Tese de doutorado

Orientador: Professor Associado Eduardo Secchi Munhoz

Candidato: Bruno Robert; n.º USP: 3145992

Exercício do direito de voto nas assembleias das companhias brasileiras,
pedidos públicos de procuração, voto e participação à distância

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

São Paulo - 2014

"Diziam-me depois, que o acionista aparecia, ao fim de três chamadas, ouvia distraído o relatório, puxava o relógio, recebia uma cédula, metia-a na urna, e punha-se a panos. Não, retorquia eu, é impossível; se ele fosse um simples fiscal, podia fazer o que faz o da minha freguesia. Mas ele é o próprio capital, é o fundo, é *super hanc petram*. Sem ele não há casa nem obra... Mas então como explica? Não explico, ignoro; só sei que o acionista é uma bela concepção."

Machado de Assis
Bons Dias! (Gazeta de Notícias)
23 de fevereiro de 1889

ÍNDICE

RESUMO.....	1
INTRODUÇÃO.....	4
CONTRIBUIÇÃO ORIGINAL AO ESTADO DA ARTE DO TEMA TRATADO	8
CAPÍTULO I. – DIREITO DE VOTO	17
Parte A: Parte geral.....	17
1. Democracia e voto	17
2. O voto nas organizações empresariais	18
3. O princípio majoritário e suas implicações	24
4. Os princípios da proporcionalidade e da unidade de voto por ação	28
5. O status de sócio	32
6. Direitos, deveres e obrigações dos sócios	34
7. Direito de voto dos sócios.....	40
8. Titularidade do direito de voto.....	42
9. O caso das ações preferenciais.....	44
10. O caso das <i>golden shares</i>	48
11. Deveres e obrigações: abuso do direito de voto e conflito de interesses	52
12. Deveres e obrigações: abuso do direito de voto e conflito de interesses, continuação	59
Parte B: Direito de voto e governança corporativa	63
1. Responsabilidades do titular do direito de voto em tempos de dispersão acionária	63
2. <i>Say on pay</i> : monitoramento da remuneração dos administradores por meio do voto	67
3. <i>Negative vote</i> e a subversão do direito do voto estimulada pelo uso de derivativos	74
4. <i>Hidden</i> ou <i>morphable ownership</i> , <i>empty voting</i> e outras formas de subversão do direito de voto	77
5. O caso do aluguel de ações	85
5.1 Alguns números.....	86
5.2 Instrução CVM n.º 441/06.....	87
5.3 O comunicado ao mercado de 08 de novembro de 2006.....	88
5.4 Procedimentos operacionais da BM&FBovespa	90
5.5 Empréstimo de ações em tesouraria	93
5.6 Os casos Telemar	94
5.7 Efeitos e riscos para o mercado	97
6. A venda do voto.....	102
7. Direito de voto e representatividade	110
7.1 Voto em separado.....	111
7.2 Voto múltiplo	121
7.3 Representação sindical (art. 140, § único).....	123
8. Direito de voto e operações entre empresas relacionadas	124
9. Direito de voto nas empresas em recuperação judicial	125
CAPÍTULO II. – EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO	128

Parte A: Assembleias gerais.....	128
1. Introdução.....	128
2. Características.....	129
3. Convocação	132
4. Direito a informação associado ao direito de voto: publicações, disponibilização de documentos e a necessária quebra de paradigmas	140
5. Credenciamento, instalação, mesa assemblear e ata	150
6. Quoruns	158
7. Deliberações	171
7.1 Ordem de votação.....	172
7.2 Formas de votação.....	174
7.3 Recebimento dos votos, de manifestações, protestos e documentos	174
7.4 Contagem dos votos	175
7.5 Anúncio do resultado da votação	176
8. Limitações e suspensão do exercício do direito de voto	177
9. <i>Bundling</i> , <i>entrenchment</i> e outras formas de interferência no exercício do direito de voto	183
10. Encerramento e formalização	188
11. A questão da nulidade, da anulabilidade e da ineficácia no direito societário	190
11.1 Atos nulos.....	197
11.2 Atos anuláveis	200
11.3 Vícios da assembleia, do voto e das deliberações	202
11.4 Atos ineficazes	204
12. Acordos de acionistas	205
13. As assembleias especiais de acionistas	215
14. As assembleias especiais de debenturistas e de titulares de partes beneficiárias	219
Parte B: Ativismo acionário	221
1. Introdução	221
2. O custo, a função e a ilusão do ativismo societário.	224
3. Voto por procuração ou correio, votação eletrônica, participação virtual e a redução do custo individual de atuação do acionista	230
4. O papel das <i>proxy advisory firms</i> e a indústria da governança corporativa	233
5. O papel dos fundos de investimentos como ativistas acionários	237
6. <i>Wolf packs</i> : o risco dos investidores institucionais predatórios	240
7. O governo como ativista acionário	244
CAPÍTULO III. – REPRESENTAÇÃO	248
Parte A: Representação direta	248
1. A transferência do exercício do direito de voto: introdução	248
2. Cessão do direito de voto.....	249
3. Garantias e direitos reais.....	256
3.1 Penhor	257

3.2	Alienação fiduciária	261
3.3	Usufruto.....	263
4.	Representação por procuração	266
5.	Representação legal, institucional ou apresentação e representação de incapaz.....	268
Parte B: Representação indireta		269
1.	Representação delegada.....	269
2.	Comitês independentes	270
3.	Representação por meio de fundos e outros veículos de investimento, ou por instituições depositárias	274
CAPÍTULO IV. – PEDIDOS PÚBLICOS DE PROCURAÇÃO: DIREITO COMPARADO.....		277
Parte A: Estados Unidos		277
1.	Introdução	277
2.	A divisão da competência regulatória entre o governo federal e os estados	281
3.	<i>The Delaware General Corporation Law</i>	283
4.	<i>The Business Model Corporation Act</i>	284
5.	<i>The 1934 Securities Exchange Act, Section 14</i>	285
6.	<i>The 1940 Investment Advisers Act</i>	289
7.	<i>The 1940 Investment Company Act</i>	291
8.	As recentes reformas na <i>federal proxy regulation: shareholder access</i>	292
9.	<i>The Dodd-Frank Act</i> e o impacto da crise financeira de 2008.....	299
10.	O <i>Concept Release</i> de 14 de julho de 2010 e o futuro da <i>federal proxy regulation</i>	300
11.	Panorama dos precedentes norte-americanos em matéria de <i>proxy voting</i>	302
Parte B: Outros exemplos		309
1.	Comunidade Europeia: a diretiva 2007/36/CE, de 11 de julho de 2007	309
2.	Inglaterra.....	314
3.	Alemanha.....	316
4.	França	319
5.	Japão	321
6.	Hong Kong	323
CAPÍTULO V. – PEDIDOS PÚBLICOS DE PROCURAÇÃO: O CASO BRASILEIRO		327
Parte A: O mercado acionário brasileiro e a elaboração da Instrução CVM n.º 481/09		327
1.	O histórico brasileiro de concentração acionária	327
2.	Tendências recentes de dispersão do controle acionário.....	330
3.	O art. 126, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações.....	335
4.	A Instrução CVM n.º 481/09	337
5.	Função da Instrução CVM n.º 481/09.....	337
6.	O debate público a respeito da Instrução CVM n.º 481/09	338
7.	A utilização dos pedidos públicos de procuração no Brasil.....	340
7.1	Os pedidos realizados pela administração: Renner, Natura, Cetip e outras.....	341
7.2	O caso Valid	342

7.3	O caso Brasil Telecom Oi	345
7.4	O caso Gafisa	346
7.5	O caso Eletrobrás	346
Parte B: A Instrução CVM n.º 481/09		347
1.	Art. 22, <i>caput</i> : o conceito de pedido público de procuração	347
2.	Art. 22, § único: fundos de investimento sob gestão comum	356
3.	Teor, linguagem e limites da publicidade do pedido público de procuração	357
4.	Art. 23: o pedido público, documentos e informações (<i>proxy statement</i> e <i>proxy material</i>)	361
5.	Art. 24: a procuração	364
5.1	Formato: instrumento de mandato ou <i>proxy card</i>	364
5.2	Linguagem.....	367
5.3	Art. 24, inc. I: (im)parcialidade das procurações.....	368
5.4	Art. 24, inc. II: indicação de como o procurador deverá votar, procuração em branco e voto não uniforme.....	372
5.5	Art. 24, inc. III: validade e (ir)revogabilidade da procuração	374
5.6	Documentos de representação	378
5.7	Obrigações e responsabilidades do mandante: impedimentos e conflitos	379
5.8	Obrigações e responsabilidades do mandatário: impedimentos e conflitos.....	381
6.	Arts. 23, 33, 35 e anexo 23: informações obrigatórias e informações adicionais	382
6.1	Art. 23, <i>caput</i> : anexo 23	382
6.2	Art. 23, § 1º, inc. I: documentos pertinentes à ordem do dia.....	384
6.3	Art. 23, § 1º, inc. II: outras informações e documentos relevantes	385
6.4	Art. 33: informações e documentos adicionais.....	386
6.5	Art. 23, § 2º, e art. 31: disponibilização dos documentos na internet.....	386
7.	Arts. 25 e 31: abrangência do pedido e uso da internet	387
8.	Arts. 26, 27 e 31: procedimento para a disponibilização eletrônica de documentos.....	390
9.	Art. 28: inclusão de candidato indicado por acionista	393
10.	Inclusão de propostas elaboradas por acionistas e a restrição do art. 123, § único, “c” e “d”.	403
11.	Arts. 29 e 32: custos.....	408
12.	Art. 30: relação de endereços.....	414
12.1	Arts. 126, § 3º, e 100, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações: inversão do ônus e <i>fast track</i>	414
12.2	Art. 30, <i>caput</i> e § 1º: prazos	421
12.3	Art. 30, <i>caput</i> e § 2º: requisitos e legitimidade para a solicitação	422
12.4	Art. 30, § 3º: limites da discricionariedade dos administradores	423
12.5	Inaplicabilidade do art. 30 na solicitação para os fins do art. 28	424
12.6	Art. 30, § 4º: formato da relação de endereços	425
13.	Art. 34: consequências da infração à Instrução CVM n.º 481/09	426
14.	(In)aplicabilidade da Instrução CVM n.º 481/09 às companhias fechadas	428
15.	Eficácia da Instrução CVM n.º 481/09 e sugestões de aperfeiçoamento	429
CAPÍTULO VI. – VOTO E PARTICIPAÇÃO À DISTÂNCIA: DIREITO COMPARADO		435

Parte A: Estados Unidos	435
1. Introdução	435
2. A divisão da competência regulatória entre o governo federal e os estados	437
3. <i>The Delaware General Corporation Law</i>	438
4. <i>The Business Model Act</i>	441
5. <i>The 1934 Securities Exchange Act</i> , as <i>e-proxy rules</i> e os <i>electronic shareholder forums</i>	443
6. <i>Regulation FD</i> e a utilização da internet para a divulgação de informações	446
7. O <i>Concept Release</i> de 14 de julho de 2010: a inesperada barreira cultural ao acesso eletrônico a informações	449
8. Yahoo, Walmart e Johnson & Johnson: a utilização dos meios eletrônicos na prática	453
Parte B: Outros exemplos	455
1. Comunidade Europeia: a diretiva 2007/36/CE, de 11 de julho de 2007	455
2. Inglaterra	456
3. Alemanha	457
4. França	459
5. Japão	460
6. Hong Kong	461
CAPÍTULO VII. – VOTO E PARTICIPAÇÃO À DISTÂNCIA: O CASO BRASILEIRO	465
Parte A: O parágrafo único do art. 121 da Lei das Sociedades por Ações	465
1. Colocação do problema	465
2. A legislação brasileira	467
3. Posição da CVM no caso MZ Consult (processo CVM n.º RJ2008/1794)	470
4. Certificação digital	471
5. Primeiras experiências	473
5.1 Eternit	473
5.2 Brasil Foods	474
5.3 Natura	474
5.4 Itaú	474
6. O parágrafo único do art. 121 da Lei das Sociedades por Ações: direito dos acionistas?	475
7. O direito de voto à distância e o inofensivo sacrifício do direito de participação ou deliberação. ..	480
8. O art. 124, § 2º, e a obrigatoriedade da realização da assembleia na sede social	483
9. Os arts. 127 e 100, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações e a presença do acionista	485
10. Comprovação de identidade, as restrições do art. 126 e responsabilidades	486
Parte B: Estudo para a modificação da Instrução CVM n.º 481/09	487
1. Introdução	487
2. O anúncio de convocação	488
3. Direito do acionista	488
4. O requerimento por parte dos acionistas como condição e participação mínima	490
5. Meios eletrônicos adequados para a participação à distância	491
6. Meios eletrônicos adequados para a votação à distância	493

7. Política de participação e exercício do direito de voto à distância.....	496
8. Livros eletrônicos	496
9. Consequências da infração à Instrução CVM n.º 481/09	497
10. Inaplicabilidade às companhias fechadas	498
CAPÍTULO VIII. – CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO.....	499
BIBLIOGRAFIA	503
ABSTRACT.....	537

RESUMO

Pela primeira vez em sua história o mercado de capitais nacional lida com uma real, ainda que localizada, tendência de dispersão da titularidade acionária e com certo nível de popularização do investimento em companhias abertas, estimulados por um crescimento econômico, de consumo e de investimento estrangeiro também sem precedentes.

A última década foi, de fato, um período fascinante para os entusiastas do direito societário; um período de crescente complexificação e especialização no ambiente societário nacional, que, em conjunto com o desenvolvimento recente das tecnologias de comunicação, vem desafiando os fundamentos da Lei das Sociedades por Ações, de 1976, e testando a capacidade de adaptação das instituições legais e regulatórias brasileiras.

