmo dia em 2007.

Sharma et al. (2018) relatam que na Alemanha, de 1998 a 2005 a presença dos acionistas nas assembleias caiu 25% motivada por participação acionária dispersa, imobilidade de investidores estrangeiros, falta de crença dos pequenos acionistas em fazer uma mudança e falta de vontade de gastar tempo e dinheiro.

Algumas iniciativas tentam reduzir os custos de participação dos acionistas. Na Nova Zelândia as assembleias dispersas reduziram os custos para os acionistas e estão se tornando mais populares, existindo casos de grandes empresas que transmitem suas assembleias em múltiplos locais (Cordery, 2005).

2.4 Votação a distância

Os avanços tecnológicos vêm permitindo inovações em diversas atividades e em todos os campos de atuação, incluindo processos tradicionalmente presenciais como é o caso das votações.

Novas tecnologias permitem que as informações circulem em tempo real, sem necessidade de locomoção física, gerando novas formas de comunicação que possibilitam que pessoas ao redor do mundo se reúnam por teleconferências ou videoconferências, reduzindo custos e aumentando a eficiência dos processos.

A utilização de mecanismos para exercício do voto a distância não é exclusividade do direito societário, uma vez que existem movimentos em todo o mundo para a utilização de votação a distância para eleição de representantes (eleições parlamentares e governamentais), sendo a Estônia foi um dos países pioneiros na adoção destas ferramentas.

Para Sal (2015), a adoção do voto a distância por quase metade da população da Estônia é um sucesso inquestionável, porém, para Vassil, Solvak, Vinkel, Trechsel, e Alvarez (2016) os efeitos positivos da introdução de novas tecnologias no processo eleitoral na Estônia ocorreram apenas após um período de três anos de amadurecimento.

Houston, Yao, Okoli e Watson (2004), concluem que governos e organizações que desejam melhorar a participação em votações precisam tornar o processo mais conveniente e disponível para os participantes, sendo o voto remoto uma opção viável.

Norris (2002) classifica o voto a distância como análogo a outras ferramentas facilitadoras de voto, como por exemplo o voto por correio, que surtiram pouco efeito no aumento de quórum de eleições.

Por outro lado, Gantchev e Giannetti (2019) ressaltam que, embora a diminuição do custo para exercício do ativismo acionário possa ser benéfica, essa forma de democracia acionária exige crucialmente que os investidores se informem antes da votação para serem capazes de discernir entre boas e más propostas.

2.5 Votação a distância no ambiente societário

Dada a necessidade de melhoria no processo de votação em assembleias de acionistas, legisladores e reguladores do mundo todo vêm trabalhando em normas que permitam a participação a distância, resultando em diversos avanços nas legislações societárias pelo mundo.

Boros (2004) divide as formas de exercício de votação a distância em: I- voto por procuração eletrônica com autenticação eletrônica e envio de procurações para a empresa; II- voto eletrônico remoto (direto) onde os acionistas exercem o direito de voto em nome próprio embora não compareçam fisicamente a reunião; e III- assembleias virtuais, que não envolvem um encontro físico, mas que ocorrem em um formulário eletrônico por meio de votação remota.

Sharma et al. (2018) dividem as assembleias virtuais em híbridas, que ocorrem em um local físico e simultaneamente online com opção participar física ou eletronicamente e reunião virtual, onde nenhum lugar físico é escolhido para a reunião e todos participam eletronicamente.

Na mesma linha, Zetsche (2007) faz um comparativo da votação a distância por meio eletrônico no Canadá, França, Alemanha, Suíça, Reino Unido e Estados Unidos.

Tabela 1
Voto Eletrônico

País	Voto por Procuração (Eletrônico)	Voto Direto (Eletrônico)	Assembleia Virtual
Canadá	Permitido	Salvo disposição em contrário no estatuto e se a empresa disponibilizar esse recurso de comunicação	Se o estatuto permitir
França	Permitido	Se o estatuto permitir	-
Alemanha	Em relação à empresa: se o estatuto assim fornecer ou se o acionista usar assinatura digital qualificada / Em relação ao intermediário: permitido	Não permitido	-
Suíça	Procuração escrita ou eletrônica assinada com uma assinatura digital qualificada; instruções eletrônicas para procuração sujeitas a critério administrativo	Não permitido	-
Reino Unido	Permitido, se a empresa fornecer endereço eletrônico no instrumento de procuração ou convite para nomear uma procuração	Jurisprudência pouco clara; legislativo passivo	-
Estados Unidos	E-Sign Act: Permitido Delaware General Corporation Law: Sujeito a critério da administração; Revised Model Business Corporation Act: Permitido	Delaware General Corporation Law: Sujeito a critério da administração; Revised Model Business Corporation Act: Não permitido	Delaware General Corporation Law: Se o conselho estiver autorizado a determinar o local da reunião: sujeito a critério da administração Revised Model Business Corporation Act: Não permitido

Nota: Adaptado de “Virtual Shareholder Meetings and the European Shareholder Rights Directive -Challenges and Opportunities” de D. A. Zetsche, 2007, CBC-RPS No. 0029.

Robert (2014) relata os aspectos jurídicos que possibilitaram a adoção de mecanismos para votação a distância nos Estados Unidos⁵, Países da Comunidade Europeia⁶, a destacar a Inglaterra⁷, Alemanha⁸ e França⁹, Japão¹⁰ e Hong Kong¹¹.

⁵ Ver Regulação Delaware

⁶ Ver Diretiva 2007/36/CE

⁷ Ver Companies Act de 2006

⁸ Ver art. 118 da Aktiengesetz

⁹ Ver Code de Commerce

¹⁰ Ver art. 312 da lei societária

¹¹ Ver art. 547 da New Companies Ordinance

Strätling (2003) relata opiniões sobre as assembleias de empresas do Reino Unido que são transmitidas na Internet, via texto, destacando o aspecto negativo de que a linguagem corporal dos diretores e dos acionistas pode ser uma indicação da gravidade das questões discutidas e da confiança de uma declaração, mostrando uma clara preferência por links combinados de vídeo e voz.

Zetzsche (2005) ressalta que existem argumentos sobre uma reunião de acionistas verdadeiramente virtual não proporcionar oportunidades suficientes para interações entre os participantes e isso afetaria negativamente as deliberações das assembleias.

2.6 Votação a distância no direito societário brasileiro

Assim como os países que modernizaram suas leis societárias para acomodar a adoção de voto a distância, no Brasil a legislação precisou evoluir, passando por exemplo a aceitar procurações eletrônicas para Pedidos Públicos e procuração em assembleias, conforme a Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009 (“Instrução CVM 481/2009”).

O ordenamento jurídico brasileiro estabelece aos acionistas o direito ao voto em assembleias nos termos da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das SAs”), sendo que este direito só poderia ser exercido presencialmente ou por intermédio de um procurador.

A Lei 12.431/2011, de 24 de junho de 2011, incluiu a possibilidade de votação a distância nas assembleias gerais de acionistas, deixando sob responsabilidade da CVM a definição da forma e regulação deste tipo de votação.

Somente no ano de 2015, com a publicação da Instrução CVM nº 561, de 07 de abril de 2015 (“Instrução CVM 561/2015”), a CVM, no exercício de suas funções regulatórias, estabeleceu prazos e normas para as companhias brasileiras oferecerem meios de votação a distância para seus acionistas.

Para fins de comparação, o estado de Delaware, nos Estados Unidos, alterou sua legislação no ano 2000, autorizando as companhias a realizarem assembleias totalmente por meios eletrônicos, sendo posteriormente seguido por outros estados americanos (Fairfax, 2010).

Tratando especificamente da possibilidade de exercício do voto a distância, a CVM iniciou discussões com participantes do mercado por volta do ano de 2014, tratando o tema em audiência pública que contou com a participação de entidades como BM&F Bovespa (atual B3), Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC), ANBIMA, Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI), Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA), além da participação de diversos escritórios de advocacia interessados no tema.

Nesta oportunidade foram pautados diversos assuntos sobre votação a distância, abordando aspectos legais, tecnológicos e operacionais que pudessem auxiliar a implementação deste processo no mercado brasileiro.

Foi destacado que a adoção deste tipo de votação pode facilitar, simplificar e mesmo reduzir custos relacionados ao exercício do direito de voto, incrementando o envolvimento de acionistas com os assuntos da companhia (CVM, 2014).

Considerando as sugestões e preocupações pautadas na audiência pública, a CVM publicou a Instrução CVM 561/2015 que regulamentou o exercício do voto a distância.

Dentre as diversas regras impostas pela norma, podemos destacar a obrigatoriedade de adoção do voto a distância, a partir de 01 de janeiro de 2017, para as empresas com ações presentes no Índice Bovespa para todas as Assembleias Gerais Ordinárias e para Assembleias Gerais Extraordinárias que tratem de eleição de membros dos conselhos de administração e fiscal.

Pode-se considerar a publicação desta instrução como um marco para o direito societário brasileiro, na medida que ela trouxe uma grande inovação para o processo de votação em assembleias.

Cabe ressaltar que por mais que o exercício do direito de voto a distância esteja assegurado pela evolução da legislação, o direito de participação nas assembleias ainda não pode ser garantido em sua versão remota (Robert, 2014), uma vez que o acionista apenas envia sua manifestação de voto, mas não participa das discussões durante a deliberação.

2.7 Modelo de votação a distância no Brasil

Com a implementação de meios para votação a distância, atualmente podemos dividir as reuniões de acionistas no em três modelos: voto por procuração eletrônica, voto eletrônico remoto direto e reuniões virtuais (Boros, 2004).

O Brasil adotou um modelo de votação a distância por voto eletrônico direto, sendo exercido pelo acionista através do seu agente de custódia, que é responsável pelo envio da instrução de voto para a Central Depositária.

Operacionalmente, a comunicação entre agentes de custódia e central depositária é feita através da troca de arquivos padronizados ou através de um sistema web, sendo que a forma de envio de instruções pelo acionista é definida por cada agente de custódia.

A instrução CVM 561/2015 estabeleceu que somente agentes de custódia e escrituradores que sejam participantes de depositário central podem prestar serviços de coleta e transmissão de instruções de preenchimento do boletim de voto a distância¹².

Desta forma, considerando que atualmente existe uma única central depositária no Brasil, a B3, podemos considerar que o regulador estabeleceu um monopólio legal, onde a B3 é a única instituição é autorizada a processar as instruções de voto a distância.

Cabe destacar que a B3 cobra pelo serviço de processamento das instruções de votação a distância¹³, diferentemente do modelo de votação a distância Europeu, que veta a cobrança por parte dos depositários para o exercício do voto (Zetsche, 2007).

Um dos grandes desafios para implementação de um sistema seguro de votação a distância é a identificação dos acionistas de forma autenticada, dirimindo o risco de fraudes. Zetsche (2007) relata dificuldades e deficiências quanto à identificação e autenticação dos acionistas no modelo europeu.