Nesse contexto, o estudo dos mecanismos de exercício do direito de voto, dos pedidos públicos de procuração e para o voto e participação à distância nas assembleias, mostrou-se um meio efetivo de contribuição para a construção de uma ponte entre o antigo e o novo mercado de capitais brasileiro.

Para tanto, são três as contribuições principais pretendidas por este estudo.

A primeira consiste na análise sistematizada inaugural, na doutrina nacional, da legislação e da regulação aplicáveis aos pedidos públicos de procuração, voto e participação à distância nas assembleias gerais.

Essa análise conclui pela necessidade da realização de determinados ajustes na regulação do mercado de capitais brasileiro.

Entre esses ajustes, estão (i) a construção de uma disciplina para a inclusão de propostas de acionistas no material de pedidos públicos de procuração da administração e (ii) a elaboração de normas que regulem o exercício do direito de voto e a participação à distância nas assembleias gerais, normas essas que devem pressupor ambos como direitos legalmente garantidos aos acionistas e que devem prever a possibilidade de implementação

escalonada das correspondentes obrigações das companhias, de acordo com a evolução dos meios tecnológicos disponíveis.

A segunda contribuição consiste na reflexão, também seminal no cenário brasileiro, a respeito dos efeitos da dissociação entre a titularidade da ação e o exercício do direito de voto no mercado de capitais contemporâneo, bem como dos efeitos decorrentes da correlata defasagem entre a compreensão doutrinária do direito de voto e a compreensão doutrinária do exercício desse direito.

A desatualização da legislação, da regulação e principalmente da doutrina brasileira em relação às normas em vigor nos mercados mais desenvolvidos, no que diz respeito à assimilação do desenvolvimento tecnológico e dos instrumentos financeiros pelo direito societário, é agravada pelo fato de que as transações realizadas no mercado local já envolvem os mais modernos e complexos instrumentos financeiros utilizados globalmente.

O conseqüente descolamento entre o direito e a realidade, verificados concretamente em casos como o aluguel de ações, o uso de derivativos e a venda do voto, por exemplo, desestabiliza as bases para responsabilização pelo cometimento de abusos no exercício do direito de voto, na medida em que a relação entre a titularidade da ação e o exercício do direito de voto já não é mais tão clara.

Este trabalho procura trazer à superfície essas questões e realinhar o entendimento científico a respeito do exercício do direito de voto com as práticas atuais do mercado.

A terceira contribuição consiste no questionamento por este estudo da capacidade da Lei das Sociedades por Ações de enfrentar uma nova realidade, em que deixa de ser certa a existência da polarização de poder entre um controlador majoritário e acionistas minoritários atomizados, e na qual necessidades históricas de fisicalidade e concomitância deixam de ser pressupostos obrigatórios na construção de conceitos relacionados ao relacionamento entre acionistas, administradores e a companhia.

O trabalho constata que a Lei das Sociedades por Ações não está inteiramente preparada para uma realidade em que nem sempre haverá um acionista controlador definido e em que o acionista minoritário nem sempre será um pequeno e pouco informado investidor, mas

eventualmente um investidor institucional, com escala e recursos suficientes para efetivamente processar as informações divulgadas pela companhia e interferir em sua gestão.

No mesmo passo, constata-se também que a ideia da realização de assembleias que deixem de ser delimitadas no espaço e no tempo, e que não mais dependam da interação física e simultânea de seus participantes, perfeitamente aceitável na atual dimensão das interações sociais, está ainda longe de ser consistentemente recepcionada pela legislação societária nacional.

Uma análise abrangente dos efeitos para o mercado Brasileiro dos limites de uma magistral, mas já trintária lei societária, em contraste com o impacto do desenvolvimento financeiro e tecnológico experimentado pelo mundo em anos recentes, já era, assim, mais do que devida.

Este estudo procura, assim, fazer frente a essa necessidade ao identificar alguns dos sinais de defasagem da lei societária e colocá-los em discussão.

*

INTRODUÇÃO

Propõe-se, nesta tese, explorar integralmente o exercício do direito de voto do acionista, assim como esse direito se encontra inserido no sistema jurídico e na realidade empresarial brasileira, desembocando na análise de suas mais modernas corporificações, que são os pedidos públicos de procuração, o voto e a participação em assembleias à distância.

Esses temas serão tratados em pouco mais de 150 itens, divididos em 8 capítulos.

O primeiro capítulo tratará introdutoriamente do direito de voto. O segundo do exercício desse direito diretamente pelo acionista. No terceiro capítulo serão discutidas as formas de transferência do poder ou de parte do poder para exercer o direito de voto do acionista. O quarto capítulo tratará especificamente dos pedidos públicos de procuração no direito comparado, enquanto que o quinto capítulo discorrerá sobre o tema no direito e na realidade nacional. O sexto capítulo examinará o voto e a participação em assembleias à distância em seus aspectos práticos, legais e regulatórios, no direito comparado. No sétimo capítulo a mesma análise se repetirá, para o caso brasileiro. No último capítulo serão aduzidas as considerações finais deste trabalho e sua conclusão.

Optou-se, como se denota pelo título, por olhar o fenômeno do direito de voto nas companhias a partir de seu exercício. Não é o objetivo primordial deste estudo, portanto, atacar o assunto por sua natureza, histórico ou pela constituição do próprio direito de voto. Ao contrário, busca-se compreender e explicar o viés mais prático do direito de voto, que é a forma de materialização desse direito por seus possuidores, ou seja, seu próprio e efetivo exercício.

A ressalva é de extrema importância. Com ela, sabe-se de onde parte e para onde vai o texto que se seguirá. Desde o início, sabe-se que a análise partirá do direito de voto posto e formado, sem perfunções a respeito de origem dogmática, e caminhará apenas em frente, procurando abordar as questões do dia-a-dia com as quais se deparam acionistas, administradores e aplicadores do direito em situações societárias quotidianas.

Antes de explorar o que é o direito de voto, portanto, o propósito deste estudo é o de se descobrir a que serve esse direito e, principalmente, como se pode dele se servir.

A escolha dessa abordagem, e do próprio tema, fundamenta-se em três razões principais.

Em primeiro lugar – e essa é uma razão formal – teses e obras diversas já trataram do direito de voto, nas quais sempre se lidou subsidiariamente com o exercício desse direito. Poucos estudos, no entanto, colocaram o exercício do voto do acionista como seu protagonista, sistematizando-se toda uma obra em torno exclusivamente do exercício desse direito. Com a abordagem escolhida, portanto, tanto se deseja evitar repetições desnecessárias, utilizando-se como base aquilo de melhor que já foi escrito sobre o assunto, quanto se busca reservar mais esforço para reflexões inéditas, o que é, aliás, a essência de uma tese de doutoramento.

A segunda razão decorre da convicção pessoal do autor de que os fundamentos teóricos são pressupostos essenciais, enquanto que a manifestação prática dos institutos de direito devem ser o objeto de preocupação por excelência das obras jurídicas. Nesse sentido, a análise do exercício do direito de voto mostra-se lógica e evidentemente como uma alternativa mais além na escala de concretude do que o puro estudo do direito de votar.

Não há, de fato, outra forma de se bem compreender o direito, e fazê-lo evoluir, senão pelo reconhecimento de que o direito advem e retorna para seus objetivos concretos. A teoria é e deve se manter como instrumento a serviço do que busca o mundo de fato¹.

Por fim, e essa é uma imposição da realidade, o desenvolvimento tecnológico recente e o modo como os agentes da economia têm se relacionado, em um contexto em que os negócios são globais, virtuais e extremamente velozes, fez com que a compreensão científica do exercício do direito de voto se descolasse do exame dos fundamentos teóricos desse direito.

¹ “No domínio do direito nada existe senão pelo fim e para o fim; todo o direito não é mais que uma criação do fim (...)” (IHERING, Rudolf Von, *A evolução do direito*, Livraria Progresso, Salvador, 1950, p. 350).

Em outras palavras, por imposição dos fatos, o nível de entendimento a respeito do exercício do voto repentinamente defasou-se em relação ao entendimento sobre o direito de voto.

Com a tecnologia, passou a ser possível a participação ao vivo de acionistas em assembleias que ocorrem em outro continente. Com o desenvolvimento econômico, e isso é novidade para o Brasil, o mercado engrenou-se numa tendência de dispersão acionária que poderia nunca ter chegado ao país².

Ambos os fatos, e as demais complexificações das relações econômicas a eles associados, trouxeram diversos novos dilemas para a teoria societária, especialmente para a disciplina do voto e da participação dos acionistas nas assembleias gerais³.

Juntamente com os novos dilemas, caminha a necessidade da adaptação da legislação, da regulação e da aplicação do direito.

Esse é o caso, por exemplo, do pedido público de procuração. Uma matéria prevista desde a redação original da Lei das Sociedades por Ações, em seu art. 126, que aguardou mais de 30 anos, latente, até encontrar o momento propício para geminar em toda sua complexidade e utilidade para o mercado de capitais.

É o caso também da nova redação do parágrafo 2º do art. 100 e dos novos parágrafos únicos dos arts. 121 e 127, os quais, no entanto, foram introduzidos apenas em 2011, pela

² De acordo com o Anuário de Governança Corporativa, de 2013, da revista Capital Aberto, entre as 100 companhias com ações mais negociadas na bolsa de valores, 47% apresentam controle minoritário ou compartilhado, 42% apresentam controle majoritário e 11% são consideradas companhias com capital pulverizado.

³ De alguns poucos anos para cá, o direito societário nacional tem visto com otimismo e grata surpresa o surgimento, por exemplo, de frequentes disputas entre acionistas minoritários por vagas destinadas a eleição em separado em conselhos de administração e fiscal, fato esse que traduz com precisão o significado concreto dessa evolução quantitativa e qualitativa do mercado de capitais brasileiro. Também de se notar, no mesmo sentido, a manifestação de um grupo de acionistas realizada publicamente, em 12 de junho de 2012, na sede da Comissão de Valores Mobiliários, por ocasião do julgamento do processo CVM n.º 27/2005, envolvendo a Laep Investments Ltd.. Parece ter sido o primeiro protesto público, inteiramente societário, a atingir fisicamente as premissas da autarquia, o que também demonstra o desenvolvimento do mercado de capitais se embrenhando e eclodindo por diversas caldeiras da estrutura da sociedade civil brasileira (a respeito, ver a reportagem do jornal o Estado de São Paulo, disponível eletronicamente em <http://www.estadao.com.br/noticias/impreso,julgamento-da-parmalat-na-cvm-termina-em-discussao-,885668,0.htm>).

Lei n.º 12.431, e que instituem o direito do acionista de participar e votar à distância nas assembleias gerais⁴.

E, com efeito, é no exame dos aspectos da utilização do pedido público de procuração e dos mecanismos de participação e voto à distância que se desvendam o efetivo direito do voto, a sua função, a relação com a proteção dos demais direitos do acionista, bem como a materialização de seu investimento, diante do funcionamento político da organização formada a partir da conjunção dos interesses de todos os elementos que gravitam em torno da estrutura societária.

Essas são as razões pelas quais se decidiu por enfrentar o tema escolhido para este estudo, com a abordagem proposta. Espera-se que sejam razões legítimas e que atinjam seus objetivos.

*

⁴ O art. 136, § 2º, também merece ser mencionado por prever, desde 1976, a possibilidade de redução do quorum qualificado para a aprovação de determinadas matérias, em companhias com o capital social disperso. De modo semelhante, o art. 137, inc. II e alínea “b”, com redação dada pela reforma de 2001 da lei societária, restringe o direito de retirada dos acionistas em companhia cujas ações apresentem liquidez e dispersão no mercado.

CONTRIBUIÇÃO ORIGINAL AO ESTADO DA ARTE DO TEMA TRATADO

De acordo com o art. 6º, § 2º, do Regimento da Pós-Graduação da Universidade de São Paulo (Resolução n.º 6.542, de 18 de abril de 2013), “[c]onsidera-se tese de Doutorado o texto resultante de trabalho supervisionado de investigação científica, tecnológica ou artística que represente contribuição original em pesquisa e inovação, visando desenvolvimento acadêmico ou profissional, de acordo com a natureza da área e os objetivos do curso”.

A originalidade do tema ora proposto é incontroversa. Uma realidade econômica absolutamente refratária à possibilidade de utilização de pedidos públicos de procuração e uma realidade tecnológica insuficiente para propiciar a contento votações e deliberações à distância mantiveram a doutrina societária nacional logicamente estéril de quaisquer estudos a esse respeito, durante toda a sua história e até muito pouco tempo atrás.

Com efeito, o art. 126, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações, que genericamente prevê poderes para a CVM regular o pedido público de procurações, passou mais de 30 anos sem ser preenchido. Apenas no final de 2009, a CVM valeu-se de sua autoridade para editar a primeira norma a respeito de pedidos públicos de procuração na história do direito societário nacional.

Essa norma reconheceu o início de uma transição do mercado de capitais nacional de uma realidade de controle historicamente concentrado para uma fase de inicial pulverização.

Ainda mais recentemente, com a Lei n.º 12.431/11, estreou na legislação nacional a disciplina do voto e da participação dos acionistas em assembleias à distância. E, a partir do ano de 2012, a Comissão de Valores Mobiliários iniciou as discussões com representantes do mercado sobre a primeira minuta de possíveis novos artigos para a Instrução CVM n.º 481/09, que disciplinariam o voto e a participação em assembleias à distância.

As novidades econômicas, tecnológicas, legislativas e normativas, acima referidas, são ainda extremamente recentes, não havendo sido escrito até o momento qualquer estudo jurídico de maior impacto sobre essas matérias, quanto menos uma tese exclusivamente voltada ao exame da nova disciplina e dos institutos jurídicos enquadrados dentro da realidade nacional.

O estudo sistematizado do pedido público de procuração e do voto e da participação à distância, por si só, já vale como inovação no direito societário nacional. Especialmente porque se está falando de dispositivos, normas e institutos jurídicos nunca, ou praticamente nunca, utilizados na prática societária brasileira.

Para além de extremamente necessária, portanto, essa primeira análise sistematizada daqueles assuntos é, sem dúvida, também original no direito societário brasileiro.

Mas, além das contribuições gerais à compreensão sistematizada da nova disciplina legal e dos respectivos institutos jurídicos, a tese defenderá também diversas posições originais, em pontos mais específicos, relacionados à matéria.

O posicionamento de que o novo parágrafo único do art. 121 encerra um direito dos acionistas, e, portanto, uma obrigação da companhia, não uma mera faculdade, é uma delas.

A necessidade de complementação da Instrução CVM n.º 481/09, para a previsão de disciplina a respeito da inclusão por acionista de matéria na ordem do dia das assembleias é outra.

O estudo procurará apontar também novos parâmetros para se determinar de que forma que a disciplina da responsabilização pelo exercício do direito de voto assume em tempos de dispersão acionária e de instrumentos como o aluguel de ação.

No mesmo passo, este estudo argumentará que a direção que os precedentes da CVM tomaram nos últimos anos a respeito da solicitação da lista de acionistas restringe de forma excessiva, o objetivo reservado pela Lei das Sociedades por Ações para seu art. 100, § 1º, e

distingue, de maneira equivocada, o direito previsto neste dispositivo e aquele previsto no art. 126, § 3º.

Assim como há a discussão, também inédita no país, a respeito de aspectos práticos do processo de pedido público de procuração, envolvendo, por exemplo, o formato da procuração, os parâmetros de linguagem que podem ser utilizados nas comunicações públicas relacionadas aos pedidos, a possibilidade de se solicitar procuração para apenas uma matéria da ordem do dia, ou em apenas uma direção.

Por fim, e de modo mais abrangente, mas não menos original, este estudo procurará avaliar a soma das análises específicas conduzidas nos vários itens que a compõem para refletir a respeito de duas importantes questões para o direito societário brasileiro contemporâneo: (i) a real eficácia das medidas de estímulo ao ativismo acionário e (ii) a efetiva adequação da Lei das Sociedades por Ações à realidade do mercado acionário brasileiro.

Com relação à primeira questão, o mais comum é se enxergar qualquer medida ou iniciativa que estimule acionistas minoritários a participarem com mais afinco da vida da sociedade como algo imune a qualquer tipo de efeito colateral. Principalmente em países como o Brasil, em que a possibilidade real de dispersão acionária ainda é uma novidade alvissareira, que impede o questionamento racional sobre os benefícios e custos do ativismo societário.

É bastante provável, que na maior parte dos casos, a maior participação dos acionistas na gestão ou acompanhamento das atividades sociais trará efeitos saudáveis à empresa. Simplesmente porque essa maior participação implicará maior fiscalização e possível contribuição de ideias para a administração.

Essa constatação, contudo, não deve ser absoluta. É necessário que se reflita até que ponto os próprios acionistas estão interessados em participar da administração da empresa. Ou seja, é preciso se questionar se o custo de se estruturar medidas de incentivo ao

ativismo, sejam elas regulatórias, autorregulatórias ou contratuais, não ultrapassa, em algum ponto, a eficácia do ativismo eventualmente obtido⁵.

Em um momento em que se reflete intensamente sobre o modelo brasileiro de mercado de capitais, examinar qual o nível correto de esforço a ser alocado na construção de estruturas que estimulam o ativismo acionário parece ser fundamental para que a regulação não caminhe na direção errada a partir daqui, ou para que não se desperdice recursos restritos em preocupações menos prioritárias.

Em outras palavras, sequer sabemos qual exatamente será o nível de dispersão e de controle em que o mercado nacional se estabilizará (ou deveria se estabilizar). Ainda que evidentemente sedutora, a ideia de se voltar completamente os esforços de regulação aos meios de inclusão dos acionistas minoritários no dia a dia das sociedades pode ser que não seja a primeira prioridade em nosso direito societário⁶.

⁵ Nesse sentido, em sua obra de política e relações internacionais, de 1640, o Duque de Rohan reflete a respeito do papel inafastável do interesse pessoal na movimentação do mundo e pondera não apenas que o interesse deve ser racionalizado, mas que a busca racional do interesse do príncipe pode levar a resultados socialmente melhores do que a busca heróica por paixões individuais, estando príncipe e súditos igualmente sujeitos às mesmas viscitudes passionais, mas sendo aquele mais capaz de sujeitar suas emoções às razões necessárias para o controle do governo (*De l'intérêt de princes*, Paris, 1640. Uma das versões mais conhecidas da obra é a tradução para o inglês de Henry Hunt, intitulada *A treatise of the interest of the princes and states of christendome. Written in French by the most noble and illustrious Prince, the Duke of Rohan*).

⁶ Com efeito, não há nada que demonstre empiricamente, e sem grandes margens de subjetivismo, que o modelo de controle concentrado, ou mesmo o de controle minoritário, somado a investidores institucionais relevantes, não é eficiente para a realidade do mercado e da sociedade brasileira, aí computados o histórico do desenvolvimento econômico nacional, os valores e as instituições que sustentam a sociedade brasileira. Mesmo que a definição de um modelo de controle societário não fosse muito mais uma consequência inevitável dos impulsos e variações econômicas do que um resultado planejável pela regulação, ainda assim não haveria como se afirmar que cumpriria ao direito societário e aos reguladores buscar uma evolução do mercado por meio da criação de condições para a pulverização do controle societário no país. Não apenas não é possível, como provavelmente não seria o melhor para o mercado de capitais nacional. A respeito, importante a discussão formada pelo conjunto dos seguintes estudos, a respeito da concentração do controle acionário, suas mutações e estruturas concorrentes, seus efeitos, e a influência de outras variáveis sociais, históricas e jurídicas na medição do desempenho dos modelos de controle societário: HANSMANN, Henry, KRAAKMAN, Reinier R., *The end of history for corporate law*, in *Georgetown law journal*, n. 89, 2001, pp. 439 e ss.; LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., *Legal determinants of external finance*, in *Journal of finance*, n. 52, 1997, pp. 1131 e ss.; LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., *Corporate ownership around the world*, in *Journal of finance*, v. 54, 1999, pp. 471 e ss.; ROE, Mark J., BEBCHUK, Lucian, *A theory of path dependence in corporate ownership and governance*, in *Stanford law review*, n. 52, 1999, pp. 781 e ss.; ROE, Mark J., *Political determinants of corporate governance: political context, corporate impact* (2003), in ROE, Mark J. (org.), *Corporate governance: political and legal perspectives*, Edward Elgar, Cheltenham, 2005, pp. 1 e ss.; GILSON, Ronald J., *Globalizing corporate governance: convergence of form or function*, in *American journal of comparative law*, n. 49, 2001, pp. 329 e ss.; GILSON, Ronald J., *Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy*, in *Harvard law review*, v. 119, n. 6, 2005, pp. 1642 e ss.; GILSON, Ronald J., GORDON, JEFFREY N., *Controlling controlling shareholders*, in *University of pennsylvania law review*, n. 152, 2003, pp. 785 e ss.; GILSON, Ronald J., HANSMANN, Henry, PARGLENDER,

O que leva à segunda questão colocada acima.

A Lei n.º 6.404/76 é, sem dúvida, uma peça legislativa exemplar. Em termos de organização, precisão e completude. É também um modelo de engenharia jurídica, porque foi preparada não apenas para cruzar décadas sem perder sua unidade, como também para lidar consistentemente com duas forças antagônicas: o acionista controlador, em quem os legisladores depositaram suas esperanças para o impulso ao empreendedorismo brasileiro⁷, e os acionistas minoritários, sem os quais os primeiros nunca ultrapassariam os limites da empresa familiar, antiga e de expansão contida num mundo que já se anunciava global e dinâmico⁸.

Foram de fato mais de 35 anos, até aqui, sem que os alicerces da Lei das Sociedades por Ações se abalassem de forma significativa. E os resultados dos testes enfrentados pela

Mariana, *Regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, the U.S. and the E.U.*, in *Stanford law review*, v. 63, 2011, pp. 475 e ss.; DYCK, Alexander, ZINGALES, Luigi, *Private benefits of control: an international comparison*, in *The journal of finance*, v. LIX, n. 2, 2004, p. 537 e ss.; NENOVA, Tatiana, *The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis*, in *Journal of Financial Economics*, v. 68, 2001, pp. 325 e ss.; BLACK, Bernard S., CARVALHO, Antonio Gledson de, GORGA, Erica, *The corporate governance of privately controlled brazilian firms*, in *Revista brasileira de finanças*, v. 7, n. 4, 2009, pp. 385 e ss.; COFFEE JR., John C., *The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control*, in *Yale law journal*, n. 111, 2001, pp. 1 e ss.; GORGA, Erica, *Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries*, in *Nw. j. int'l l. & bus.*, n. 29, 2009, pp. 439 e ss.; SALOMÃO FILHO, Calixto, *O novo direito societário*, ed. 4, Malheiros, São Paulo, 2011 (pp. 77 e ss.); MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e ARAGÃO, Leandro Santo de (coord.), *Direito societário: desafios atuais*, Quartier Latin, São Paulo, 2009, pp. 120 e ss.; MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Empresa contemporânea e direito societário - poder de controle e grupos de sociedades*, Juarez de Oliveira, São Paulo, 2002; MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, AZEVEDO, Luís Andre de Moura (coord.), *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*, Quartier Latin, São Paulo, 2010, pp. 285 e ss.; PRADO, Roberta N., *Desconcentração no poder de controle e poison pills: evolução no mercado de capitais brasileiro*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e AZEVEDO, Luís Andre de Moura (coord.), *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*, Quartier Latin, São Paulo, 2010, pp. 375 e ss..

⁷ “O artigo 116 dá ‘status’ próprio, no direito brasileiro, à figura do ‘acionista controlador’. Esta é inovação em que a norma jurídica visa a encontrar-se com a realidade econômica subjacente.” (LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *A lei das s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, ed. 3, 1997, p. 229, ver também p. 162).

⁸ A respeito do anteprojeto da lei societária, e as razões da necessidade da nova lei, Lamy e Bulhões explicam, ainda, que o “[o] Anteprojeto foi elaborado no reconhecimento da necessidade de uma reforma cultural, como condição para a criação de um mercado primário de ações. Por isso, procurou definir os direitos dos acionistas, e dos administradores, e fixar-lhes o comportamento nas unidades empresariais e nos grupamentos societários, adotando soluções ou criando normas com o objetivo precípuo de modificar as ideias, as crenças, os padrões de comportamento e os valores errados do nosso sistema cultural, a fim de restaurar as condições básicas para o funcionamento da S.A. e permitir a criação da grande empresa privada nacional.” (LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *A lei das s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, ed. 3, 1997, p. 160).

lei na última década, com o desenvolvimento mais robusto do mercado de capitais brasileiro, também foram animadores.

Tanto assim que, aos costumeiros elogios endereçados à lei de Lamy e Bulhões, devem ser somados, mais recentemente, aqueles a respeito da capacidade da norma de lidar também com uma realidade em que os acionistas minoritários enfim passaram a ser mais representativos e enfrentadores do poder controlador.

A comprovação dessas outras virtudes trouxe consigo correlacionadas reflexões acadêmicas a respeito do modelo ideal para o mercado societário nacional, se concentrado ou disperso. Em um pulo, as discussões passaram a se polarizar entre os dois elementos muito bem cuidados pela lei societária, o acionista controlador e o minoritário, que refletiam os dois extremos do espectro de controle, o concentrado e o disperso.

Interessantemente, e esse parece ser outro ineditismo deste trabalho, a prática societária extremamente recente mostrou uma nova dimensão, de certa forma inesperada, que tornou incompleta a discussão dicotômica mencionada acima. Entre os inúmeros acontecimentos que a era do Novo Mercado trouxe para o direito societário, multiplicaram-se aqueles que, ao invés de colocarem frente a frente controladores e minoritários, na verdade revelaram a colisão entre grupos distintos de minoritários dentro de uma mesma sociedade⁹.

O que se buscará comprovar neste estudo é que, para esses eventos, a Lei das Sociedades por Ações não estava preparada.

E nem mesmo poderia estar. Na época de sua confecção, por mais vanguardistas, examinadores do passado e do futuro, ou simplesmente otimistas, que fossem seus autores, não havia qualquer pista, em qualquer mercado do mundo, de que os investidores

⁹ Ver, exemplificativamente, a respeito da evolução do Novo Mercado e seus mais recentes desdobramentos, SANTANA, Maria Helena, ARARAT, Melsa, ALEXANDRU, Petra, YURTOGLU, B. Burcin, *Focus 5: novo mercado and its followers: case studies in corporate governance reform* (International Finance Corporation - IFC, The World Bank Group), 2008, assim como a entrevista da ex-presidente da Comissão de Valores Mobiliários para o jornal Valor Econômico de 4 de julho de 2012, “A CVM agora se antecipa aos problemas”, que traz um breve balanço do período em que esteve à frente da autarquia e resume os desafios que estariam por vir.

institucionais, os fundos de investimento e gestores pudessem assumir uma posição tão estratégica na modelação do direito societário.