O modelo brasileiro não estabeleceu um padrão de autenticação para o envio de instruções de voto, ao invés disso, preferiu utilizar-se da cadeia de prestadores de serviços, neste caso, agentes de custódia e escrituradores, que são responsáveis pelo processamento das instruções de voto a distância e que devem estabelecer meios de verificar se a instrução foi dada pelo acionista, deixando a cargo de cada participante o método de verificação da autenticidade da identidade do acionista¹⁴.

Um aspecto importante a se ressaltar é que ainda que o regulador tenha tornado obrigatório para o depositário a prestação deste serviço, ele é opcional para os agentes de custódia, ou seja, o acionista deve verificar se seu prestador oferece este serviço e pode estar sujeito a uma eventual cobrança adicional.

Outro aspecto que é fonte de grandes discussões no mundo todo é sobre a data de verificação de posição acionária para fins de participação na assembleia (Black & Hu, 2006), uma vez que a definição de uma data de corte pode causar uma dissociação entre a propriedade de registro e propriedade efetiva das ações (Nathan, 2007).

¹² Ver Art. 21-B -§1º da Instrução CVM 561/2015

¹³ Custo de **R\$ 10,73** para Investidores Pessoas Físicas Residentes; **R\$2.147,66** para Instituição depositária emissora de Depositary Receipts; **R\$53,69** para os demais investidores. Disponível na Internet em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/tarifas/servicos-da-central-depositaria/tarifas-de-voto-a-distancia/ - Acesso em 26/11/2019

¹⁴ Ver Art. 21-Q -§1º da Instrução CVM 561/2015

Van der Elst e Lafarre (2017) verificaram as datas bases utilizadas para votação em diversos países da Europa e constataram que este período varia entre 48 horas (Reino Unido e Irlanda) e 28 dias (Holanda).

No modelo brasileiro a identificação da posição detida por cada acionista ficou sob responsabilidade do escriturador, sendo que não existe uma data fixa para verificação desta posição uma vez que a norma regulatória definiu o prazo de até 48 horas antes da assembleia para que o escriturador informe a posição acionária de cada um dos votantes¹⁵, possibilitando que um participante que não é mais detentor das ações no dia da assembleia esteja exercendo o voto sob uma posição de ações que foi vendida alguns dias antes da realização da assembleia.

Além disso, este lapso temporal entre a data de posição e data da assembleia pode ocasionar o problema chamado de “votação vazia” (Black & Hu, 2006), onde há a dissociação dos votos e da propriedade econômica, frequentemente devido a empréstimos de ações que garante ao tomador o direito a voto mas não propriedade econômica, enquanto o doador possui a propriedade econômica sem direito a voto.

3 Metodologia de Pesquisa e Base de Dados

A pesquisa baseou-se na análise documental, utilizando-se de materiais com informações brutas tratadas e interpretadas a fim de buscar algum sentido ou valor nos dados (Silva & Grigolo, 2002), seguida por análise estatística e econométrica dos dados.

A análise do quórum das assembleias foi feita a partir da leitura e análise de cada ata de assembleia, buscando-se as informações referentes ao percentual de participação acionária, que então foram explorados com a aplicação de análises estatísticas e econométricas.

O objetivo do trabalho foi a realização de uma pesquisa descritiva, baseada na observação, análise, classificação e interpretação das informações (Andrade, 2002), seguida por uma análise quantitativa, baseada, neste caso, na aplicação de métodos estatísticos para avaliar o problema de pesquisa.

Para a análise da relação das variáveis corporativas com o quórum das assembleias foi utilizada uma regressão linear múltipla, estimada com método dos mínimos quadrados ordinários, baseada em dados coletados na base de dados do Economática.

Adicionalmente, buscando verificar a percepção sobre as ferramentas para votação a distância das partes envolvidas no processo de votação no mercado brasileiro foi utilizado um método de pesquisa qualitativa conhecido como fenomenologia ou análise fenomenológica.

¹⁵ Ver Art. 21-T - Alínea II da Instrução CVM 561/2015

Segundo Silveira, Fisher e Olivier(2010), os métodos qualitativos são caracterizados pela ação e pela reflexão, sendo marcados por uma abertura na interpretação de seus conceitos, na diversidade de rótulos e rotinas de trabalho que nem sempre podem ser bem estabelecidas.

Para a análise fenomenológica, foram utilizados dados coletados em entrevistas, presenciais ou a distância, por e-mail ou telefone, companhias, agentes de custódia e representantes de acionistas envolvidos no processo de votação no mercado brasileiro.

3.1 Base de dados

A população selecionada para esta pesquisa foram as empresas listadas no IBrX 100 em agosto de 2019, de acordo com a composição da carteira na quarta semana do referido mês.

A escolha deste Índice de empresas deu-se por serem as cem empresas mais bem classificadas por índice de negociabilidade e que foram negociadas em, ao menos, 70% dos pregões dos 12 meses anteriores, sendo que as empresas selecionadas constituem aquelas mais relevantes e representativas no mercado de capitais brasileiro (Angonese, Santos & Lavarda, 2011).

A população inicial contou com as 100 ações listadas no índice, sendo consideradas as Companhias emissoras de cada ação. Assim, para diferentes classes de ações de um mesmo emissor foi considerado apenas um registro, neste caso, Bradesco, Cemig, Eletrobrás e Petrobras contavam com 2 tipos de ações no índice, restando uma base de 96 companhias a serem analisadas.

Selecionada a população para análise, verificou-se a disponibilidade das informações referentes ao quórum em assembleias. Nos termos da Instrução CVM 561/2015, a partir de 1º de janeiro de 2017 as companhias listadas no Índice IBrX 100 passaram a ter a obrigatoriedade de oferecer o voto a distância aos seus acionistas. Assim, buscou-se as informações de quórum referentes às assembleias dos anos de 2014, 2015 e 2016 (período anterior à vigência da norma) e 2017, 2018 e 2019 (período com a vigência da norma).

Foram verificadas as informações de quórum somente para as AGOs devido à obrigatoriedade de adoção de voto a distância para este tipo de assembleia frente à não obrigatoriedade para as AGEs¹⁶.

Para Hewitt (2011) os percentuais ou valores absolutos de quantas ações da empresa estavam representadas na reunião e de que maneira eles foram expressos em cada resolução são

¹⁶ Ver § 1º do artigo 21-A da Instrução CVM 561/2015

o requisito mínimo para a análise significativa de uma reunião da empresa em termos de resultados da votação.

Desta forma, foram analisadas as atas das AGOs disponibilizadas por cada companhia no site da CVM, onde buscou-se as informações sobre a participação acionária durante os 6 anos da pesquisa, excluindo-se, portanto, as companhias para as quais não houvesse informações de quórum para cada um destes anos.

3.1.1 Exclusão por falta de informações e outliers

Primeiramente foram excluídas sete companhias (Azul, Carrefour, Hapvida, Intermédica, Petrobras Distribuidora, IRB Resseguros e Smiles) que tiveram seu processo de abertura de capital posterior ao ano de 2014, não havendo, portanto, informações de quórum de assembleias para todos os anos de estudo.

Na sequência, foram excluídas as companhias cujas atas das assembleias não informou o percentual de presença dos acionistas.

Hewitt (2011) destaca que embora os resultados detalhados das assembleias são raramente vistos como um componente central da disciplina de divulgação da governança e em geral países na tradição anglo-saxônica têm um histórico melhor de divulgação de informações de reuniões enquanto os mercados emergentes e em desenvolvimento tendem a ser caracterizados pela falta de divulgação.

Pôde-se verificar que vinte e três companhias não informaram o quórum das assembleias para todos os anos, sendo que a maior parte destas empresas passaram a informar o quórum das assembleias somente a partir do ano de 2017 quando houve início da vigência da Instrução CVM 561/2015. Outras doze companhias não divulgaram o quórum das assembleias para nenhum dos anos do estudo, limitando-se, em alguns dos casos, a informar a quantidade de ações votante via processo de voto a distância, conforme exigido pela Instrução CVM 561/2015 para as assembleias a partir de 2017, não informando o quórum final de votação.

Tabela 2

Empresas Excluídas

Empresa	Motivo	Empresa	Motivo	Empresa	Motivo
AZUL	AC	GOL	NA	KLABIN S/A	IC
CARREFOUR BR	AC	ITAUSA	NA	LOJAS AMERIC	IC
HAPVIDA	AC	MARCOPOLO	NA	MRV	IC
INTERMEDICA	AC	MULTIPLAN	NA	P.ACUCAR- CBD	IC
IRBBRASIL RE PETROBRAS BR	AC	SUZANO S.A.	NA	PORTO SEGURO	IC
SMILES	AC	AES TIETE E	IC	RUMO S.A.	IC
BRADESCO	NA	BANRISUL	IC	SABESP	IC
BRADESPAR	NA	CEMIG	IC	SANEPAR	IC
BTGP BANCO	NA	CESP	IC	SAO MARTINHO	IC
ENERGIAS BR	NA	CIELO	IC	SID NACIONAL	IC
ENGIE BRASIL	NA	COSAN	IC	SUL AMERICA	IC
GERDAU	NA	ECORODOVIAS	IC	TAESA	IC
GERDAU MET	NA	ELETROBRAS	IC	TENDA	IC
		ENAUTA PART	IC	TRAN PAULIST	IC

Sendo:

AC = Anterior a Abertura de Capital

NA = Não divulgou quórum para nenhum ano

IC = Incompleto. Não divulgou quórum para todos os anos

Cabe destacar que um conjunto de dados pode conter uma ou mais observações com valores muito baixos ou muito altos, que precisam ser revisados para identificar se são *outliers*. Segundo Anderson, Sweeney e Willians (2012), alguns passos precisam ser seguidos para identificação dos *outliers* para decidir se eles devem ser corrigidos, removidos ou mantidos na amostra.

Para o presente estudo, estabelecemos os limites inferiores e superiores para as médias de quórum das assembleias onde pode-se verificar a presença de três empresas com valores muito baixo de quórum e uma empresa com valor muito elevado de quórum.

Primeiramente foi feita a revisão de valores com os valores constantes das atas das assembleias, verificando-se que todos os valores estavam de acordo com o informado pelas companhias.

Na sequência foi feita a análise dos quórums de cada ano, onde pôde-se verificar que três companhias apesar de possuírem percentuais muito baixos ou muito altos de quórum, mantinham uma média constante para o período analisado, não sendo, portanto, consideradas *outliers* para a amostra.

Apenas a companhia COPEL foi considerada *outlier* por possuir uma média de quórum de 62% entre 2014 e 2018, porém possuía um percentual de apenas 22,5% de comparecimento na assembleia de 2019, podendo ser um problema ou erro específico no quórum desta assembleia. Por esta razão ela foi removida da amostra.

3.2 Base de dados final

Considerando a exclusão de 43 companhias, a amostra final contou com 53 companhias, representando 55,20% da quantidade de companhias da população inicial, com participação de 66,75% na composição do IBrX 100.