O fato é que, para além de incontáveis minoritários dispersos, eventualmente liderados por um ou mais indivíduos com condições para disputa da predominância nas deliberações societárias, o que o direito societário contemporâneo trouxe foi um plano povoado de acionistas não controladores organizados, profissionais e com conhecimento suficiente para, de fato, atuar de modo estratégico junto aos controladores ou administradores sem necessariamente a intenção de controlar.

Esse plano colocou em modo de reavaliação inclusive o até aqui unânime sistema de *disclosure* adotado por praticamente todas as regulamentações de mercado de capitais no mundo.

Esse plano coloca também sob reflexão a capacidade da Lei das Sociedades por Ações, caso a tendência no mercado nacional não seja a de concentração absoluta, nem a de dispersão completa, mas sim a dispersão relativa, com a presença de uma pluralidade de minoritários relevantes¹⁰.

A lei societária adotou o acionista controlador como figura central em sua estrutura. Para que seu poder, no entanto, não servisse como desincentivo para a captação de poupança popular via mercado de capitais, a lei criou regras híidas de controle sobre o controlador. Mais ainda, prevendo e torcendo por alguma dispersão no mercado, a lei também endereçou muito bem as regras de responsabilidade dos administradores e deixou plantadas disposições pontuais, que já estariam lá para o caso dessa dispersão realmente vir a se verificar.

Contudo, de um lado, as normas aplicáveis à hipótese de dispersão são claramente secundárias em relação às normas relacionadas ao controle, por razões compreensíveis, mas que levam a uma relativa incompletude em seus comandos e, por outro lado, praticamente inexistem normas que se voltem diretamente à disciplina de uma realidade

¹⁰ A exemplo do que ocorre na Alemanha, com a participação relevante de instituições financeiras em companhias de praticamente todos os setores da economia. Para uma completa visão comparada entre sistemas e modelos de controle societário diversos, ver ROE, Mark J., *Some differences in corporate structure in germany, japan, and the united states*, in *Yale law journal*, n. 102, 1993, pp. 1927 e ss..

que incluía distintos minoritários dentro de uma mesma companhia, com interesses opostos entre si.

Passaram a ser recorrentes, por exemplo, assembleias em que mais de um grupo de minoritários disputaram a vaga do conselho de administração a ser preenchida em separado. Desse exemplo surgiram questões, não respondidas pela lei, como o direito de se requerer uma nova assembleia, durante o curso do mandato, para substituir o conselheiro eleito, caso tenha havido uma troca na posição de acionista minoritário predominante entre os minoritários; ou se a renúncia de um conselheiro eleito pelo voto múltiplo, e de seu suplente, derrubam inclusive o conselheiro eleito em separado ou não.

Surgiram também situações em que o receio gerado pela sua originalidade ou pouco uso dificulta a aplicação de preceito legal ou regulatório claramente disciplinado na lei ou na regulamentação. É o caso, por exemplo, das vagas reservadas aos acionistas minoritários em sociedades de economia mista pelos arts. 239 e 240 da Lei das Sociedades por Ações, que nem sempre são preenchidas em razão de desconhecimento ou confusões com os preceitos do art. 141¹¹.

É o caso também da própria regra de convocação de assembleia geral por acionista não controlador (art. 123, “b”, “c” e “d”), que, embora clara, nem sempre é eficaz por conta das incongruências relacionadas ao custo de publicações e à dependência em relação à administração para o cumprimento de diversas medidas de divulgação de informação obrigatórias ou desejáveis.

É, por fim, também o caso das iniciativas de exclusão das chamadas “*poison pill* brasileiras” dos estatutos sociais das companhias, que até aqui inspiraram inesperada incerteza e insegurança em acionistas institucionais quanto a suas eventuais consequências,

¹¹ Matéria essa de grande importância atual, diante da escalada da utilização pelo Governo da Presidente Dilma Rousseff das sociedades de economia mista para a execução de políticas públicas. É o caso, por exemplo, do controle sobre os preços de combustível pela Petrobrás e da atuação da Eletrobrás durante as discussões entre o governo e as concessionárias de distribuição de energia elétrica. Em ambos os casos, objetivos públicos constantes da agenda política do governo em posse, como o controle da inflação e a reestruturação do arcabouço regulatório do setor energético, obrigaram os administradores das referidas companhias a testarem todos os limites e sobreposições entre os deveres fiduciários para com as companhias e acionistas, e a função social das empresas que administram.

mesmo a despeito da declaração pública da CVM a respeito da irregularidade daquelas cláusulas, formalizada no Parecer de Orientação CVM n.º 36¹².

São indagações e situações concretas que, no mínimo, legitimam a incursão crítica a respeito dos limites da lei societária nacional para lidar com o que hoje já se apresenta e que pode se tornar, com maior probabilidade ainda do que a concentração ou dispersão absoluta, uma realidade predominante.

O que se busca com este estudo, portanto, é perquirir, elemento a elemento, a integralidade do conjunto disciplinador e prático relacionado ao exercício do direito de voto, de forma a, a partir de um processo consistente e modesto, avançar um pouco mais a compreensão científica do assunto, chegando, espera-se, a conclusões úteis e originais, sejam elas mais específicas ou mais estruturais, conforme a própria matéria vier a exigir durante o processo de reflexão que se inicia neste ponto.

*

¹² No início de 2012, por iniciativa de acionista institucional da Valid, e com o apoio da administração, em caso detalhado mais à frente neste estudo, tentou-se, por meio de pedido público de procuração, excluir a chamada “cláusula pétrea” do mecanismo de *poison pill* do estatuto social da companhia. Ainda que contasse com o apoio da administração e a opinião favorável da Comissão de Valores Mobiliários, registrada no Parecer de Orientação CVM n.º 36, e mesmo entendendo como benéfico para a companhia, alguns acionistas abstiveram-se de votar pela supressão da referida cláusula, por receio quanto às efetivas consequências da deliberação, caso a matéria fosse levada a discussão em arbitragem, ou por alguma razão, à justiça comum.

CAPÍTULO I. – DIREITO DE VOTO

Parte A: Parte geral

1. Democracia e voto

O voto está historicamente associado ao conceito de democracia; a democracia à economia capitalista; e esta à livre iniciativa e às atividades empresariais.

Replicar o modelo político teórico da sociedade civil para a estrutura da organização empresarial é coerente do ponto de vista legislativo e intuitivo economicamente¹³.

A força do capital e sua relação com o poder terminam por desenhar o arcabouço que traz o voto como solução lógica ao funcionamento interno das empresas. A contribuição, em regra financeira, à constituição da entidade societária, implica a retribuição em forma de poder, em princípio proporcional¹⁴.

O poder é exercido e manifestado por meio de uma contribuição individual delimitada, proporcional e unitarizada caracterizada pelo voto, que corporifica uma das formas mais simples e originárias de interação pessoal e organizada conhecidas pela humanidade.

Votar, portanto, designa a importância principiológica reconhecida por determinados sistemas a cada indivíduo detentor do direito de voto. Reconhecimento construído a partir da vontade da própria coletividade de indivíduos que forma o sistema.

¹³ “*Une société n’est pas l’Etat dans un Etat, puis-qu’elle n’a ni souveraineté ni territoire, mais elle est conçue sur le modele de l’Etat. C’est un groupement de forces destiné à réunir et à utiliser des capitaux. Ce groupement copie la forme de l’Etat démocratique.*” (RIPERT, Georges, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, ed. 2, L.G.D.J, Paris, 1951, p. 96).

¹⁴ “*Se si considera che la ricchezza è nel nostro tempo detenuta, in massima parte, da società di capitali, ci si può rendere conto della profonda antitesi che oppone il governo della politica, retto dal principio del maggior numero, e il governo della ricchezza, dominato dall’opposto principio del maggior capitale*” (GALGANO, Francesco, *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Il Mulino, Bolonha, 2008, pp. 93 e 94).

A concessão do direito de voto embute a expectativa de seu exercício, ainda que nem sempre obrigatória ou materializada. A capacidade de contribuição é premissa da outorga do poder de votar. O voto é poder dado por quem o assume, e que volta para si mesmo.

Votar significa o reconhecimento da importância relativa do indivíduo para o sistema no qual o voto atua. O sistema espera o voto e depende de seu impulso autorizativo. O voto, assim, nos modelos que os instituem, é instrumento de retribuição à capacidade efetiva ou potencial de contribuição, que, além de um direito em si mesmo, é um ônus e um protetor de outros direitos, próprios e de terceiros, igualmente reconhecidos pelo mesmo sistema.

O voto é um direito que decorre e serve a outros direitos.

2. O voto nas organizações empresariais

“[i]f limited liability is the most distinctive feature of corporate law, voting is second.”¹⁵

Em uma organização empresarial, votar significa fazer atuar a vontade de uma das partes do contrato de sociedade sobre os rumos daquela organização e, normalmente, sobre a forma de aplicação do capital próprio e de outros deslocado para aquela atividade¹⁶.

O voto é, portanto, nesse sentido, a razão que viabiliza a transferência do poder pelo sócio sobre sua propriedade individual para a organização empresarial. A transferência de capital ou capacidade produtiva é feita mediante a contraprestação em direitos de manifestação de vontade e fiscalização, que se sintetizam por meio do direito de voto¹⁷.

¹⁵ EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel R., *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, Cambridge, 1996, p. 63.

¹⁶ “Na deliberação da assembleia se exprime a própria vontade social. A deliberação, por um lado, deve ser considerada como uma manifestação unilateral de vontade, pois representa justamente a vontade de um único sujeito; por outro lado, porém, ela resulta do concurso de outras tantas vontades (votos) diversas, que concorrem justamente em formar a vontade do sujeito-sociedade.” (ASCARELLI, Tullio, *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, Saraiva, São Paulo, 1945, p. 375).

¹⁷ Cf., a respeito da evolução do direito de voto nas sociedades, por um ponto de vista pragmático e econômico, DUNLAVY, Colleen A., *Social conceptions of the corporation: insights from the history of shareholder voting rights*, in *Washington and Lee law review*, v. 63, 2006, pp. 1347 e ss.. Com mais foco na evolução das estruturas do sufrágio societário nas companhias norte-americanas, ver HOPT, Klaus J., KANDA,

O voto, assim, viabiliza a execução contínua do contrato de sociedade, fazendo atuar a vontade fundamental das partes contratantes nas decisões necessárias ao longo do desenvolvimento das atividades empresárias. De um outro ponto de vista, o voto é instrumento para preenchimento das incompletudes do contrato de sociedade, ao longo de sua execução¹⁸.

A decisão de participação na formação do contrato de sociedade, ou de adesão a ele, gera o direito, e os correspondentes deveres e obrigações, de participar, de alguma forma, das decisões necessárias para sua execução.

A associação de direitos às partes do contrato de sociedade, ligados ao fim do próprio contrato, é, assim, da essência do negócio jurídico.

O contrato de sociedade tem como escopo a obtenção de lucro, financeiro ou na forma de outras vantagens ou economias entendidas como positivas para os contratantes¹⁹. A

Hideki, ROE, Mark J., WYMEERSCH, Eddy, PRIGGE, S. (coord.), *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Clarendon Press, Oxford, 1998, pp. 11 e ss..

¹⁸ “The combination of explicit contracts, the structural rules of corporate law, and the fiduciary principles (...) still leave much to discretion. The items left unspecified – who is to do which tasks and work with whom, what products to make, how to sell them, and so on – often will be more important than the items capable of specification. Something must fill in the details. Voting serves that function. The right to vote is the right to make all decisions not otherwise provided by contract – whether the contract is express or supplied by legal rule.” (EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel R., *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, Cambridge, 1996, p. 66). Ver também EASTERBROOK, Frank, *Two agency-cost explanations of dividends*, in *The American Economic Review*, v. 74, n. 4, set., 1984, pp. 650 e ss. e EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel R., *Voting in corporate law*, in *Journal of Law and Economics*, v. 36, n. 2, 1983, pp. 395 e ss.. Sobre contratos incompletos e sua análise econômica, cf., por exemplo, HART, Oliver D., *Incomplete contracts and the theory of the firm*, in WILLIAMSON, Oliver E., WINTER, Sidney G., (orgs.), *The nature of the firm – origins, evolution and development*, Oxford University Press, Nova Iorque, 1991, pp. 138 e ss.; HART, Oliver D., e MOORE, John, *Incomplete contracts and renegotiation*, in *Econometrica*, v. 56, 1988, pp. 755 e ss.; HART, Oliver D., MOORE, John, *Foundations of incomplete contracts*, in *Review of Economic Studies*, v. 98, 1999, pp. 115 e ss.; KATZ, Avery W., *Contractual incompleteness: a transactional perspective*, in *Case Western Reserve Law Review*, v. 56, 2005, pp. 169 e ss.. Na doutrina nacional, cf. SZTAJN, Rachel, VERÇOSA, Haroldo M. Duclerc, *A incompletude do contrato de sociedade*, in *RDM*, n. 131, 2003, pp. 7 e ss.; e AZEVEDO, Paulo Furquim de, *Contratos: uma perspectiva econômica*, in Décio ZYLBERSTAJN e Rachel SZTAJN, (orgs.), *Direito & economia*, Elsevier, Rio de Janeiro, 2005, pp. 112 e ss..