Tabela 3

Base de Dados Final

Acao	% IBrX 100	Acao	% IBrX 100	Acao	% IBrX 100
AMBEV S/A	4,417%	FLEURY	0,409%	PETROBRAS	9,860%
B2W DIGITAL	0,445%	GAFISA	0,020%	QUALICORP	0,392%
B3	4,972%	HYPERA	0,689%	RAIADROGASIL	1,043%
BBSEGURIDADE	1,200%	IGUATEMI	0,218%	RANDON PART	0,092%
BR MALLS PAR	0,643%	IOCHP-MAXION	0,142%	SANTANDER	0,847%
BRASIL	3,321%	BR	0,847%	BR	0,847%
BRASKEM	0,394%	ITAUNIBANCO	8,681%	SER EDUCA	0,079%
BRF AS	1,737%	JBS	2,460%	SLC AGRICOLA	0,090%
CCR AS	0,970%	KROTON	0,838%	TELEF BRASIL	1,203%
CIA HERING	0,221%	LIGHT S/A	0,255%	TIM PART S/A	0,527%
COPASA	0,252%	LINX	0,247%	TOTVS	0,478%
EZTEC	0,113%	LOCALIZA	1,362%	TUPY	0,061%
CVC BRASIL	0,429%	LOJAS RENNER	2,075%	ULTRAPAR	0,965%
CYRELA REALT	0,345%	M.DIASBRANCO	0,164%	USIMINAS	0,206%
DURATEX	0,199%	MAGAZ LUIZA	1,014%	VALE	7,560%
EMBRAER	0,729%	MARFRIG	0,178%	VIAVAREJO	0,188%
ENERGISA	0,656%	MINERVA	0,061%	WEG	0,913%
EQUATORIAL	1,043%	NATURA	0,585%	YDUQS PART	0,514%
		ODONTOPREV	0,249%		

Portanto, para este estudo, será feita a análise do quórum de cada uma das assembleias gerais ordinárias realizadas entre 2014 e 2019, totalizando 318 observações.

4 Desenvolvimento do Modelo

Primeiramente, buscou-se responder à pergunta de pesquisa: **O quórum das assembleias de acionistas no Brasil aumentou após a adoção de mecanismos para voto a distância?**

Considerando as informações de quórum em assembleias antes e após a implantação do voto a distância foi desenvolvido um teste de hipóteses para validar se houve aumento de quórum no período posterior à adesão do voto a distância.

Segundo Anderson, Sweeney e Willians (2012), em um teste de hipóteses começamos fazendo uma suposição provisória sobre uma população e, em seguida, definimos uma hipótese alternativa, que é o oposto do que é afirmado pela primeira hipótese. Para desenvolvimento das hipóteses recorreremos a literatura sobre quórum das assembleias e votação a distância.

Baston e Ritchie (2004) rejeitaram o voto eletrônico como uma solução e recusaram-se a aceitar a ideia de que o voto eletrônico aumenta a participação dos eleitores porque o estabelecimento de uma rede forte é um pré-requisito para adotar com sucesso o voto eletrônico. Nesta linha, Brimer (2006) constatou que na Alemanha, apenas 29% das empresas tiveram aumento marginal na participação dos eleitores com o voto eletrônico e Saccone (2010) mencionam estatísticas da SEC de que voto de acionistas de varejo diminuiu drasticamente quando o proxy eletrônico foi usado em 2008.

Baseado neste ponto de vista, consideramos como hipótese nula que não houve aumento no quórum das assembleias no período posterior a implantação de mecanismos de votação a distância, sendo:

H0: O quórum médio não aumentou após a adoção do voto a distância (Hipótese Nula)

Por outro lado, Loncke e Jos (2004) explicam que a votação on-line pode levar a uma maior participação, pois votantes que ficam em lugares afastados ou que estão impossibilitados de locomover-se podem votar. Este entendimento é corroborado por grande parte da literatura, que defende que uma votação menos cara deve aumentar o ativismo acionário (Aldrich, 1993; Zetsche, 2005), a votação via web pode aumentar a participação popular (Houston et al., 2004) e um ambiente descentralizado reduz os custos e aumenta a participação (Van der Elst & Lafarre, 2017).

Além disso, este ponto de vista é evidenciado por estudos que mostram que o absentismo caiu 5% após a adoção de votação a distância na Estônia (Sal, 2015) e que mais de 80% dos acionistas preferem voto eletrônico na Índia (Sharma et al., 2018).

Assim, consideramos como hipótese alternativa um possível aumento no quórum das assembleias no período posterior a implantação de mecanismos de votação a distância, sendo:

H1: O quórum médio aumentou após a adoção do voto a distância (Hipótese Alternativa)

Para testar a diferença entre médias aplicou-se o Teste *T de Student* para Amostras Relacionadas afim de verificar a rejeição ou não rejeição da hipótese nula e verificar se o resultado é significativo. Barbetta (2006) afirma este teste permite avaliar se as diferenças observadas entre os dois grupos podem ser meramente justificadas por fatores casuais ou se são reais.

Foi utilizado o seguinte modelo:

$$t = \frac{\bar{x} - \mu}{\frac{S}{\sqrt{n}}}$$

Onde temos:

\bar{x} = Média da Amostra

μ = Média da População

S = Desvio Padrão

n = Número de Observações

As 318 observações da amostra foram divididas em dois grupos, sendo que o primeiro grupo representa o quórum médio de cada empresa no período anterior à obrigatoriedade do voto à distância, pela média aritmética do quórum nos anos de 2014, 2015 e 2016 enquanto o segundo grupo representa o quórum médio de cada uma destas mesmas empresas no período posterior à obrigatoriedade do voto à distância, pela a média aritmética do quórum nos anos de 2017, 2018 e 2019.

Para as companhias B3 e Iguatemi que ofereceram, em caráter experimental, a utilização do sistema de votação a distância nas assembleias gerais do ano de 2016, foram consideradas estas assembleias para cálculo da média do período com possibilidade de votação a distância.

As médias de quórum dos dois grupos foram comparadas utilizando o teste t para amostras independentes com nível de significância de 0,01 para verificar se houve aumento variação após a adoção de mecanismos para votação a distância.

4.1 Variáveis de características corporativas

Existem diversos estudos sobre o comportamento dos acionistas em diversos cenários e situações, porém, o comportamento quanto à participação nas assembleias recebeu menos atenção, existindo poucos trabalhos que estudam os fatores que poderiam explicar por que os acionistas participam das assembleias gerais (Lafarre, 2017).

Hewitt (2011) buscou identificar padrões gerais do comportamento de acionistas em termos de voto nas assembleias. Thomas e Cotter (2015) estudaram como proporção de votos a favor de um acionista está relacionado a variáveis de propriedade, tamanho da empresa e alavancagem.

Aggarwal et al. (2015) analisaram como o poder de voto pode ser influenciado pela opinião pública, verificando sua relação com variáveis de total de ativos em dólares americanos, dívida em ativos, caixa em ativos, investimento em ativos, retorno sobre ativos, e índice de governança.

Christophersen e Lerfaldet (2014) verificaram variáveis como volatilidade, competição, tamanho da empresa, dívida, desempenho e concentração de propriedade como determinantes da participação em reuniões de empresas norueguesas. Van der Elst (2011) abordou como a participação eleitoral é fortemente influenciada pela estrutura acionária da empresa.

Okimura (2003) destaca que os controladores teriam o poder de usufruir de benefícios privados da empresa sendo que os custos desses benefícios seriam compartilhados entre todos os demais acionistas, enquanto Ali e Samat (2014) defendem que potenciais abusos podem ser evitados pela participação e exercício do direito de voto nas assembleias de acionistas.

As conclusões de Okimura (2003) evidenciam a existência de uma relação significativa entre o valor de mercado e o desempenho das empresas brasileiras e sua estrutura de propriedade e controle.

No presente estudo, adotamos algumas variáveis utilizadas no estudo de Okimura (2003), analisando Liquidez, Alavancagem, Tamanho da Empresa, Desempenho e Concentração Acionária e sua relação com o uma maior ou menor adesão dos acionistas nas assembleias gerais ordinárias. A origem das informações destas variáveis foi a base de dados Económica.

Adicionalmente, incluímos a variável de votação a distância, sendo uma variável binária identificando como “1” as assembleias que contavam com mecanismos para votação a distância (período de 2017 a 2019) e como “0” as assembleias que não contavam com tais mecanismos (2014 a 2016).

4.1.1 Liquidez

A primeira variável selecionada foi a liquidez das ações, sendo uma informação relevante aos acionistas minoritários uma vez que, em caso de discordância com as estratégias do controlador, ele pode se desfazer rapidamente de sua posição em empresas mais líquidas.

Iliev et al. (2015) destaca que a possibilidade de vender ações no mercado é uma alternativa para o voto em assembleia enquanto Zetzsche (2005) relaciona os custos de venda e custos de votação para demonstrar que o acionista tomará a decisão na opção que for menos custosa.

Pela metodologia do Economática, liquidez é dada por:

$$LIQ = 100 \times (p/P) \times \sqrt{(n/N) \times (v/V)}$$

LIQ - índice de liquidez da ação;

p - número de dias em que houve ao menos um negócio com a ação;

P - número total de dias

n - número de negócios com a ação

N - número de negócios com todas as ações

v - volume em dinheiro negociado com a ação

V - volume em dinheiro negociado com todas as ações

Com base na liquidez acionária para o período de 12 meses anteriores a assembleia, disponível na base de dados do Economática, buscou-se verificar como o nível de liquidez está relacionado com a decisão dos acionistas de exercer seu direito de voto em detrimento a alternativas elencadas pela literatura, como por exemplo a venda das ações.

4.1.2 Alavancagem financeira

Podemos considerar que o endividamento é inerente à atividade empresarial e que todas as empresas possuirão algum nível de endividamento em maior ou menor grau. Ross (2015) considera uma empresa alavancada como aquela com algum endividamento em sua estrutura de capital.

Aggarwal et al. (2015) e Thomas e Cotter (2015) constataram que a proporção de votos a favor é menor nas empresas com menores alavancagem enquanto Christophersen e Lerfaldet (2014) verificaram indicadores de endividamento somente são relevantes para participação de grandes acionistas.

Para alavancagem financeira, foi utilizada uma medida da proporção do endividamento da companhia em relação ao seu ativo. Esta variável foi medida pela dívida financeira sobre o ativo total, buscando verificar como o nível de endividamento pode acarretar um maior ou menor interesse dos acionistas em votar nas propostas das assembleias.

Para tanto, foi utilizado o indicador “Dívida Bruta / Atv Tt %” disponível nos relatórios de indicadores financeiros da base Economática.

4.1.3 Tamanho da empresa

Tamanho da empresa é uma variável comum nos estudos sobre governança corporativa, que buscam verificar a relação do tamanho da empresa com determinados fenômenos.

Segundo as definições de Okimura (2003), o Tamanho da Empresa é definido como o logaritmo natural do valor do ativo total da empresa, medido em milhares de Reais e em valores nominais.

Empresas de tamanhos diferentes podem possuir diferentes perfis de acionistas e por consequência diferentes níveis interesse na participação em assembleias de acionistas.

Van der Elst (2011) considerou como tamanho da empresa o logaritmo da capitalização em bolsa no final do período contábil e analisou sua relação com as propostas de acionistas. Christophersen e Lerfaldet (2014) verificaram que as empresas maiores terão maior participação na assembleia geral e Aggarwal et al. (2015) indicaram que o tamanho da empresa pode afetar o nível de apoio a propostas de acionistas, sendo este apoio menor em empresas maiores.

Utilizando-se do logaritmo natural do valor do ativo total da empresa verificamos sua relação com a participação em assembleias de acionistas, baseando-se no indicador “Ativo total” disponível no relatório contábil da base de dados do Economática.

4.1.4 Desempenho

A assembleia de acionistas é valiosa ferramenta de governança corporativa e diversos estudos definem como função da assembleia o monitoramento das atividades da gestão (Lafarre, 2017; Van der Elst, 2011).

Considerando que o desempenho é uma das características corporativas mais evidente à percepção do mercado e dos investidores (Okimura, 2013) um melhor ou pior desempenho pode influenciar diretamente a decisão dos acionistas de exercer seu direito de voto.

Um desempenho fraco no período passado levará a uma maior participação na assembleia geral, sendo uma possível variável explicativa do ativismo acionário (Christophersen & Lerfaldet, 2014), em linha com Van der Elst (2011) que defende que o desempenho corporativo altera o ativismo dos acionistas medido como participação nas assembleias.

Como variável de desempenho utilizamos o ROA, que segundo Ross (2015), é o retorno sobre o ativo (Return on Assets) sendo uma medida do lucro por real em ativos, podendo ser definido de várias maneiras, utilizando o desempenho calculado pelo Lucro Líquido sobre o Ativo Total e analisamos sua relação com o nível de participação em assembleias.

Adicionalmente, utilizaremos o ROE, que é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido. Este indicador é uma medida de como foi o ano para os acionistas, sendo a verdadeira medida do desempenho do lucro (Ross, 2015).

Desta forma, utilizamos os indicadores “ROA Rentab do Ativo %” e “ROE Rent Pat (pat medio)%” disponíveis no relatório de indicadores financeiros da base Económica.

Ademais, para Galdi e Lopes (2008) o preço de uma ação é função de um conjunto de fatores que interagem formando a expectativa do mercado sobre o desempenho futuro da empresa. Segundo Saturnino, Saturnino, Lucena, Caetano e Santos (2012) podem ocorrer exageros do mercado na determinação do preço das ações em certos momentos, sendo o múltiplo Preço/Lucro um indicador útil na verificação de um desvio entre os dois fatores, sendo que um P/L baixo pode significar que uma ação está subestimada.

Esta variável é amplamente utilizada por investidores durante o processo de tomada de decisões de investimentos em bolsa de valores e visando verificar se a expectativa do mercado sobre o desempenho futuro pode influenciar os acionistas a exercerem seu direito de voto, incluímos como uma segunda medida de desempenho a variável Preço/Lucro para verificar sua relação com o quórum das assembleias, assim, utilizamos o indicador “Preço / Lucro x” do mês de março de cada ano, disponível no relatório de indicadores de mercado da base de dados do Económica.

Ross (2015) afirma que a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos deve ser objeto de deliberação anual pela assembleia geral dos acionistas. Em consequência do desempenho da empresa podemos ter uma maior ou menor distribuição de lucros aos acionistas, sendo a distribuição de lucros medida por indicadores como Dividend Yield, que é um indicador de mercado comumente utilizado pelos acionistas para analisar retorno de seus investimentos.

Christophersen e Lerfaldet (2014) constataram que o desempenho passado não afeta significativamente a participação dos acionistas nas assembleias enquanto Iwatani e Taki (2009) observaram que uma maior participação nas assembleias resultou em aumento no número de empresas que aumentaram os dividendos para seus acionistas.

Para verificar se a distribuição do lucro afetar a participação dos acionistas nas assembleias, incluímos a variável Dividend Yield, que é a comparação do lucro distribuído e valor de cotação das ações. Utilizamos as informações de dividend yield disponíveis nos relatórios técnicos da base Económica para verificar se o nível distribuição de dividendos tem relação com a participação em assembleia.

4.1.5 Concentração acionária

A estrutura de propriedade das empresas brasileiras é, em geral, uma estrutura concentrada, com um acionista ou grupo de acionistas controladores. Segundo Van der Elst (2011) a estrutura de propriedade é considerada um importante recurso de governança corporativa e várias teorias fornecem explicações para as diferenças nas estruturas de propriedade em diferentes partes do mundo.

Hewitt (2011) acrescenta que a importância de entender quem são os principais acionistas de uma empresa é sublinhado pelo fato de terem de ser comunicados ao mercado no momento em ocorram aquisições de participação acionária relevantes ou alterações acima ou abaixo de um nível especificado de participação.

Christophersen e Lerfaldet (2014) enfatizam que níveis mais altos de concentração de propriedade aumentarão a participação nas assembleias enquanto Lafarre (2017) documentou como a concentração acionária afeta positivamente a participação total dos acionistas, mas afeta negativamente a participação de pequenos acionistas.

Okimura (2003) esclarece que não existe um consenso sobre a melhor maneira de medir a estrutura de propriedade e controle e que uma das alternativas é a proposta por (Denis, 2001) que considera a somatória dos percentuais detidos pelos acionistas significantes, ou seja, aqueles que detém mais de 5% de participação no capital social da companhia. Utilizaremos esta alternativa para cálculo da variável de concentração acionária, considerando aqueles acionistas que individualmente detenham mais de 5% de participação no capital social.

Foi analisado se os níveis de concentração acionária podem influenciar uma maior participação nas assembleias de acionistas, assim, consideramos a base de acionistas disponíveis no banco de dados do Economática, sendo utilizada a última informação disponível anterior ao período de assembleias de cada ano.

4.1.6 Votação a distância

Conforme abordado no objetivo principal do trabalho, mecanismos de votação a distância podem afetar a decisão de participação nas assembleias de acionistas na medida em que reduzirem os custos e diminuïrem os entraves burocráticos para a participação dos acionistas.

Parte majoritária da literatura defende que tal mecanismo pode ter uma relação direta com o aumento de quórum (Aldrich, 1993; Houston et al., 2004; Loncke & Jos, 2004; Van der Elst & Lafarre, 2017; Zetsche, 2005).

Para verificarmos a relação dos mecanismos de votação a distância com o quórum das assembleias incluímos uma variável binária para diferenciar as assembleias em que havia possibilidade de participação a distância e as assembleias em que não havia esta participação.

4.2 Regressão Linear Múltipla estimada com método dos mínimos quadrados ordinários (MQO)

Com base nestas variáveis, aplicou-se uma Regressão Linear Múltipla, estimada com método dos mínimos quadrados ordinários para verificar a relação do quórum em assembleias (variável dependente) com as variáveis escolhidas (variáveis explicativas).

As informações de quórum de cada ano foram relacionadas com as informações contábeis publicadas no fechamento ano anterior à realização da AGO. Isto deve-se pelo fato da assembleia ser realizada, geralmente, até o final do mês de abril afim de aprovar as contas do ano anterior¹⁷, portanto, consideramos as informações que estavam disponíveis para o acionista à época da realização da assembleia.

Assim, para o presente estudo tivemos um primeiro modelo que analisa como o percentual de quórum das assembleias, informado nas atas das reuniões, se relaciona com as variáveis explicativas definidas no item anterior, resultando no seguinte modelo:

$$\text{Quórum}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LIQ}_{it-1} + \beta_2 \text{ALAV}_{it-1} + \beta_3 \text{LN(TAM)}_{it-1} + \beta_4 \text{ROA}_{it-1} + \beta_5 \text{ROE}_{it-1} + \beta_6 \text{P/L}_{it-1} + \beta_7 \text{DY}_{it-1} + \beta_8 \text{CON}_{it} + \beta_9 \text{VD}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

Quórum: Percentual de ações votantes na assembleia da empresa *i* no ano *t*

$\beta = \text{Beta}$

LIQ = Variável de Liquidez da empresa *i* no ano *t-1*

ALAV = Variável de Alavancagem Financeira da empresa *i* no ano *t-1*

LN(TAM) = Logaritmo natural do valor do ativo total da empresa *i* no ano *t-1*

ROA = Return on Assets da empresa *i* no ano *t-1*

ROE = Return on Equity da empresa *i* no ano *t-1*

P/L = Variável Preço/Lucro da empresa *i* no ano *t-1*

DY = Dividend Yield da empresa *i* no ano *t-1*

CON = Concentração de acionistas relevantes da empresa *i* no ano *t*

¹⁷ Ver artigo 132 da Lei das SAs

VD = Variável Binária para votação a distância na assembleia da empresa i no ano t , sendo 0 = Não e 1 = Sim

ε = Erro

Adicionalmente, buscou-se verificar se as variáveis definidas no item 4.1 podem explicar uma maior ou menor variação percentual do quórum do período anterior a adoção de ferramentas de votação a distância para o quórum do período posterior a sua adoção. Assim, tivemos um segundo modelo que utiliza como variável explicativa o percentual de variação do quórum das assembleias, resultando no seguinte modelo:

$$\begin{aligned} \text{VarQuórum}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{LIQ}_{it-1} + \beta_2 \text{ALAV}_{it-1} + \beta_3 \text{LN(TAM)}_{it-1} + \beta_4 \text{ROA}_{it-1} + \beta_5 \text{ROE}_{it-1} \\ & + \beta_6 \text{P/L}_{it-1} + \beta_7 \text{DY}_{it-1} + \beta_8 \text{CON}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Onde:

VarQuórum: Variação do quórum da empresa i no ano t , comparando o período sem votação a distância com o período com votação a distância

β = Beta

LIQ = Variável de Liquidez da empresa i no ano $t-1$

ALAV = Variável de Alavancagem Financeira da empresa i no ano $t-1$

LN(TAM) = Logaritmo natural do valor do ativo total da empresa i no ano $t-1$

ROA = Return on Assets da empresa i no ano $t-1$

ROE = Return on Equity da empresa i no ano $t-1$

P/L = Variável Preço/Lucro da empresa i no ano $t-1$

DY = Dividend Yield da empresa i no ano $t-1$

CON = Concentração de acionistas relevantes da empresa i no ano t

ε = Erro

4.3 Análise fenomenológica

Baseado no trabalho de Sharma et al. (2018) que buscou comparar as opiniões de acionistas e empresas sobre diferentes aspectos das iniciativas de votações eletrônicas na Índia, buscou-se verificar aspectos desta iniciativa para o mercado brasileiro.

O método utilizado para tal estudo foi a análise fenomenológica, sendo uma análise qualitativa partindo de dados coletados em entrevistas com companhias, agentes de custódia e representantes de acionistas, com foco nos principais pontos abordados no referencial teórico.