¹⁹ De acordo com o art. 981 do Código Civil: “Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados.” Sobre o objetivo lucrativo da sociedade empresarial, Cf., também, PITA, Manuel António, *Direito aos lucros*, Almedina, Coimbra, 1989, p. 1 e ss.; COMPARATO, Fábio Konder, *O direito ao lucro nos contratos sociais*, in *Direito empresarial – estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 150 e ss.; e MARCONDES, Sylvio, *Questões de direito mercantil*, Saraiva, São Paulo, 1977, pp. 13 e ss.. A respeito do *intento de lucro* do empresário, cf. ASCARELLI, Tullio, *Corso di diritto commerciale*, Milão, Giuffrè, 1962, pp. 196 e ss.. A economia de recursos, a proteção contra perdas ou outras formas

possibilidade de participação nos resultados da sociedade é fundamental para a própria existência do contrato. A fiscalização e a participação política nas atividades da sociedade visam assegurar a participação nos resultados. O voto, por fim, é o instrumento pelo qual atuam direta ou indiretamente a fiscalização e a participação política.

É bem verdade que essa contraprestação em direitos apresenta-se, atualmente e ao longo da história das sociedades, em formas variadas.

Como, ao contrário do que ocorre com a sociedade civil, a adesão à organização empresarial é voluntária, os arranjos de poder e participação são mais flexíveis. A contraprestação em direitos de participação varia conforme cada arranjo contratual, conferindo maior ou menor significado ao direito de voto²⁰.

A proporção entre o valor dos direitos inicialmente deslocados do sócio para a sociedade, e a quantidade e qualidade dos direitos recebidos em contraprestação variam de acordo com o contexto econômico, a jurisdição, o tipo societário e os objetivos da organização societária²¹.

indiretas de ganho também podem ser incluídas no conceito do fim lucrativo daqueles que contratam sociedade entre si. Nesse sentido, por exemplo, o Código Civil francês, em seu art. 1832, al. 1, determina que “*La société est instituée par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par un contrat d'affecter à une entreprise commune des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter*”. Cf. também, ASCARELLI, Tullio, *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, Saraiva, São Paulo, 1945, pp. 296 e 297; ASCARELLI, Tullio, *Problemi giuridici*, Giuffrè, Milão, 1959, pp. 286 e ss.; FERRO-LUZZI, Paolo, *I contratti associativi*, Giuffrè, Milão, 2001; MESSINEO, Francesco, *La struttura della società e il c.d. contratto plurilaterale*, in *Studi di diritto della società*, ed. 2, sem editora, Milão; e MESSINEO, Francesco, *Società e scopo de lucro*, ed. 2, sem editora, Milão.

²⁰ “Power is distributed among shareholders of today’s corporations in a great variety of ways. Evidence of this diversity is readily apparent in shareholder voting rights, which, by their very nature, define relations of power among shareholders.” (DUNLAVY, Colleen A., *Social conceptions of the corporation: insights from the history of shareholder voting rights*, in *Washington and Lee law review*, v. 63, 2006, pp. 1347 e ss., p. 1348).

²¹ Cf., a respeito, estudo da Association of British Insurers – ABI, de 2004, envolvendo as 300 maiores companhias europeias e as respectivas estruturas de voto. De acordo com um dos representantes da associação, o estudo demonstrou que as companhias europeias “*use an extraordinary cocktail of devices to restrict the voting rights of their shareholders. For example, one in 20 imposes an ownership ceiling, limiting the stake of individual owners; one in 10 companies imposes a voting right ceiling limiting the right of individual holders to register their opinion by voting at annual meetings. Then there are priority shares, granting specific powers to their holders. A fifth of companies analyzed issue shares with multiple voting rights, which give additional rights to selected shareholders.*” (Peter Montagnon, em artigo intitulado *One share, one vote*, do dia 23 de outubro de 2005, para a *The bus.*). Em artigo para o jornal Financial Times, de 14 de agosto de 2006, intitulado *One share, one vote is the way to a fairer market*, e também a respeito do referido estudo, novamente Peter Montagnon, em coautoria com Roderick Munsters, escrevem que “*The democratic tradition is seriously lacking in European markets. A 2005 study by the Association of British Insurers and Deminor, the Belgian corporate governance service, showed that a third of large European companies restricted voting rights. Devices used included multiple voting rights accruing to ‘company-friendly’ shareholders, priority shares with extra voting rights, the use of depositary receipts with no voting*

Nesse sentido, o voto é também um reflexo da assunção do risco pelo sócio, relacionado ao empreendimento. Exercer o direito de voto significa dar materialidade ao impulso do controle sobre os valores privados que estão sendo submetidos ao risco da empresa.

Como fenômeno coletivo, de facilitação de decisões econômicas e concentração de contribuições a um fim comum, a organização societária exige que o controle sobre a propriedade individual seja concedido, ainda que relativamente, e deslocado para os meios de decisão da organização.

Esse deslocamento de poder sobre a propriedade individual é realizado no pressuposto de otimização da utilização da propriedade, assegurada, de um lado, com a reserva, para cada parte do contrato de sociedade, de reflexos reduzidos de seu poder sobre os valores ou outras contribuições deslocados para a sociedade, e, de outro lado, com a designação contratual de novos personagens para o exercício integral dos poderes de propriedade.

Esses personagens, que podem ser os controladores, os administradores, os gestores, passam a exercer os poderes próprios da titularidade sobre a propriedade privada, mesmo não sendo titulares de toda a propriedade que constitui a organização societária.

Os sócios (não controladores), por seu turno, passam a exercer apenas indiretamente e limitadamente, através da estrutura societária, os poderes de domínio sobre seus bens, agora alocados sob a propriedade da organização societária.

Evidentemente, essa distorção dos direitos de propriedade e movimentos dos poderes de domínio é consequência de opções contratuais voluntárias das partes, com expectativas de ganhos e assunção de riscos correspondentes.

Nem por isso são atos isentos de ainda outras consequências jurídicas. O descolamento entre propriedade e controle da propriedade, ainda que indireto, por meio das parcelas

rights and ceilings on the use of votes. This results in striking distortions in the balance between voting rights and capital. In Swedish companies with multiple voting rights, one third of the capital by value accounts for two-thirds of the votes". O estudo mencionado no início da nota, encomendado pela ABI está disponível em http://www.abi.org.uk/Publications/Application_of_the_one_share_-one_vote_principle_in_Europe_1.aspx.

representativas do capital social, introduz entre a propriedade e o exercício dos direitos de propriedade outros centros de interesse²².

Boa parte da teoria societária reside justamente na compreensão e disciplina dos conflitos que podem ser potencialmente gerados (a) entre as expectativas das partes do contrato de sociedade, e os arranjos contratuais que se propõem para atingi-los; e (b) entre os interesses das partes do contrato de sociedade e os interesses dos sujeitos específicos designados para o exercício dos direitos de propriedade deslocados à organização empresarial.

O voto, nesse contexto, é utilizado como peça fundamental na distribuição de poderes, na proteção de expectativas e nos processos de barganha relacionados ao funcionamento da sociedade²³.

Pelo voto, procura-se facilitar também os processos decisórios relacionados à organização societária, especialmente assumindo-se a natureza contratual da organização societária²⁴.

As interações entre os personagens da organização societária, sejam elas verticais (controlador-controlado, principal-agente), sejam elas horizontais (entre os acionistas, ou entre os *stakeholders* de maneira geral), tornam a sociedade uma instituição política, além de econômica²⁵; confirmam a sociedade também como um *body politic*²⁶.

E, como consequência, a concepção da sociedade tende a espelhar a sociedade civil, mas acaba por não replicar integralmente o modelo da sociedade civil, justamente por sua

²² “In distinguishing between the interests of ownership and the powers of control, it is necessary to keep in mind the fact that, as there are many individuals having interests in an enterprise who are not customarily thought of as owners, so there may be many individuals having a measure of power over it who should not be thought of as in control.” (BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C., *The modern corporation and private property*, Transaction Publishers, New Brunswick, 1991).

²³ DUNLAVY, Colleen A., *Social conceptions of the corporation: insights from the history of shareholder voting rights*, in *Washington and Lee law review*, v. 63, 2006, pp. 1347 e ss., p. 1363 e ss..

²⁴ EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel R., *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, Cambridge, 1996, pp. 66 e ss..

²⁵ DUNLAVY, Colleen A., *Social conceptions of the corporation: insights from the history of shareholder voting rights*, in *Washington and Lee law review*, v. 63, 2006, pp. 1347 e ss., p. 1351.

²⁶ *Idem*, p. 1350 e ss..

natureza voluntária e por seus objetivos específicos, especialmente do ponto de vista econômico.

O conceito de *shareholder democracy*, portanto, tem um apelo muito mais simbólico do que técnico na compreensão das organizações societárias²⁷. As premissas da distribuição de poder na empresa não coincidem com os valores de justiça e com os objetivos sociais que influenciam o desenho democrático na sociedade civil²⁸.

Embora casos de abuso de poder dentro da organização societária sejam socialmente repreensíveis com recurso aos mesmos princípios que avaliam as injustiças na vida comum, inclusive por meio de instrumentos expressamente previstos pelo direito, a sensibilidade para a proteção do significado político de cada sócio é muito menor do que a que se refere ao significado político de cada cidadão em um estado democrático.

A constatação é importante, pois restringe a utilização de analogias com a democracia social no sistema político societário. A eficiência da organização societária, que, diferentemente da sociedade civil, está focalizada de modo praticamente exclusivo no desenvolvimento econômico da entidade, depende de arranjos políticos muito mais flexíveis do que a democracia efetiva exige.

Confundir, de forma excessiva, a democracia com o funcionamento das organizações societárias pode trazer mais entraves do que soluções para o funcionamento das sociedades. Essa é uma ressalva de grande importância em tempos de crescente inclusão no ambiente empresarial de preocupações sociais, ligadas, por exemplo, ao meio-ambiente, à regulação e transparência no mercado financeiro, a redes de corrupção internacional e ao fluxo ilegal de divisas, que podem levar, se não controladas, e ainda que socialmente positivas em princípio, a uma excessiva socialização da empresa.

²⁷ Cf. BERNSTEIN, Sheldon E., FISCHER, Henry G., *The regulation of the solicitation of proxies: some reflections on corporate democracy*, in *University of chicago law review*, n. 7, 1939-1940, pp. 226 e ss.; DUFFY, Michael J., *Shareholder democracy or shareholder plutocracy? Corporate governance and the plight of small shareholders*, in *U. new s. wales law journal*, n. 25, 2002, pp. 434 e ss.; DUNLAVY, Colleen A., *Social conceptions of the corporation: insights from the history of shareholder voting rights*, in *Washington and lee law review*, v. 63, 2006, pp. 1347 e ss., p. 1363 e ss.; e HAYDEN, Grant M., BODIE, Matthew T., *Shareholder democracy and the curious turn toward board primacy*, in *William & mary law review*, v. 51, n. 6, 2010, pp. 2071 e ss..

²⁸ Cf. RODRIGUES, Usha, *The seductive comparison of shareholder and civic democracy*, in *Washington and lee law review*, n. 63, 2006, pp. 1389 e ss..

3. O princípio majoritário e suas implicações

*“Il est de l'essence même des gouvernements démocratiques que l'empire de la majorité y soit absolu; car en dehors de la majorité, dans les démocraties, il n'y a rien qui résiste.”*²⁹

É da vontade da maioria que se entende extrair, ao menos no mundo ocidental e desde as primeiras definições do modelo democrático em Atenas, a legitimidade para o exercício do poder³⁰.

Sabe-se, contudo, que a decisão majoritária não esteve ligada à ideia de democracia desde o início. Democracia, em princípio, é o governo de todos e por todos; sob a premissa irremovível de que todos são iguais³¹.

A associação da decisão majoritária como agente legitimador do exercício do poder dentro da democracia viabiliza o processo decisório e mantém certa fidelidade ao ideal democrático; dando solução, ainda, ao dilema das lebres e dos leões de Antístenes, diante da constatação de que, de fato, nem todos são exatamente iguais³².

²⁹ TOCQUEVILLE, Alexis de, *De la démocratie en Amérique*, Claye et Taillefer, Paris, 1848 (consultado em versão eletrônica, disponível em <http://www.gutenberg.org/files/30514/30514-h/30514-h.htm>; transcrição extraída do início do capítulo VII).

³⁰ “Alla domanda, che cosa renda legittimo il potere, non si esita a rispondere che è il sostegno della maggioranza a legittimarlo; ed è una risposta che, in Occidente almeno, nessuno osa revocare in dubbio. Il sostegno della maggioranza è quanto occorre, ed è, al tempo stesso, quanto basta: non c'è potere legittimo senza il consenso del maggior numero; ma nient'altro è necessario, perché il potere sai legittimo, se non il voto dei più. Il maggior numero è, per dirla con una parola, la misura della legittimità del potere.” (GALGANO, Francesco, *La forza del numero e la legge della ragione. storia del principio di maggioranza*, Il Mulino, Bolonha, 2008, p. 13). Ver também, sobre a fundamentação do princípio majoritário, na sociedade e no direito societário, ASCARELLI, Tullio, *Sui poteri della maggioranza nella società per azioni ed alcuni loro limiti*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1953, pp. 169 e ss.; GIERKE, Otto von, *Sulla storia del principio di maggioranza* (sem referência ao tradutor), in *Rivista delle società*, n. 6, fasc. 6, nov. a dez., 1961, pp. 1103 e ss.; LAMY FILHO, Alfredo, *O princípio majoritário - os direitos essenciais do acionista*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 195 e ss.; e GALGANO, Francesco, *Il principio di maggioranza nelle società personali*, Cedam, Padova, 1960. Ver ainda CHAPPELLE, Ariane, SZAFARZ, Ariane, *Controlling firms through the majority voting rule*, 2005, disponível em www.ssrn.com; MAUG, Ernst G., RYDQVIST, Kristian, *Do shareholders vote strategically? voting behavior, proposal screening, and majority rules*, disponível em www.ssrn.com; e SJOSTROM, William K., KIM, Young Sang, *Majority voting for the election of directors*, in *Connecticut law review*, v. 40, n. 2, 2007, pp. 459 e ss..