Segundo Las Casas, Correa e Siani (2016) a fenomenologia é o estudo das essências e, todos os problemas sob esta perspectiva resumem-se em definir essências. Buffon, Martins e Neves (2017) esclarecem que a fenomenologia procura entender os discursos e como se mostra em todos os aspectos, buscando-se a essência de cada sujeito envolvido na pesquisa, caracterizando da melhor maneira possível o que permeia o seu pensamento e as atitudes, fazendo uso de um conjunto de asserções com o objetivo de descobrir fatos e causas.

Para tal, foram realizadas entrevistas com participantes de mercado buscando capturar a essência da percepção destes participantes sobre os aspectos relevantes da votação a distância, considerando os aspectos teóricos abordados no trabalho, a fim de relacionar os estudos acadêmicos com a realidade do mercado brasileiro.

5 Resultados

Como objetivo principal do trabalho, a tabela 5 demonstra os resultados para o Teste *T de Student* aplicado para a amostra de empresas. A média de quórum nas assembleias para o período de 2017-2019 (após a adoção do voto a distância) foi de 71,8% ante a média de 67,3% para o período de 2014-2016 (anterior a adoção do voto a distância). Podemos observar que o quórum médio aumentou 4,5 pontos, significando um aumento de 6,7% na participação média.

Tabela 4
Teste T de Student

	<i>Antes</i>	<i>Depois</i>
Média	0,6733	0,7180
Variância	0,0195	0,0145
Observações	53	53
Correlação de Pearson	0,7534	
Hipótese da diferença de média	0	
Gl	52	
Stat t	-3,4982	
P(T<=t) uni-caudal	0,0005	
t crítico uni-caudal	2,4002	
P(T<=t) bi-caudal	0,0010	
t crítico bi-caudal	2,6737	

Analisando os resultados do Teste *T de Student* com intervalo de confiança de 99%, podemos observar que o valor para T Observado foi de -3,4982, ficando na área de rejeição da hipótese nula e demonstrando que houve aumento de quórum no período posterior ao início do sistema de votação a distância, não rejeitando, portanto, a hipótese alternativa.

O P-Valor é definido por Patino e Ferreira (2015) como a probabilidade de se observar um valor da estatística de teste maior ou igual ao encontrado. Pode-se observar que o P-Valor

para este teste foi próximo a zero, demonstrando que os resultados são significativos e a diferença não é aleatória.

Assim, podemos concluir que o quórum das AGOs para a amostra de 53 empresas do IBrX 100 aumentou após a adoção do voto a distância.

Este resultado está alinhado com a premissa do regulador quando da regulação do voto a distância, de que a adoção de mecanismos para facilitar a participação e reduzir custos poderiam incrementar o envolvimento de acionistas nas assembleias.

Na mesma linha, Van der Elst e Lafarre (2017) pontuaram que os acionistas racionais pesam os custos do voto contra seus benefícios e quando os benefícios da votação são pequenos e a votação tem um custo, os acionistas individuais não estariam dispostos a arcar com o custo de votação, Zetzsche (2005) destaca que o desejo do acionista individual de participar da governança da empresa é mitigado pelos custos de votação e Aldrich (1993) sugere que nas eleições políticas uma pequena redução nos custos de votação pode influenciar positivamente as taxas de participação.

Assim, considerando que a votação a distância diminui consideravelmente os custos e esforços de votação, isto pode ser uma das razões para o aumento de quórum nas assembleias brasileiras nos últimos anos.

A magnitude do resultado é bem similar ao obtido por Sal (2015) que observou uma diminuição de 5% no índice de absenteísmo nas eleições locais e parlamentares na Estônia após a implantação de ferramentas para votação a distância.

Tabela 5

Resumo das variáveis

Variável	Descrição
QUORUM	Quórum individualizado de cada assembleia, da empresa i no ano t , conforme disponível na ata da AGO
VARQUORUM	Varição entre as médias de quórum do período anterior a votação a distância (2014-2016) e do período posterior a votação a distância (2017-2019), da empresa i no ano t .
LIQ	Índice de liquidez acionária da empresa i no ano $t-1$, para o período de 12 meses anteriores a assembleia, disponível na base de dados do Economática.
ALAV	Alavancagem financeira da empresa i no ano $t-1$, sendo a medida da proporção do endividamento da companhia em relação ao seu ativo, calculada por Dívida Bruta / Ativo Total.
LN(TAM)	Logaritmo natural do valor do ativo total da empresa i no ano $t-1$
ROA	Retorno sobre o ativo da empresa i no ano $t-1$, calculado pelo Lucro Líquido / Ativo Total.
ROE	Retorno sobre o patrimônio líquido da empresa i no ano $t-1$
PL	Múltiplo Preço/Lucro da empresa i no ano $t-1$, calculado pelo valor de cotação das ações / Lucro.
DY	Dividend Yield da empresa i no ano $t-1$, calculado pelo lucro distribuído / valor de cotação das ações.

CON	Concentração Acionária da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> calculada pela somatória dos percentuais detidos pelos acionistas que detém individualmente mais de 5% de participação no capital social da companhia
VD	Variável binária para votação a distância na assembleia da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> , sendo "0" para o período sem votação a distância e "1" para o período com votação a distância.

Cabe destacar que Zetzsche (2005) conclui que o possível aumento devido a utilização de novas tecnologias não foi suficientemente pesquisado, não permitindo uma distinção entre o impacto das novas tecnologias e outros fatores.

Na sequência, analisando os resultados para o modelo MQO, podemos verificar algumas variáveis que podem explicar uma maior ou menor adesão dos acionistas nas assembleias gerais.

Por trabalharmos com um grande conjunto de dados e diversas variáveis explicativas, temos que ponderar a possibilidade de problemas de multicolinearidade na regressão. Este problema pode ser indicado por uma forte correlação entre estas variáveis, tornando o modelo instável.

Analisando a matriz de correlação das variáveis do modelo, não há indicação de problemas de multicolinearidade, uma vez que as correlações estão abaixo do nível de 0,8, conforme descrito por Gujarati e Porter (2009).

Tabela 6

Matriz de Correlação

	<i>Quórum</i>	<i>LIQ</i>	<i>ALAV</i>	<i>LN(TAM)</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>P/L</i>	<i>DY</i>	<i>CON</i>	<i>VD</i>
Quórum	1									
LIQ	-0,1210	1								
ALAV	0,0096	-0,1584	1							
LN(TAM)	0,1135	0,6587	-0,1043	1						
ROA	0,1242	-0,0055	-0,4630	-0,2837	1					
ROE	0,0805	0,0739	-0,3712	-0,0831	0,6466	1				
P/L	0,0821	-0,0008	-0,0225	-0,0701	0,0987	0,0872	1			
DY	-0,0395	0,1370	-0,2476	0,2136	0,2033	0,2077	0,0083	1		
CON	0,4701	-0,1427	0,0480	0,2344	-0,0195	0,0092	0,0214	0,1428	1	
VD	0,1534	0,0248	-0,0171	0,0679	-0,0605	-0,0454	0,0494	-0,1451	-0,1359	1

Considerando o nível de significância de 1%, podemos verificar que apenas o modelo com o Quórum das Assembleias como variável dependente possui variáveis significantes, não encontrando significância neste nível para nenhuma das variáveis no modelo que utilizou a Variação do Quórum da Assembleias como variável dependente.

Tabela 7

Resumo do Modelo Estatístico

Variáveis Independentes	Variável Dependente: Quórum					Variável Dependente: VarQuórum				
	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	Razão t	P-valor	Significância	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	Razão t	P-valor	Significância
const	0,1614	0,1028	1,5710	0,1173		-0,5303	0,4370	-1,214	0,2314	
LIQ	-0,0216	0,0081	-2,668	0,0080 ***		0,0193	0,0306	0,6290	0,5326	
ALAV	0,0589	0,0407	1,4460	0,1491		0,1102	0,1445	0,7629	0,4496	
LNTAM	0,0209	0,0069	3,0220	0,0027 ***		0,0352	0,0287	1,2290	0,2257	
ROA	0,5207	0,1369	3,8030	0,0002 ***		0,4843	0,7227	0,6702	0,5062	
ROE	-0,0027	0,0329	-0,0813	0,9353		0,1144	0,1445	0,7919	0,4327	
PL	0,0092	0,0077	1,1910	0,2344		0,0618	0,0398	1,5520	0,1279	
DY	-0,6440	0,2458	-2,620	0,0092 ***		-0,5109	1,1493	-0,4446	0,6588	
CON	0,3295	0,0419	7,8580	0,0000 ***		-0,1013	0,1463	-0,6925	0,4923	
VD	0,0541	0,0134	4,0500	0,0001 ***						
R-Quadrado 0,328268 n 318 observações					R-Quadrado 0,236430 n 53 observações					

No modelo que utiliza a variável dependente Quórum das Assembleias, podemos observar que as variáveis Alavancagem e Preço Lucro não foram significantes neste modelo.

As variáveis explicativas de Liquidez Acionária e Dividend Yield possuem sinal negativo, mostrando que empresas menos liquidas e com menor remuneração aos acionistas tendem a possuir maior participação dos acionistas nas assembleias.

As demais variáveis explicativas possuem sinal positivo, demonstrando que um aumento nestes indicadores pode indicar uma maior participação nas assembleias.

Analisando os resultados para a variável de Liquidez Acionária (coeficiente de -0,021554), podemos verificar a relação entre uma menor liquidez acionária e uma maior participação em assembleias pois empresas que contam com um bloco de controle que exerce seu voto. Este bloco de controle, detentor de grande quantidade de ações, faz com que não haja grande liquidez mas que haja um quórum elevado.

Olhando por outro aspecto, este resultado pode ser corroborado pelo entendimento de Iliev et al. (2015), que relacionam a possibilidade de vender ações no mercado como alternativa para o voto em assembleia.

Considerando que a Liquidez Acionária pode afetar a decisão de participar da assembleia, podemos concluir que ações menos liquidas podem incentivar os acionistas a participarem das assembleias, uma vez que ele pode encontrar dificuldades para venda das ações e, portanto, pode preferir por continuar na empresa e conseqüentemente participar das decisões.

Sobre a variável Dividend Yield (coeficiente de -0,644016), os resultados fazem sentido com o afirmado por Iwatani e Taki (2009) que uma maior participação nas assembleias resultou em aumento no número de empresas que aumentaram os dividendos para seus acionistas.

Ainda analisando as variáveis de desempenho, considerando Okimura (2013) que afirmou que o desempenho é uma característica corporativa que possui maior evidência à

percepção dos investidores, podemos observar que empresas com maiores ROAs (coeficiente de 0,520735) tendem a ter uma maior participação em assembleia, ao contrário dos resultados de Christophersen e Lerfaldet (2014) que constataram que o desempenho passado não afeta a participação dos acionistas nas assembleias.

Nesta linha, podemos considerar que a assembleia pode ser um importante canal para os acionistas demonstrarem para sua insatisfação com os resultados, conforme afirmado pelos próprios Christophersen e Lerfaldet (2014) que um baixo desempenho pode sinalizar a necessidade de mudança e aumentar os níveis de ativismo acionário.

Sobre a variável de tamanho da empresa (coeficiente de 0,0208527), assim como Christophersen e Lerfaldet (2014) que concluíram que empresas maiores possuem maior participação dos acionistas na assembleia geral, podemos observar que realmente existe uma maior adesão nas assembleias de empresas maiores.

Relacionando os resultados com a teoria, uma das hipóteses a considerar é que em geral empresas maiores investem mais em comunicação com os investidores e, portanto, podem ter uma estrutura de relação com investidores que traga atrativos para os investidores participarem das assembleias, como teleconferências de resultados, encontro com investidores, etc.

Outra variável estatisticamente significativa foi o nível de concentração acionária (coeficiente de 0,329532). Os resultados encontrados estão alinhados com Christophersen e Lerfaldet (2014) que constataram que níveis mais altos de concentração de propriedade tendem a aumentar a participação nas assembleias e diferem do entendimento de Lafarre (2017) de que quando os maiores acionistas possuem mais poder de voto, os pequenos acionistas têm menor probabilidade de comparecer às assembleias.

Assim como Van der Elst e Lafarre (2017) que destacaram que a presença de grandes blocos de acionistas pode incentivar tais acionistas a utilizar sua participação para maximizar seus benefícios, nossos resultados apontam para um maior quórum em assembleias com maior concentração de acionistas com participação individual acima de 5% do capital social.

Dentre as variáveis explicativas, talvez a variável que despertava maior expectativa no modelo seria a variável de votação a distância (coeficiente de 0,0540835), uma vez que ela pode validar os resultados encontrados no objetivo principal do trabalho.

Podemos verificar que esta variável possui significância estatística, com sinal positivo, demonstrando que assembleias com votação a distância tendem a possuir uma maior adesão por parte dos acionistas, validando os resultados encontrados no objetivo principal do trabalho, onde constatou-se que há um aumento de quórum no período pós-adoção de ferramenta de votação a distância.

Este resultado é corroborado pelo entendimento do regulador e de participantes da Audiência Pública (CVM, 2014) e por diversos estudos, a citar Aldrich (1993), Houston et al. (2004), Loncke e Jos (2004), Sharma et al. (2018), Van der Elst e Lafarre (2017) e Zetzsche (2005), que destacam que aspectos de redução de custos e ferramentas de votação a distância tendem a aumentar a participação dos acionistas nas assembleias.

Sobre os aspectos qualitativos da pesquisa, a aplicação da análise fenomenológica trouxe valiosas contribuições para os aspectos teóricos abordados durante o trabalho, onde foi possível verificar a visão prática e a percepção dos participantes de mercado, coletadas por meio de entrevistas presenciais e por telefone.

Cabe destacar que por motivo de confidencialidade não publicaremos os nomes dos participantes tampouco das empresas as quais representam, assim, cabe fazermos uma contextualização dos participantes.

O primeiro participante é um membro sênior do Departamento de Relação com Investidores de uma companhia nacional de grande porte, que possui operações no Brasil e no Exterior, com décadas de listagem nos maiores níveis de governança corporativa da B3. Suas ações são negociadas no Brasil e nos EUA, através do programa de ADR (*American Depositary Receipt*). A empresa faz parte da base de dados final deste trabalho e realiza assembleias a distância desde o ano de 2017.

O segundo participante é responsável pelo Departamento de Custódia de um grande banco de investimentos estrangeiro, que possui operações no Brasil, sendo responsável pelo relacionamento com investidores não residentes que investem no Brasil, atuando como agente de custódia e representante legal para estes investidores. Um dos serviços sob sua responsabilidade é a representação de acionistas em assembleias presenciais e a distância.

O terceiro participante é coordenador da Área de Operações de um grande banco estrangeiro com operações no Brasil, prestando serviços de custódia para fundos locais e estrangeiros que investem em ações listadas na B3. Sua equipe é responsável pela representação de seus clientes em assembleias de acionistas, atuando presencialmente nas assembleias e não prestando o serviço de votação a distância.

O quarto participante é advogado, sócio de uma firma de advocacia com forte atuação nas matérias de direito para o mercado de capitais, responsável pela representação de acionistas em assembleias presenciais.

Em linhas gerais, inicialmente a percepção de todos os participantes sob a adoção de mecanismos de votação a distância é positiva, porém, é acompanhada de diversas preocupações

e pontos de melhorias, sendo que cada participante destacou diferentes aspectos de preocupação, sendo apenas alguns destes aspectos comuns para mais de um participante.

Um aspecto comum a todos os participantes foi a visão de que o mercado precisa evoluir e buscar novas formas para engajamento dos acionistas e que ferramentas de votação a distância, se forem bem trabalhadas, poderão aumentar consideravelmente os níveis de participação nas assembleias, especialmente para acionistas individuais que hoje têm pouca participação em assembleias, em linha com o que defende grande parte dos autores abordados no referencial teórico, como Ali e Samat (2014), Beuthel (2006) e Barrat Esteve (2006).

Para o membro sênior do departamento de relação com investidores a implementação da votação a distância trouxe diversos ganhos para a companhia emissora de ações, uma vez que o quórum das assembleias teve um aumento e ao mesmo tempo houve uma simplificação na parte de documentação de acionistas, facilitando muito a logística da assembleia.

Ele detalha que para a participação presencial o acionista precisa entregar diversos documentos como procuração, comprovação de poderes, comprovação de posição acionária, dentre outros, sendo que a companhia precisa verificar a validade e autenticidade destes documentos, demandando tempo e custos de mão de obra para a companhia.

Já para os acionistas que votam a distância não existem documentos a serem validados e as instruções de voto são recebidas eletronicamente do escriturador, sendo computadas ao quórum da assembleia muito rapidamente, diminuindo esforços por parte da companhia e tornando o início da assembleia muito mais rápido.

Em sua opinião, ainda que esteja ocorrendo um aumento de quórum nas assembleias, o perfil de acionista votante permanece inalterado, sendo grande parte dos votantes fundos de investimentos nacionais e estrangeiros e poucos acionistas individuais (pessoas físicas).

Sobre os acionistas individuais, ele destaca que não conseguiu visualizar um movimento para incentivar o pequeno acionista e conscientizá-lo da importância do voto em assembleia. Iniciativas de divulgação e orientação por parte da B3, das corretoras e das companhias poderiam empoderar e motivar o pequeno investidor a participar das assembleias, em linha com Gantchev e Giannetti (2019) que defendem que essa forma de democracia acionária exige que os investidores se informem antes da votação para serem capazes de discernir entre boas e más propostas.

Ainda que seja obrigatório para as companhias e escrituradores prestarem os serviços de votação a distância, o regulador considerou este serviço opcional para os agentes de custódia. Apenas um dos agentes de custódia entrevistados optou pela prestação deste serviço, enquanto o outro agente preferiu manter apenas o serviço de representação presencial em assembleias.

O participante que adotou mecanismos para votação a distância observou um aumento em seu nível de participação nas assembleias com votação a distância, destacando que a redução das exigências burocráticas tornou estas assembleias mais acessíveis para seus clientes, que podem exercer seu voto sem necessidade de procurações, sendo necessário apenas o envio da instrução de voto em assembleia.

Em seu ponto de vista os aspectos de custos não foram determinantes para este aumento e sim a redução de documentação exigida para este tipo de participação, uma vez que mesmo sem ter todo o trabalho burocrático para emissão de uma procuração seus clientes conseguem exercer o direito de voto nas assembleias a distância.

O outro participante considerou que o custo-benefício deste tipo de votação ainda precisa ser testado e destacou que a prestação deste serviço demandaria um desenvolvimento tecnológico custoso e que não necessariamente traria retorno para a sua empresa, assim, optou por não prestar este tipo de serviço e não tem observado demanda por parte de seus clientes para isto.

Além disso, ele defende que a legislação apenas implementou ferramentas que permitem o exercício do voto a distância, porém não preparou as companhias e investidores para este tipo de inovação, sendo que diversas resoluções sujeitas a votação possuem características interpretativas e que demandam assessoria jurídica, uma vez que nem a B3 e nem as companhias prestam suporte para os acionistas minoritários que desejam votar.

Um aspecto comum para os dois agentes de custódia é a visão de que apesar de positiva, o fato de a votação a distância não ser aplicável a todas as assembleias é um fator de descontentamento.

A instrução CVM tornou a votação a distância obrigatória apenas para alguns tipos de assembleias e, portanto, os acionistas que votam por procurador precisam manter suas procurações atualizadas para que possam participar das assembleias que forem realizadas sem a possibilidade de votação a distância.

Este aspecto contraria a premissa do regulador de que a adoção de mecanismos de votação a distância reduziria os custos de procuração, uma vez que a procuração ainda se faz necessária para alguns tipos de assembleias.

O quarto participante destacou que apesar de positiva para acionistas que não conseguem exercer seu voto presencialmente, o modelo de voto a distância adotado no Brasil não permite a discussão dos itens durante a assembleia, não cumprindo o papel de deliberação que é valioso para investidores que têm foco em políticas de governança corporativa, destacando que este tipo de investidor tende a continuar participando presencialmente pois

preferem um representante na assembleia para defender seus interesses, seu raciocínio segue a mesma linha de Robert (2014) e Zetzsche (2005).

Ele destaca que a solução proposta pela B3 buscou um modelo tecnológico que cobrisse todas as nuances que podem ocorrer durante a assembleia, porém, com o atual modelo de exercício de voto a distância ainda não é possível cumprir o papel de deliberação das assembleias.

Em sua opinião, outro aspecto negativo é o fato de o prazo para votação ser de 6 dias antes da data de realização da assembleia, considerado um prazo muito longo para decisões tão sensíveis, assim, considera que um cenário ideal seria de que o acionista pudesse enviar seu voto até alguns momentos antes da assembleia.

Ainda, destacou que não existe um fluxo de confirmação pela companhia do processamento do voto enviado eletronicamente, sendo que não existe a segurança jurídica de que o voto tenha sido processado por toda a cadeia de prestadores de serviços e que foi devidamente aceito e computado no quórum da assembleia pela companhia.

Sobre a iniciativa de adotar este tipo de votação, os participantes concordam que a tendência é de que as ferramentas de votação a distância trarão ganhos para todos os envolvidos e que poderá ocorrer uma migração para votação a distância quando houver confiança de que este sistema funciona e não traz prejuízos ao direito de voto dos acionistas.

A percepção geral é de que houve um avanço na legislação, porém não houve divulgação para o pequeno acionista e tampouco iniciativas para motivá-los a participar das assembleias.

6 Conclusões

Primeiramente, cabe destacar que durante a pesquisa de referenciais teóricos pudemos verificar que, especialmente no Brasil, não existem muitos autores que têm dedicado seus estudos a assuntos ligados à participação nas assembleias, ainda que exista uma grande quantidade de trabalhos voltados para estudos de governança corporativa.

Assim, o presente estudo buscou trazer contribuições tanto para a literatura de finanças quanto para a literatura jurídica, explorando estatisticamente os fatores que influenciam o nível de participação dos acionistas e abordando os aspectos teóricos e práticos do direito de voto em assembleias e da regulamentação do voto a distância.