³¹ Cf. GALGANO, Francesco, *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Il Mulino, Bolonha, 2008, pp. 13 e 14, e 49 e ss..

³² Atribui-se a Antístenes, discípulo de Sócrates, o seguinte apólogo: “As lebres exigiam a igualdade entre os animais; dizem-lhe os leões: tal tese devia ser sustentada com unhas e dentes.” (cf. ARISTÓTELES, *A política*, Chaves, Nestor Silveira (trad.), Edipro, São Paulo, 1995, p. 112, nota 99).

Além disso, a decisão majoritária, dentro do sistema democrático, possibilita também a alocação da legitimidade, bem como sua polarização, em indivíduos representativos da totalidade dos indivíduos. O poder é retido com a maioria, mas o seu exercício, por delegação, deixa de ser de todos e passa a ser dos representantes eleitos.

Assim, a caracterização da maioria passa a ser a próxima questão a ser superada.

Quem pode compor a maioria é uma questão de resposta contínua que, há séculos, e até hoje, evolui de acordo com o contexto em que se projetam os mecanismos democráticos, em busca de definições como, para dizer apenas algumas, a idade em que se adquire o direito de votar e restrições de voto conforme naturalidade ou sexo.

No mundo das organizações associativas com finalidade econômica, a maioria, ou mesmo a unanimidade, foram conceitos desconhecidos, de modo formal e sistemático, até o final do século XVIII³³. O comerciante (empresário) corporificava integralmente a organização e, como tal, decidia como sendo a própria organização³⁴.

As associações de comerciantes eram tidas como uma pluralidade de empresários, cada um com seus próprios riscos e decisões, de modo completamente disjuntivo³⁵, ou com o controle completo das decisões a um corpo executivo, politicamente desvinculado do conjunto de comerciantes.

As exceções ilustres - no campo exclusivo das companhias, no entanto - eram as Companhias das Índias, inglesas ou suas equivalentes de outros estados participantes da expansão ultramarina ainda no século XVI; modelos de organizações econômicas que contraintuitivamente, ao menos no que diz respeito à história da transposição do sistema democrático para as organizações societárias, podem ter servido como inspiração para John Locke, em sua construção teórica do sistema majoritário moderno no campo político³⁶.

³³ Cf. LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *A lei das s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, ed. 3, 1997, pp. 86 e ss..

³⁴ Cf. GALGANO, Francesco, *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Il Mulino, Bolonha, 2008, pp. 84 e ss..

³⁵ *Idem*, p. 90.

³⁶ *Ibidem*, pp. 100 e ss..

Com a sua complexificação, e a introdução da ideia de diversos sócios sob a égide de um único contrato que os unia, a delimitação do risco e o reconhecimento da personalidade jurídica passaram a ser os pilares das organizações societárias modernas³⁷. Por consequência, a definição de a quem caberia as decisões, as quais implicariam risco a todos os participantes da sociedade, consistia em desdobramento necessário a ser enfrentado.

As leis do final do século XIX e início do século XX positivam, por intermédio da constituição dos mecanismos de administração, a regra de que a tomada de decisões cabe, salvo disposição em contrário nos documentos constitutivos, a todos os sócios, que se outorgam mutuamente o poder para, dentro dos propósitos da sociedade, obrigarem-se uns aos outros³⁸.

De modo lógico e concomitante, o direito de oposição por parte dos sócios fazia parte desse modelo de administração conjuntiva, em que a unanimidade disfarçava-se em mecanismos rudimentares, mas formais, de deliberação³⁹.

Foi inclusive para resolver impasses em casos de oposição por algum dos sócios, e ainda assim com aplicações limitadas, que o recurso a decisões majoritárias foi inicialmente introduzido, no mesmo período⁴⁰.

A resistência à incorporação definitiva da solução majoritária nas estruturas empresariais decorre de seus próprios objetivos, ligados às intenções particulares dos empreendedores e a seu fim econômico específico⁴¹.

³⁷ A respeito da justificativa e evolução histórica para a concessão de personalidade jurídica às sociedades empresárias, bem como de suas consequências, ver CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier, *Tratado de direito comercial brasileiro*, v. 3, ed. 6, Freitas Bastos, Rio de Janeiro e São Paulo, 1958, pp. 76 e ss..

³⁸ Por exemplo, os arts. 1858 e 1859 do *Code Napoléon*, de 1804, o art. 1723 do Código Civil italiano de 1865, o art. 107 do Código Comercial italiano de 1882 e o art. 2257 do Código Civil italiano de 1942.

³⁹ Cf. GALGANO, Francesco, *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Il Mulino, Bolonha, 2008, p. 90.

⁴⁰ Casos dos já citados art. 107 do Código Comercial italiano de 1882 e do art. 2257 do Código Civil italiano de 1942.

⁴¹ Interessante apontar, nesse contexto, a norma, tão importante quanto pouco notada, que vem disposta no art. 87, § 2º, *in fine*, da Lei das Sociedades por Ações. O dispositivo retoma a necessidade de unanimidade absoluta para a alteração do projeto de estatuto social na assembleia de constituição das companhias, na qual, ademais, todas as ações fazem jus ao exercício do direito de voto, independentemente de espécie ou classe: “Art. 87. A assembleia de constituição instalar-se-á, em primeira convocação, com a presença de subscritores que representem, no mínimo, metade do capital social, e, em segunda convocação, com qualquer número. (...) § 2º Cada ação, independentemente de sua espécie ou classe, dá direito a um voto; a maioria não tem poder para alterar o projeto de estatuto.” (grifado)

A busca por um fim comum, em geral o lucro, de certa forma afunila o espectro de decisões a serem tomadas na organização empresarial e por princípio alinha, ao menos no momento de criação da organização, os interesses de seus componentes.

Dessa forma, a atuação ativa de todos os participantes da sociedade na tomada de suas decisões é, em princípio, dispensável enquanto a organização mantém-se na busca de seu objetivo social.

Nesse ponto, a dinâmica envolvida no exercício das atividades da sociedade, no mundo econômico, confronta-se com eventuais entraves e desaceleradores relacionados à proteção dos valores de justiça e igualdade associados à decisão democrática dentro da empresa.

Em suma, seja por seus objetivos delimitados, seja pela dinâmica necessária das atividades empresariais, a mitigação da decisão majoritária em favor da decisão do empreendedor, do controlador, ou dos administradores, é sentida com menos repulsa, no contexto moderno ocidental, do que decisões unilaterais ou oligárquicas no campo político civil.

A força econômica, no caso da organização societária, em termos financeiros puramente ou também de empreendedorismo, também é a influência determinante no equilíbrio de poderes dentro da organização; e essa predominância, igualmente, é assimilada de modo mais natural na organização societária do que na sociedade civil.

Mesmo com esse viés, de toda forma, o princípio da decisão majoritária incorporou-se definitivamente às estruturas das organizações societárias e instituiu-se como regra, sujeitas a delimitações e exceções, fundadas nas mesmas razões econômicas que consubstanciam essas organizações.

Como consequência esperada, o tratamento da vontade daqueles que não compõem a maioria é a prova real a que é continuamente submetida a institucionalização do princípio majoritário, do ponto de vista político, filosófico e econômico⁴².

⁴² Nesse sentido, a respeito das teorias políticas representativas, John Stuart Mill discute a distinção entre a democracia verdadeira e a falsa, afirmando o seguinte: “Geralmente se confundem, sob o nome de

Trata-se de questão que existe, evidentemente, também na sociedade civil. E que, nas organizações empresariais, deve-se analisar com base nos mesmos pressupostos econômicos discutidos anteriormente.

Daí a importância da compreensão específica do que é ou pode ser a maioria nas organizações societárias; e da importância dos efeitos da exclusão da vontade da minoria das decisões tomadas.

4. Os princípios da proporcionalidade e da unidade de voto por ação

A institucionalização do princípio majoritária resolve, sem dúvida, uma primeira questão que se impôs no desenvolvimento das empresas: a adequação do funcionamento da organização societária ao mecanismo democrático, com a viabilização da tomada de decisões em estrutura complexas⁴³.

Contudo, não está, com isso, automaticamente resolvida uma outra questão: a constituição da maioria, sem o qual a própria estrutura da democracia pode não parar de pé.

O que é maioria, afinal?

Para a política civil, maioria tende a ser a maioria dos indivíduos aptos a exercer o direito de manifestação. É uma conclusão ligada à igualdade entre os seres, fundamento ao menos teórico da democracia.

democracia, duas ideias muito diferentes. A ideia pura de democracia, conforme a sua definição, é o governo de todo o povo pelo povo todo, igualmente representado. A democracia, conforme comumente concebida e até aqui praticada, é o governo de todo o povo por simples maioria do povo, exclusivamente representada. A primeira é sinônima da igualdade de todos os cidadãos; a última, que com ela se confunde estranhamente, é o governo de privilégio, a favor de maioria numérica, que é a única praticamente a possuir voz no Estado. Tal a consequência inevitável da maneira por que atualmente se colhem os votos, com a inteira privação do direito das minorias.” (MILL, John Stuart, *O governo representativo*, MONTEIRO, E. Jacy (trad.), ed. 3, Ibrasa, São Paulo, 1995, pp. 88 e 89).

⁴³ Cf., para uma reflexão completa sobre o assunto do item, SELIGMAN, Joel, *Equal protection in shareholder voting rights: the one common share, one vote controversy*, in *George washington lawreview*, v. 54, 1986, pp. 687 e ss..

Na política societária, a maioria estabilizou-se, como princípio geral, sobre a ideia da representatividade da maioria da contribuição para a composição econômica da organização societária.

Para lá das dúvidas a respeito da justiça e eficiência de se outorgar à maioria o poder decisório sobre a propriedade de todos⁴⁴, no direito societário incluiu-se o aprimoramento de se definir a maioria não como a maioria de indivíduos, mas como a maioria do capital.

Fica claro, portanto, que a força econômica, atrelada ao objetivo econômico das organizações empresariais, prepondera sobre a força do indivíduo e sua pretensa igualdade social⁴⁵.

Se, de um lado, essa ideia parece corromper o bastião democrático da igualdade, pelo ponto de vista econômico, soa equivalentemente justa, na medida em que aquele que contribui mais para o capital da sociedade está proporcionalmente mais exposto ao risco da atividade empresarial a ser desenvolvida.

Assim, se a decisão da maioria sobre a vontade da minoria pode nem sempre ser a melhor no campo civil, as chances do mesmo ocorrer são relativamente menores no campo societário. Pelo menos, em teoria.

É por meio de quotas sociais que se corporifica a titularidade parcial sobre a sociedade, a representatividade na composição de seu capital e, portanto, o potencial poder político.

Nas sociedades, o princípio de um voto por indivíduo é deposto pelo princípio, também derogável, de um voto por unidade de contribuição econômica ao capital social.

O princípio da unidade do voto por ação é, assim, síntese da incorporação do sistema democrático e majoritário na estrutura societária, não apenas por escancarar a substituição

⁴⁴ Para uma avaliação crítica do princípio majoritário, ver o Capítulo VII da obra do prêmio Nobel de economia Friedrich A. Hayek, *The constitution of liberty* (The University of Chicago Press, Chicago, 1960, pp. 103 e ss.).

⁴⁵ GALGANO, Francesco, *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Il Mulino, Bolonha, 2008, pp. 93 e 94. Ver também GALGANO, Francesco, *Lex mercatoria*, Il Mulino, Bolonha, 2001, pp. 157 e ss..

do indivíduo pelo capital, mas também por deixar clara a flexibilidade do próprio princípio.

Ainda que a unidade do voto por ação seja o marco zero da democracia acionária moderna, desde o início, pelos próprios fundamentos da atividade empresarial, a força desse princípio sempre foi relativa.

As exceções ao princípio da unidade do voto por ação são tão numerosas quanto as disposições que afirmam a regra⁴⁶.

Mesmo no Brasil, caso em que a legislação societária deixa claro, no art. 110 da Lei das Sociedades por Ações, que “[a] cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembléia-geral” e que [é] vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações”, há exceções relativas ao princípio da unidade do voto por ação.

O próprio art. 110, em seu parágrafo 1º, prevê a possibilidade de limitação do número de votos de cada acionista, o que, na prática, implica que, em alguns casos, alguns acionistas poderão ter mais ações do que votos. O mesmo ocorre nos casos das ações preferenciais destituídas do direito ao exercício do voto (art. 17), das *golden shares* (art. 17, § 7º) e nas hipóteses de suspensão de direitos políticos de acionista (art. 120), por exemplo⁴⁷.

A garantia de representatividade, por outro lado, não deixa também de ser uma derrogação relativa do princípio da unidade do voto por ação, para a proteção de direitos das minorias societárias. Alguns exemplos são a eleição em separado por ordinaristas minoritários e por preferencialistas de membros do conselho de administração, ou mesmo o mecanismo de voto múltiplo (art. 141), a eleição em separado de membro do conselho fiscal (art. 161), assembleias especiais (arts. 4º-A, 18, 44, § 6º, 136, § 1º e 4º).

⁴⁶ De acordo com relatório de 2004, encomendado pela Association of British Insurers - ABI à Deminor, mais de um terço das 300 maiores companhias europeias, incluídas no FTSE Eurofirst 300 index, apresentam, em seus mecanismos de deliberação, algum tipo de exceção ao princípio da unidade de voto por ação. O relatório está disponível em http://www.abi.org.uk/Publications/Application_of_the_one_share_-_one_vote_principle_in_Europe_1.aspx.