Aplicando um Teste T de Student para médias pareadas, o trabalho analisou a variação do quórum das assembleias de acionistas das empresas que compõe o índice IBrX 100, realizadas entre os anos de 2014 e 2019, evidenciando que houve um aumento de 4,5 pontos

percentuais no quórum médio das assembleias após a adoção do um sistema de votação a distância.

Com este resultado, foi validada a hipótese alternativa do modelo estatístico, confirmando que **o quórum médio aumentou após a adoção do voto a distância**.

Este resultado corrobora com a perspectiva da CVM quando implementou tais ferramentas de votação e com o entendimento de grande parte da literatura, de que ferramentas que simplifiquem a maneira de exercício do voto e reduzam custos podem contribuir para um aumento na participação dos acionistas nas assembleias.

Ainda sobre as análises estatísticas, o trabalho analisou como as variáveis de liquidez, alavancagem financeira, tamanho da empresa, desempenho, concentração acionária e votação a distância são correlacionadas com uma maior participação em assembleias de acionistas.

Com a aplicação de um Modelo MQO, o trabalho demonstrou que algumas das variáveis possuem significância estatística, sendo que:

- I - Empresas com ações com menor liquidez tendem a possuir uma maior participação nas assembleias;
- II- Empresas que pagam menores dividendos em comparação com a cotação de suas ações tendem a possuir uma maior participação em assembleias;
- III - Empresas com maiores ROAs tendem a ter uma maior participação em assembleia;
- IV- Empresas com tamanhos maiores tendem a uma maior participação dos acionistas nas assembleias geral;
- V – Um maior nível de concentração acionária tende a aumentar a participação nas assembleias;
- VI - Assembleias com votação a distância tendem a possuir uma maior adesão por parte dos acionistas.

Uma constatação ao analisarmos os resultados é que quanto maior a concentração acionária existe uma tendência a um maior o quórum. Isso deve-se ao fato de as empresas que contam com um bloco de controle, detentor de grande posição acionária e que faz com que não haja liquidez, mas que exerce seu voto, fazendo com que o quórum seja elevado.

Pudemos observar que os resultados da regressão linear múltipla para a variável de votação a distância estão em linha com os resultados encontrados no Teste T de Student, onde constatou-se que há um aumento de quórum no período pós-adoção de ferramenta de votação a distância.

Adicionalmente às análises estatísticas, o trabalho buscou uma abordagem qualitativa pela análise fenomenológica por meio de entrevistas com os participantes de mercado, onde

pôde-se verificar uma boa expectativa com as ferramentas de votação a distância, alinhada com preocupações e sugestões para melhoria do processo de votação.

Pudemos perceber que o modelo atual não contempla todas as assembleias de acionistas e, portanto, não pode ser considerado efetivo por parte dos acionistas que desejem participar de todas as votações. Uma sugestão seria de que o regulador expandisse a norma, passando a abranger todas as assembleias realizadas independentemente do tipo de matéria a ser votada.

Outro aspecto relevante na análise fenomenológica foi a constatação de que o modelo de votação a distância no Brasil teve foco nos aspectos operacionais e tecnológicos, buscando criar praticidade e redução de custos, mas não se preocupando com a educação e orientação para os acionistas. Na prática foi criada uma ferramenta que permite o envio da instrução de voto mas não buscou se incutir a importância do voto em assembleia na cultura dos acionistas brasileiros.

Ainda que seja uma ferramenta positiva, o voto a distância parece estar em fase experimental por parte dos acionistas e conforme o regulador, a B3 e as companhias forem ajustando seus processos, a tendência é de que votar se torne mais atrativo para os acionistas.

Sobre regulamentação das ferramentas de votação a distância no Brasil, este trabalho, embasado na análise qualitativa com participantes de mercado, sugere alguns pontos que podem ser melhorados para que o processo de votação se torne mais acessível aos acionistas.

Algumas iniciativas adotadas em outros países podem fazer com que as assembleias se tornem mais populares, como o exemplo do Japão, onde algumas empresas realizam shows e demonstrações de produtos em sua sede, na mesma data da realização das assembleias, motivando os acionistas a comparecerem.

O atual modelo adotado no Brasil buscou criar ferramentas para exercício do voto a distância, mas não se preocupou com a qualidade do quórum que será trazido à assembleia.

Apenas a possibilidade de votar a distância parece não ter motivado os acionistas minoritários a participar das assembleias, assim, este trabalho concluiu ser interessante a adoção de ferramentas para educação dos acionistas, mostrando a importância da votação em assembleia e conscientizando-os sobre como o voto pode alterar os rumos da companhia.

A resolução CVM também poderia ser mais específica quanto a data de corte para verificação das posições acionárias para exercício do voto, tentando que esta fosse o mais próximo possível da data da assembleia e, assim, evitando o problema de votação vazia, conforme explorado pela literatura. Sobre a não obrigatoriedade para o agente de custódia prestar suporte para a votação a distância, caso o regulador e Central Depositária visem uma maior participação dos investidores individuais, especificamente pessoas físicas, uma opção

seria não depender do agente de custódia e fazer com que o acionista possa exercer seu direito de voto através do próprio sistema da Depositária, que já é autenticado com usuário e senha e contém as informações de posição acionária do investidor. Assim, se reduziriam o número de intermediários, tornando mais rápido, prático e menos custoso o exercício do voto.

Dado o pouco tempo de utilização da votação a distância, podemos considerar que este é um limitador dos resultados do trabalho e que pesquisas futuras poderão utilizar de períodos maiores para verificação do quórum das assembleias.

Para o modelo estatístico, o presente trabalho não segregou o percentual de quórum dos acionistas minoritários do percentual de quórum dos controladores. Considerando que o mercado de ações brasileiro é extremamente concentrado, os resultados trazem um viés pois consideram a presença dos acionistas do bloco de controle nos percentuais de quórum das assembleias.

Sobre a análise qualitativa, considerando o pequeno número de participantes e que o foco de três participantes é a prestação de serviços para investidores não residentes, devemos considerar que as opiniões utilizadas na análise fenomenológica representam um nicho de acionistas e podem não refletir a percepção dos demais tipos de acionistas.

Assim, como sugestão para pesquisas futuras, poderia ser interessante abordar diversos tipos de acionistas, como investidores individuais, clubes de investimentos, grandes gestores de fundos, dentre outros, para verificar sua percepção sobre tal instrumento.

Ademais, na medida em que o nível de detalhamento das divulgações de atas das assembleias for aumentando será possível realizar estudos estatísticos baseados em outros aspectos que não foram abordados nas análises do trabalho, como voto por tipo de acionista, diferentes tipos de resoluções, níveis de apoio para propostas de acionistas minoritários, dentre outros.

Referências

- Aggarwal, R., Erel, I., & Starks, L. T. (2015). Influence of public opinion on investor voting and proxy advisors. *Fisher College of Business Working Paper* No. WP 2014-03-12. doi: 10.2139/ssrn.2447012
- Aldrich, J. (1993). Rational choice e turnout. *American Journal of Political Science*, 37(1) 246-278. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/2111531?seq=1>. doi:10.2307/2111531
- Ali, H., & Samat, N. (2014). A legal perspective of shareholders' meeting in the globalised and interconnected business environment. *Global Conference on Business & Social Science-2014, GCBSS-2014*. Kuala Lumpur. Recuperado de sciencedirect.com/science/article/pii/S187704281500467X?via%3Dihub. doi: 10.1016/j.sbspro.2015.01.430

- Anderson, D., Sweeney, D., & Williams, T. (2012). *Statistics for business and economics* (11th ed.). EUA: Editora Paperback.
- Andrade, M. M. (2002). *Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação: Noções práticas* (5a ed.). São Paulo: Atlas
- Angonese, R., Santos, P., & Lavarda, C. (2011). Valor econômico agregado (VEA) e estrutura de capital em empresas do IBrX 100.. *ConTexto*, 11(20), 7-17. Recuperado de <https://seer.ufrgs.br/ConTexto/article/view/17647>
- Ascarelli, T. (1945). *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Editora Saraiva
- Bach, L., & Metzger, D. (2018). How close are close shareholder votes?. *Swedish House of Finance Research Paper* No. 17-3. doi: 10.1093/rfs/hhy126
- Barrat Esteve, J., (2006, agosto). A preliminary question: Is e-voting actually useful for our democratic institutions? What do we need It for?. *In Electronic Voting 2006 - 2nd International Workshop*, Bregenz, Austria,, 5, pp. 51-60. Recuperado de <https://dl.gi.de/handle/20.500.12116/29170>
- Barbetta, P. (2006). *Estatística aplicada às ciências sociais* (6a ed.). Santa Catarina: Editora da UFSC.
- Baston, L., & Ritchie, K. (2004). *Turning out or turning off? An analysis of political disengagement and what can be done about it*. Londres: Electoral Form Society. Recuperado de <https://www.electoral-reform.org.uk/wp-content/uploads/2017/06/political-disengagement-and-what-can-be-done-about-it.pdf>
- Beuthel, B. (2006). *Electronic corporate governance: Online and virtual shareholder meetings and shareholder participation in Switzerland and Germany* (Doctoral Thesis). University of St. Gallen. Zurich. Recuperado de <https://www.e-helvetica.nb.admin.ch/api/download/urn%3Anbn%3Ach%3Aabel-105265%3Aadis3195.pdf/dis3195.pdf>
- Black, B., & Hu, H. (2006). Empty voting and hidden (morphable) ownership: Taxonomy, implications, and reforms. *Business Lawyer*, 61(3), 1011-1070. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/40688384?seq=1>
- Black, B. (1990). Shareholder passivity reexamined. *Michigan Law Review*, 89(3), 520-608. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/1289384?seq=1>. doi: 10.2307/1289384
- Boros, E. (2004). Virtual shareholder meetings. *Duke Law & Technology Review*, 3(1), 1-10. Recuperado de <https://scholarship.law.duke.edu/dltr/vol3/iss1/5>
- Brimer, A. (2006). Getting wired at SEC: Reforming the proxy process to account for new technologies. *Alabama Law Review*, 58(1), 179-202. Recuperado de <https://www.law.ua.edu/pubs/lrarticles/Volume%2058/Issue%201/brimer.pdf>
- Buchanan, B., Netter, J., & Yang, T. (2010). Are shareholder proposals an important corporate governance device? Evidence from US and UK shareholder proposals. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=1572016>. doi:10.2139/ssrn.1572016

- Buffon, A., Martins, M., & Neves, M. (2017) A fenomenologia como procedimento metodológico em pesquisa qualitativa na formação de professores. *Anais do Encontro Nacional de Pesquisa em Educação em Ciências –ENPEC*, Florianópolis, SC, Brasil, 11 Recuperado de <http://www.abrapecnet.org.br/enpec/xi-enpec/anais/resumos/R0401-1.pdf>
- Caderno de boas práticas para assembleias de acionistas. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC. Recuperado de <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21048>
- Christophersen, S., & Lerfaldet, K. (2014). Determinants of turnout to stockholder meetings. Tese (Mestrado em Administração), Bi Norwegian Business School. Recuperado de https://www.bi.edu/globalassets/forskning/centre-for-corporate-governance-research/msc-theses/ccgr_msc_056.pdf
- Cordery, C. (2005). The annual general meeting as an accountability mechanism. Recuperado de, <https://www.researchgate.net/publication/28800264> doi: 10.2139/ssrn.1286930
- Denis, D. (2001). Twenty-five years of corporate governance research...and counting. *Review of Financial Economics*, Volume 10, Issue 3, P 191-212. Recuperado de <https://www.researchgate.net/publication/223867376>. doi:10.1016/S1058-3300(01)00037-4
- Edelman, P., & Thomas, R. (2003). Voting models, corporate elections and takeover bids. *Vanderbilt Law Review*, Vol. 58, p. 453, 1004; *Vanderbilt Law and Economics Research Paper* No. 03-09. Recuperado de <https://www.researchgate.net/publication/228232779>. doi: 10.2139/ssrn.429160
- Escuder, S., & Miashiro, C. (2006). O conselho fiscal como instrumento de proteção e geração de valor aos acionistas minoritários: Uma ótica da governança corporativa. Santos. *Revista Eletrônica de Gestão de Negócios*. V2. N2. abril-junho/2006. Universidade Católica de Santos. Recuperado de <https://www.researchgate.net/publication/255639848>
- Fairfax, L. (2010). Virtual shareholder meetings reconsidered. *Seton Hall Law Review*, Vol. 40:1367. Seton Hall University. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=1787297>
- Galdi, F., & Lopes, A. (2008). Relação de longo prazo e causalidade entre o lucro contábil e o preço das ações: Evidências do mercado latino-americano. *Revista de Administração*, 43(2), 186-201. Recuperado de <https://www.revistas.usp.br/rausp/article/view/44476> . doi: 10.1590/S0080-21072008000200006
- Gantchev, N., & Giannetti, M. (2019). The costs and benefits of shareholder democracy: Gadflies and low-cost activism. *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper* No. 586/2018. Recuperado de SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3269378>. doi: 10.2139/ssrn.3269378
- Gujarati, D., & Porter, D. (2009). *Econometria básica*. Porto Alegre: Ed. AMGH
- Harris, M., & Raviv, A. (2010). Control of corporate decisions: Shareholders vs. management. *Review of Financial Studies*, 23(11), 4115–4147. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=965559>. doi: 10.2139/ssrn.965559

- Hewitt, P. (2011). The Exercise of Shareholder Rights: Country Comparison of Turnout and Dissent. *OECD Corporate Governance Working Papers* No. 3. Recuperado de <https://ideas.repec.org/p/oec/dafaae/3-en.html>. doi: 10.1787/5kg54d0111vf-en
- Houston, A., Yao, Y., Okoli, C., & Watson, E. (2004) Will remote electronic voting systems increase participation?. *Electronic Government an International Journal*. 2(3):353-368. Recuperado de <https://www.inderscience.com/info/inarticle.php?artid=7783>. doi: 0.1504/EG.2005.007783
- Iliev, P., Lins, K., Miller, D., & Roth, L. (2015). Shareholder voting and corporate governance around the world. *The Review of Financial Studies*, 28(8),2167–2202. doi: 10.1093/rfs/hhv008
- Instrução CVM n. 481, de 17 de dezembro de 2009. Dispõe sobre informações e pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto em assembleias de acionistas. Recuperado de <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst481.html>
- Instrução CVM n. 561, de 07 de abril de 2015. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução 480. Recuperado de <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst561.html>
- Iwatani, M., & Taki, T. (2009). Evolution of general shareholders' meetings in Japan. *Nomura Journal of Capital Markets*, Vol. 1, No. 1, 2009. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1423723
- Jensen M., & Meckling W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, V. 3, No. 4. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>. doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Lafarre, A. (2017). Small shareholder participation in european AGMs. Parcialmente publicado em: Lafarre, Anne (2017). The AGM in Europe: Theory and practice of shareholder behaviour: Emerald Group Publishing; *Conference working paper European Association of Law and Economics*, (EALE, London 2017). Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=3249428> . doi:10.2139/ssrn.3249428
- Las Casas A., Correa D., & Siani S. (2016). Fenomenologia, método fenomenológico e pesquisa empírica: O instigante universo da construção de conhecimento esquadrihada na experiência de vida. *Rev Adm UNIMEP*. 2016;14(1):193-219. Recuperado de. <http://www.spell.org.br/documentos/ver/40956/fenomenologia--metodo-fenomenologico-e-pesquisa-empirica--o-instigante-universo-da-construcao-de-conhecimento-esquadrihada-na-experiencia-de-vida/i/pt-br>. doi:10.15600/1679-5350/rau.v14n1p193-219
- Lei n. 6404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Recuperado de http://www.normaslegais.com.br/legislacao/contabil/lei6404_1976.htm
- Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica. Recuperado de: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112431.htm
- Loncke, M., & Jos, D. (2004). Online voting: A legal perspective. *International Review of Law Computers and Technology*, 18(1), 59-79. doi:10.1080/13600860410001674742

- Nathan, C. (2007, April). "Empty voting" and other fault lines undermining shareholder democracy: The new hunting ground for hedge funds. *Latham & Watkins. M&A Deal Commentary*. Recuperado de <https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1581&context=jbl>
- Norris, P. (2002). *E-voting as the magic ballot?*. Harvard University. Cambridge. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=336542>. doi:10.2139/ssrn.336542
- Okimura, R. (2003). *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil* (Dissertação de Mestrado). Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, SP. Brasil.
- Patino, C., & Ferreira, J. (2015). O que realmente significa o valor-p?. *Jornal Brasileiro Pneumol*, 41(5), 1. Recuperado de https://www.scielo.br/pdf/jbpneu/v41n5/pt_1806-3713-jbpneu-41-05-00485.pdf
- Proctor, G., & Miles, L. (2003). *Corporate governance*. London: Cavendish Publishing Limited
- Requião, R. (2014). *Curso de direito comercial* (31a. ed., Vol 2). São Paulo: Saraiva.
- Robert, B. (2014). *Exercício do direito de voto nas assembleias das companhias brasileiras, pedidos públicos de procuração, voto e participação a distância* (Tese de Doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, SP, Brasil.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2015). *Administração financeira: Corporate finance* (10a ed.). Porto Alegre: AMGH Editora.
- Saccone, F. (2010). E-proxy reform, activism, and the decline in retail shareholder voting. *The Conference Board Director Notes* No. DN-021. doi: 10.2139/ssrn.1731362
- Sal, K. (2015). Remote internet voting and increase of voter turnout: happy coincidence or fact? The case of Estonia. *Masaryk University Journal of Law and Technology*, 92, 15-32 doi: 10.5817/MUJLT2015-2-2
- Saturnino, O., Saturnino, V., Lucena, P., Caetano, M., & Santos, J. F. (2012, setembro). Oferta pública inicial (IPO) de ações no Brasil: Uma análise dos retornos da IPO de ações com baixo índice Preço/Lucro (P/L). *Anais do Simpósio Brasileiro de Pesquisa Operacional*. Rio de Janeiro. 24-28. Recuperado de <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/48106/>
- Sharma, J., Kanojia, S., & Gupta, S. (2018). An empirical evaluation of legislative reforms for e-corporate governance in indian companies. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 12(2), 29-45. Recuperado de <https://ro.uow.edu.au/aabfj/vol12/iss2/3/>. doi:10.14453/aabfj.v12i2.3
- SDM n. 09/2014. Relatório de análise: Audiência pública – Processo CVM nº RJ-2011-13930. Alteração dos dispositivos da Instrução 480/09 e da Instrução 481/09 – Participação e votação a distância em assembleias gerais. Recuperado de http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0914.html
- Silva M., & Grigolo, T. (2002). *Metodologia para iniciação científica à prática da pesquisa e da extensão II*. Florianópolis: UDESC

- Silveira, A. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil* (Tese de Doutorado). Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, SP, Brasil.
- Silveira, A. D. M. da., Barros, L. A. B. de C., Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor nas companhias abertas brasileiras. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 43(3), 50-64. doi:10.1590/S0034-75902003000300005
- Silveira, A., Barros, L. (2008). Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *REAd. Revista Eletrônica de Administração*, 14(3), 512-540. Recuperado de <https://seer.ufrgs.br/read/article/view/39338>
- Silveira, A., & Dias, A. Jr. (2007). *Impacto da divulgação de disputas entre acionistas controladores e minoritários sobre o preço das ações no Brasil*. Recuperado de https://www.academia.edu/27650174/Impacto_da_divulga%C3%A7%C3%A3o_de_disputas_entre_acionistas_controladores_e_minorit%C3%A1rios_sobre_o_pre%C3%A7o_da_s_a%C3%A7%C3%B5es_no_Brasil
- Silveira, R. Z., Fisher, C., & Olivier, M. (2010) A fenomenologia como método de pesquisa: Uma análise a partir dos trabalhos publicados nos principais eventos e revistas nacionais em administração – 1997 a 2008. *Anais do Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – ENANPAD*, 2010, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 34, Recuperado de http://www.anpad.org.br/diversos/down_zips/53/eor1443.pdf
- Strätling, R. (2003). General meetings: A dispensable tool for corporate governance of listed companies?. *Corporate Governance*, 11(1), 74-82. doi:10.1111/1467-8683.00303
- Thomas, R. S., & Cotter, J. F. (2015). Shareholder proposals post-enron: What's changed, what's the same? *Vanderbilt Law School working paper*. Recuperado de <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.524.1840&rep=rep1&type=pdf>
- Van der Elst, C. (2011). Revisiting shareholder activism at AGMs: Voting determinants of large and small shareholders. *ECGI - Finance Working Paper No. 311/2011, Tilburg Law School Research Paper No. 019/2011*. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=1886865>. doi: 10.2139/ssrn.1886865
- Van der Elst, C., & Lafarre, A. (2017). Bringing the AGM to the 21st Century: Blockchain and smart contracting tech for shareholder involvement. *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 358/2017*. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=2992804>. doi: 10.2139/ssrn.2992804
- Vassil, K., Solvak, M., Vinkel, P., Trechsel, A. H., & Alvarez, R. M. (2016). The diffusion of internet voting. Usage patterns of internet voting in Estonia between 2005 and 2015. *Government Information Quarterly*, 33(3), 453-459. doi: 10.1016/j.giq.2016.06.007
- Zetsche, D. A. (2005). Corporate governance in cyberspace: A blueprint for virtual shareholder meetings. *CBC-RPS No. 0011*. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=747347>. doi: 10.2139/ssrn.747347

Zetsche, D. A. (2007). Virtual shareholder meetings and the European shareholder rights directive: Challenges and opportunities. *CBC-RPS* No. 0029. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=996434>. doi: 10.2139/ssrn.996434