⁴⁷ Cf. também Item 8 da Parte A do Capítulo II, abaixo.

E são, naturalmente, razões econômicas, uma vez mais ligadas à natureza e objetivo da organização societária, que demandam tal flexibilidade do princípio da unidade do voto por ação.

No contexto societário, a unidade do voto por ação funciona como parâmetro e garantia última para que não haja abuso de poder sobre propriedade e direitos alheios, com o fim de assegurar o empreendedorismo, desenvolvimento da iniciativa privada e a economia como um todo.

Esse princípio é tanto derogável quanto for possível assegurar a proteção aos interesses daqueles que não detêm o poder de controlar a sociedade, sem desvios das finalidades da organização. As situações em que as forças econômicas justificam a possibilidade de flexibilização do princípio são muitas; por isso, são diversos os instrumentos que a permitem⁴⁸.

É bastante recente, para citar apenas um caso, a tentativa de deslocar o controle societário sobre a Cosan S.A. Indústria e Comércio, para a jurisdição de Bermudas, na qual seria legal manter uma estrutura na qual cada ação do veículo controlador deteria 10 votos, enquanto cada ação ordinária deteria apenas um voto⁴⁹.

A operação gerou outras preocupações, como por exemplo, o desvio de oportunidades negociais que deveriam ser aproveitadas pela companhia brasileira, e acabou sendo abortada. Mas, de maneira geral, gerou impressões negativas no mercado justamente por

⁴⁸ Cf. BAINBRIDGE, Stephen M., *The case for limited shareholder voting rights*, in *Ucla law review*, v. 53, 2006, pp. 601 e ss.; BURKART, Mike C., LEE, Samuel, *The one share - one vote debate: a theoretical perspective*, 2007, disponível em www.ssrn.com; GEENS, Koen, CLOTTENS, Carl, *One share - one vote: fairness, efficiency and (the case for) eu harmonisation revisited*, in HOPT, Klaus J., GEENS, Koen (orgs.), *The european company law action plan revisited: reassessment of the 2003 priorities of the european commission*, Leuven University Press, Leuven, 2010, pp. 145 e ss.; SELIGMAN, Joel, *Equal protection in shareholder voting rights: the one common share, one vote controversy*, in *George washington law review*, v. 54, 1986, pp. 687 e ss..

⁴⁹ Ainda mais recente é a discussão, travada principalmente no segundo semestre de 2013, relacionada à abertura de capital da empresa aérea Azul. O estatuto social da companhia, que em princípio foi rejeitado pela Comissão de Valores Mobiliários no âmbito do pedido de registro de companhia aberta da Azul, previa a existência de ações preferenciais com direitos econômicos (dividendos e *tag along*, por exemplo) dezenas de vezes maiores do que os das ordinárias. A estrutura foi pensada para viabilizar a capitalização da companhia sem que o controle político deixasse de ser nacional, mas, na prática, levava a um descolamento entre a exposição econômica e os poderes políticos das ações ordinárias, o que resultava em efeito semelhante à criação de ações com votos múltiplos. Ver a respeito, reportagem do jornal Valor Econômico, edição do dia 19 de novembro de 2013, p. B6.

buscar uma alternativa para a regra geral da legislação societária nacional da unidade de voto por ação.⁵⁰

5. O status de sócio

É o status de sócio que confere ao sócio, entre os demais feixes de direitos, deveres e obrigações que essa condição implica, o direito ao voto e ao seu exercício⁵¹.

A aquisição da condição de sócio é o momento do nascimento da vida societária para o acionista. É o momento da aquisição da situação jurídica de sócio e da consequente assunção do feixe de obrigações, deveres e direitos que decorrem dessa situação⁵². A doutrina alemã denomina a situação jurídica de sócio como *Mutterrecht*, ou “mãe dos direitos”, da qual decorrem diversos direitos independentes, assim como deveres e obrigações, inter-relacionados e necessários para o funcionamento do mecanismo societário⁵³.

De acordo com o art. 1001 do Código Civil, “as obrigações dos sócios começam imediatamente com o contrato, se este não fixar outra data”. No caso das companhias, o

⁵⁰ A respeito, ver, por exemplo, a revista Capital Aberto, n.º 49, pp. 24 e ss..

⁵¹ “A complexidade da disciplina da sociedade anônima põe em evidência, parece-me, a impossibilidade de identificar os direitos do sócio em ‘um só’ direito, seja real, seja obrigacional. Pode-se, antes, encarar na posição do sócio uma ‘posição’, um pressuposto, um *status* do qual – verificados demais requisitos, diversos nos vários casos – decorrem, de um lado, deveres (em relação à integralização das ações) e, de outro lado, direitos de caráter patrimonial (por exemplo, o direito ao dividendo, o direito à quota de liquidação) e não patrimonial (por exemplo, o direito de informação, o direito de participar da assembleia) e poderes (como o de votar na assembleia) (...); direitos e poderes extrapatrimoniais, por seu turno, contribuem a tutelar os direitos patrimoniais do acionista. Cada um desses direitos está sujeito a uma disciplina própria; diverso, com efeito, pode ser o momento da aquisição e da perda de cada qual, e estas podem se verificar até independentemente da aquisição e da perda da posição do sócio; até a transferência de alguns desses direitos pode, às vezes, se verificar independentemente daquela da posição de sócio.” (ASCARELLI, Tullio, *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, Saraiva, São Paulo, 1945, p. 363).

⁵² “A condição de acionista está ligada à titularidade das ações. A ação confere ao seu titular o *status socii*, de onde deriva uma série de direitos e obrigações (...).” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Do direito do acionista ao dividendo*, Obelisco, São Paulo, 1969, p. 315). Para um estudo referencial sobre a matéria, cf. BERTINI, Alessandro, *Contributo allo studio delle situazione giuridiche degli azionisti*, Milão, Giuffrè, 1951. Ver, ainda, MENEZES CORDEIRO, Antônio, *Manual de direito das sociedades*, v. 2, Almedina, Coimbra, 2006, pp. 35 e ss. e 549 e ss.; GOLIA, Raffaele, *Partecipazione sociale: il diritto del socio al dividendo*, Pirola, Milão, 1972 e SANTOS, Filipe Cassiano dos, *A posição do accionista face aos lucros de balanço*, Coimbra Editora, Coimbra, 1996.

⁵³ “Êsses direitos, somados aos poderes, ônus e obrigações atinentes aos acionistas, compõem o chamado *status socii*, que se define como a posição do sócio dentro da coletividade social, e pressuposto comum e constante de tais direitos e deveres.” LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Do direito do acionista ao dividendo*, Obelisco, São Paulo, 1969, pp. 302 e 303.

início da condição de sócio se dá com a aquisição da ação, com a consequente adesão tácita às disposições do estatuto social.

Os direitos, deveres e obrigações dos sócios atuam com o fim de preservar a sociedade e assegurar as condições para a obtenção de seu objetivo. Os deveres e obrigações relacionam-se principalmente com as contribuições do sócio para a fundação e funcionamento da sociedade. Os direitos, de forma especial, visam à manutenção do equilíbrio entre as forças que interagem dentro da sociedade, protegendo os interesses fundamentais do sócio e da organização societária, além da preservação da própria condição de sócio.

Genericamente, os sócios devem contribuir para a formação da sociedade, financeira ou tecnicamente. Devem contribuir para o desenvolvimento do objeto social e para a busca do objetivo social. E devem agir com lealdade em relação à sociedade, não atuando em conflito com o interesse social, não abusando da posição de sócio ou de seu direito de voto e não utilizando informação privilegiada, por exemplo.

As obrigações e deveres dos sócios podem se materializar na obrigação de integralização do capital social subscrito (arts. 1004, 1052 e 1058 do Código Civil e arts. 106 e 107 da Lei das Sociedades por Ações), na obrigação de manter a integridade do capital social (art. 1059 do Código Civil e art. 10 da Lei das Sociedades por Ações) e na obrigação de exercer o direito de voto no interesse da sociedade (art. 115 da Lei das Sociedades por Ações), entre diversas outras formas.

Além disso, alguns sócios podem assumir deveres especiais, caso tomem parte da administração ou sejam os controladores. Os sócios que também forem administradores estão naturalmente sujeitos aos deveres comuns dos administradores (arts. 153 e seguintes, da Lei das Sociedades por Ações). Os controladores submetem-se a deveres especiais que, fundamentalmente, disciplinam a utilização de seu poder de controle sobre os rumos das atividades da sociedade (arts. 116, 116-A e 117 da Lei das Sociedades por Ações).

Os direitos dos sócios dividem-se em direitos de coadministração, direitos de fiscalização, direitos patrimoniais e direitos dissolutórios. A manifestação desses direitos se dá, principalmente, por meio do direito de voto em assembleias e reuniões de sócios,

mas também pela eventual participação pessoal na administração, pelo direito, em determinados casos, de eleger membro do conselho fiscal e do conselho de administração, pelo direito de examinar documentos e informações, pelo direito de receber dividendos e pelo direito de resolver o vínculo societário, parcial ou integralmente, com o recebimento dos devidos haveres⁵⁴.

O encerramento da qualidade de sócio ocorre com o fim do vínculo societário, pela dissolução total ou parcial da sociedade. Por dissolução parcial, entende-se a resolução do vínculo societário apenas em relação ao sócio que aliena sua participação, exerce seu direito de retirada, é excluído, ou de qualquer outra maneira deixa de ser titular dos direitos sobre a ação ou quota social⁵⁵.

6. Direitos, deveres e obrigações dos sócios

Na mesma medida em que a organização societária é concebida para a facilitação de determinada empreitada, ela implica a limitação da liberdade de ação individual dos sócios. Essa limitação objetiva a manutenção do respeito aos interesses legítimos dos próprios sócios⁵⁶, imediatamente, e da coletividade envolvida nas atividades da sociedade, mediamente. Os limites de ação dos sócios ou do conjunto de sócios, por meio da organização social, definem, por oposição, a extensão dos direitos individuais de cada sócio dentro da sociedade⁵⁷.

⁵⁴ Para um estudo aprofundado a respeito dos direitos dos sócios e suas categorizações possíveis, cf. a obra fundamental de Herbert Wiedemann, *Gesellschaftsrecht I – Grundlagen*, Munique, Beck, 1980, sintetizada em trecho traduzido para a língua portuguesa pelo Prof. Erasmo Valladão (WIEDEMANN, Herbert, *Excerto do direito societário I – fundamentos*, FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (trad.), in *RDM*, n. 143, 2006, pp. 67 e ss.).

⁵⁵ Sobre a dissolução societária, de maneira geral, cf. PENTEADO, Mauro Rodrigues, *Dissolução e liquidação de sociedades*, ed. 2, Saraiva, São Paulo, 2000.

⁵⁶ “Partindo da ideia de que a condição de sócio (...) deve ter um substrato intangível, o *status socii* exige a consagração de uma série de proteções individuais, que impeça se lhe retire as características essenciais, tal como o *status civitatis* demanda a institucionalização de um mínimo de garantias individuais.” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Do direito do acionista ao dividendo*, Obelisco, São Paulo, 1969, p. 302). Sobre os direitos individuais dos acionistas, ver também RIPERT, Georges, ROBLOT, René, *Traité de droit commercial*, t. 1, ed. 17, L.G.D.J., Paris, 1998, pp. 375 e ss.. Ver também VELASCO, Julian, *Taking shareholder rights seriously*, in *Uc davis law review*, v. 41, 2007, pp. 605 e ss.. VELASCO, Julian, *The fundamental rights of the shareholder*, in *Uc davis law review*, v. 40, n. 2, 2006, pp. 407 e ss..

⁵⁷ Cf. ainda, sobre o tema deste item, MARINO, Daniela Ramos Marques, *O status socii*, in FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.), *Direito societário contemporâneo I*, Quartier Latin, São Paulo, 2009, pp. 163 e ss..

Os direitos individuais do sócio assumem, portanto, dupla função. Em primeiro lugar, funcionam como defesa contra a violação dos interesses privados, e legítimos, do sócio, por parte da coletividade social. Além disso, atuam também em favor da própria organização societária, defendendo o interesse social contra o comportamento irregular de outros sócios ou administradores.

Trata-se de um sistema móvel, cuja especificação dos direitos essenciais à qualidade de sócio dependerá fundamentalmente do tipo societário de que se cogita e, em alguns casos, talvez até mesmo das características da cada sociedade. De todo modo, são direitos necessários para a composição da situação de sócio. Direitos sem os quais o *status socii* esvazia-se de significância. Por essa razão, são tidos como direitos inderrogáveis e irrenunciáveis. De um lado, por serem direitos dos quais a própria organização societária não pode prescindir, nenhum dos órgãos e agentes da sociedade pode determinar sua supressão. De outro lado, os sócios não podem, em regra, abrir mão desses direitos, uma vez que sua existência e seu exercício relacionam-se não apenas à proteção da esfera individual do sócio, mas também compõem uma organização maior que deve ser protegida. Assim, esses direitos existem enquanto existem a sociedade e o sócio, sendo nulas as regras que os revoguem, em caráter permanente⁵⁸, anulável sua violação, no caso concreto, e ineficazes as deliberações que afetem direitos especiais de determinado grupo de sócios, como os titulares de ações preferenciais, por exemplo.

Os direitos individuais dos sócios são direitos subjetivos, defensáveis judicialmente⁵⁹, bem como protegidos por mecanismos internos ao próprio sistema societário. A possibilidade de defesa judicial dos direitos individuais é expressa na Lei das Sociedades por Ações (arts. 159 e 287). Além da defesa judicial, os direitos individuais protegem-se mutuamente. Desdobramentos dos direitos individuais, por exemplo, o direito de retirada,

⁵⁸ “Substanciais, os acionistas não podem ser privados deles pela assembleia geral. Nem pelos estatutos. Somente a lei os poderá derrogar; e mais ninguém. A cláusula estatutária que os ofenda é nula, de pleno direito. Igualmente, a deliberação da assembleia geral que os moleste sequer.” FERREIRA, Waldemar, *Tratado de direito comercial*, v. 4, ed. Saraiva, Saraiva, São Paulo, 1961, p. 334.

⁵⁹ “Nesse complexo, os direitos mínimos enumerados constituem autênticos direitos subjetivos, pois consubstanciam poderes de ação conferidos aos acionistas para a satisfação de seus interesses, em conformidade com a norma jurídica. As objeções, contrárias a essa caracterização, e favoráveis à idéia de que essas situações mais se assemelham a simples poderes jurídicos ou meros direitos reflexos, sinceramente não colhem.” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Do direito do acionista ao dividendo*, Obelisco, São Paulo, 1969, p. 303).

o direito de exames dos livros sociais, o próprio direito de voto, entre outros, funcionam como vigilantes e garantidores de si próprios.

Diversas correntes doutrinárias promoveram diferentes explicações para o fundamento da proteção aos direitos individuais dos sócios, concentrando-se comumente na natureza contratual da sociedade ou em analogias com o estado democrático⁶⁰. Da mesma maneira, várias são as classificações possíveis dos direitos individuais dos sócios, variando de acordo com o autor e o ponto de vista que se deseja considerar⁶¹. A discussão a respeito dessas correntes e doutrinas foge ao escopo deste trabalho. Serão, contudo, feitas referências diretas ou indiretas aos argumentos apresentados por algumas delas, conforme necessário para o exame do direito de voto e o seu exercício.

⁶⁰ “*Quel est le fondement de ces droits individuels? Pendant longtemps, la doctrine y a vu l'effet du 'contrat de société'. L'actionnaire ne peut pas se voir privé des droits qui lui sont donnés par le contrat, sauf s'il a admis par avance qu'une renonciation ou une modification pourrait lui être imposée. Mais on ne peut plus soutenir aujourd'hui une pareille théorie, puisque la loi permet la modification des status dans toutes leurs dispositions, qu'elle ait été prévue ou non, et mieux encore sans qu'il soit permis de l'interdire statutairement. La comparaison de la société à un État de 'constitution démocratique' permet de donner un autre fondement aux droits de l'actionnaire. De même qu'il existe des 'droits de l'homme et du citoyen' que le pouvoir politique doit respecter, l'actionnaire a des droits individuels que le pouvoir constitué de la société ne peut pas supprimer ou restreindre. (...) L'objection est que les droits de l'homme et du citoyen sont inhérent à sa condition d'être humain. On disait autrefois qu'ils sont imposés par le 'droit naturel' supérieur au droit positif. Les droits individuels de l'actionnaire ne lui appartiennent qu'en sa 'qualité d'actionnaire'. Or, cette qualité, il la tient de son entrée dans la société et, par cette adhésion, il s'est soumis à loi de la société. Il ne s'agit d'ailleurs, dans tout cela, que d'intérêts pécuniaires et il est difficile de faire appel à l'idée de droit naturel pour la défense de tels intérêts. Il faut donner, à notre avis, à ces droits individuels de l'actionnaire un 'caractère politique' au sens large du mot. La création de la société anonyme est une œuvre de l'État. Cette création ne doit pas avoir pour effet de permettre la violation de droits que l'actionnaire tient du jeu régulier des règles juridiques. Les organes de la société n'ont pas un pouvoir souverain. L'actionnaire qui défend son droit concourt par cette défense à la limitation de ce pouvoir. Il maintient la construction juridique dans sa régularité.* RIPERT, Georges, ROBLOT, René (dir. Michel GERMAIN), *Traité de droit commercial*, t. 1, v. 2, ed. 18, L.G.D.J., Paris, 2002, p. 376. “*L'espressione 'democrazia azionaria', che è stata coniata per rappresentare il modello ottocentesco di società per azioni, esprime in modo adeguato le analogie che nel secolo scorso si stabiliscono fra la costituzione dello Stato e quella della società per azioni, fra la democrazia politica e la democrazia economica. (...) E sono analogie che derivano la propria origine dalla fondamentale unità del disegno strategico della borghesia dell'Ottocento, dalla matura consapevolezza che questa acquisisce degli strumenti atti ad assicurarle il consenso della società. Non è certo un caso che il processo di democratizzazione della società per azioni corre, nel corso dell'Ottocento, parallelo all'allargamento del suffragio elettorale, che determina l'avvento delle classi medie sulla scena politica (...).* Sono queste, ad un tempo, le classi che il diritto pubblico chiamava a concorrere nel governo dello Stato e che il diritto commerciale invitava a partecipare alla direzione dell'economia (...).” GALGANO, Francesco, *Lex mercatoria*, Il Mulino, Bolonha, 2001, p. 152. Ver também PERNA, Raffaele, *Public company e democrazia societaria: voto per delega e governo delle imprese nel capitalismo statunitense*, Il Mulino, Bologna, 1998.

⁶¹ “Quanto à classificação dos direitos individuais é óbvio poder, esta, ser diversa, conforme o critério com que fôr feita: a adoção de uma classificação não exclue a possibilidade de outras, conforme a diversidade de critério adotado.” (ASCARELLI, Tullio, *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, Saraiva, São Paulo, 1945, p. 405).

Conforme adiantado no item anterior, pode-se dizer que os direitos individuais dos sócios agrupam-se em quatro categorias: direitos de coadministração, direitos de fiscalização, direitos patrimoniais e direitos dissolutórios. Trata-se, repita-se, de uma das classificações possíveis, escolhida por agregar elementos consensuais de diversas classificações, por apresentar com clareza a amplitude dos direitos individuais e por refletir com precisão a lei societária nacional.

Diversos direitos individuais do sócio são expressamente previstos na legislação brasileira. Os principais são citados a seguir.

O art. 109 da Lei das Sociedades por Ações prevê os direitos de participar nos lucros sociais, de participar no acervo da companhia, em caso de liquidação, de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, de preferência para subscrição de ações e outros títulos de participação emitidos pela companhia e de retirada da companhia⁶². O art. 993, parágrafo único, do Código Civil prevê o direito de fiscalização nas sociedades em conta de participação. Os arts. 1009, 1020, 1021, 1029, 1030 e 1031 do Código Civil preveem os direitos de participar nos lucros sociais, direitos de fiscalização, direitos dissolutórios e direitos aos haveres, na sociedade simples. Os arts. 1077, 1081 e 1085 preveem direitos dissolutórios, de coadministração e de fiscalização, nas sociedades limitadas. O art. 1108 prevê, para as sociedades em geral, o direito de participar na partilha do patrimônio remanescente, em caso de liquidação. Em complementação, embora não se refiram a sociedades, vale a menção ao art. 57 do Código Civil, que prevê direitos dissolutórios no âmbito das associações, e aos arts. 33, 35, 37, 44, 72 e 73 da Lei n.º 5.764/71, os quais preveem, no âmbito das cooperativas, direitos dissolutórios, direito de igualdade política entre os cooperados, direitos de fiscalização, de coadministração e de participação no patrimônio remanescente, em caso de liquidação.

Direitos de coadministração são direitos de interferência do sócio na condução da sociedade e na determinação dos principais eventos societários. Pode ser concretizado por meio do exercício do direito de voto, da atuação direta na administração ou da atuação indireta na administração.

⁶² Sobre o art. 109, cf. os comentários do Prof. Leães, em LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Comentários à lei das sociedades anônimas*, v. 2, Saraiva, São Paulo, 1980, pp. 3 a 160.

Além do voto, os direitos de coadministração implicam que os sócios podem também participar direta ou indiretamente da administração da sociedade. Diretamente, os sócios podem ser eleitos para cargos no conselho de administração, na diretoria, no conselho fiscal ou em quaisquer outros órgãos consultivos, caso preencham os requisitos específicos para as funções. Indiretamente, os sócios são representados na administração da sociedade por agentes, em regra, eleitos e destituíveis pelos próprios sócios. Trata-se de uma espécie de restrição consentida do direito de voto, dentro da representação estrutural da sociedade. Os sócios transmitem seu direito de decisão sobre a gestão da companhia para representantes por eles eleitos.

Direitos de fiscalização são direitos do sócio à informação sobre as atividades sociais e à verificação dessas informações. Os direitos de fiscalização podem ser exercidos individualmente ou por meio representativo. Individualmente, o sócio possui o direito de analisar os documentos obrigatórios, em tempo razoável para fundamentar sua decisão (art. 133 da Lei das Sociedades por Ações), verificar livros sociais e fiscais, em circunstâncias que o legitimem (art. 100, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações, e arts. 226, 1021 e 1190 a 1193 do Código Civil), requerer esclarecimentos e se manifestar em assembleias, reuniões de sócios e a qualquer tempo, desde que aja com boa-fé e não prejudique o normal andamento das atividades da sociedade⁶³. Os direitos de fiscalização podem ser exercidos também por meio de um órgão delegado, o conselho fiscal, colegiadamente ou por membro eleito em separado (arts. 161 a 165-A da Lei das Sociedades por Ações e arts. 1066 a 1070 do Código Civil)⁶⁴.

Direitos patrimoniais são os direitos dos sócios à retribuição pelo investimento feito na sociedade e de restituição, em caso de encerramento do vínculo societário, submetidos aos

⁶³ CLARK, Robert Charles, *Corporate law*, Aspen Law & Business, Nova Iorque, 1986, pp. 97 e 98.

⁶⁴ A respeito dos direitos de fiscalização, cf., por exemplo, LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Mercado de capitais & insider trading*, RT, São Paulo, 1982, pp. 80 e ss.; MENEZES CORDEIRO, António, *Manual de direito das sociedades*, v. 2, Almedina, Coimbra, 2006, pp. 565 e ss.; HEURTEUX, Claude, *L'information des actionnaires et des épargnants – étude comparative*, in *Bibliothèque de droit commercial*, t. 1, Sirey, Paris, 1961; e WALD, Arnoldo, *A sociedade de capital aberto e a informação do acionista*, in *Estudos e pareceres de direito comercial*, RT, São Paulo, 1972, pp. 209 e ss.. Especificamente sobre o conselho fiscal, cf., por exemplo, BULGARELLI, Waldirio, *Regime jurídico do conselho fiscal das s/a*, Renovar, Rio de Janeiro, 1998; EIZIRIK, Nelson, *Conselho fiscal*, in LOBO, Jorge (org.), *Reforma da lei das sociedades anônimas*, Forense, Rio de Janeiro, 2003, pp. 453 e ss.; GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *O conselho fiscal e o direito à informação*, in *RDM*, n. 45, 1982, pp. 29 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Conselho fiscal e as empresas de auditoria*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 597 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Conselho fiscal e auditoria*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 911 e ss.; e LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Funcionamento do conselho fiscal nas companhias abertas*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1277 e ss..

riscos da atividade empresarial e das estruturas societárias. Incluem a participação nos lucros sociais, o recebimento de haveres, em caso de dissolução parcial e a participação no acervo social, em caso de dissolução total.

Direitos dissolutórios são direitos dos sócios de resolver o vínculo societário. Em sua faceta mais importante, a do direito de retirada, os direitos dissolutórios atuam como *ultima ratio* em casos de ameaças intoleráveis aos interesses privados, e legítimos, dos sócios⁶⁵. Servem como alternativa aos sócios se estruturas fundamentais da organização societária original forem modificadas ao longo da vida da sociedade, especialmente se a circulação da sociabilidade não for integralmente livre, por razões contratuais ou de liquidez. Estão essencialmente ligados ao direito patrimonial sobre os haveres sociais, que assegura a restituição da participação financeira do sócio, seja em caso de dissolução parcial, seja em caso de dissolução total.

As hipóteses que autorizam o direito de retirada do acionista nas companhias estão previstas no art. 137, combinado com o art. 136, ambos da Lei das Sociedades por Ações. O Código Civil prevê o direito de retirada, no âmbito das sociedades limitadas, em seu art. 1037. A exclusão de sócios, com fundamento teórico na proteção do interesse social, é expressamente prevista para o caso das sociedades limitadas (art. 1085 do Código Civil) e inexistente no caso das companhias⁶⁶. A dissolução parcial requerida judicialmente é admitida nas sociedades limitadas com relativa frequência e, apenas em específicas situações, autorizada nas companhias⁶⁷, em razão de teórica diferença de natureza entre as relações sociais em um e outro tipo societário⁶⁸.

⁶⁵ A respeito do direito de retirada, cf., por exemplo, ASCARELLI, Tullio, *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, Saraiva, São Paulo, 1945, pp. 419 e ss..

⁶⁶ Sobre o assunto, cf. a completa obra de Antônio José Avelãs Nunes (*O direito de exclusão de sócios nas sociedades comerciais*, Cultural Paulista, São Paulo, 2001).

⁶⁷ Cf., sobre o assunto, CAMINHA, Uinie, *Dissolução parcial de s.a. - quebra da "affectio societatis" - apuração dos haveres*, in *RDM*, n. 114, 1999, pp. 174 e ss. e VIEIRA, Maíra de Melo, *Dissolução parcial de S.A., Quartier Latin*, São Paulo, 2013. Ver, ainda, COMPARATO, Fábio Konder, *Reflexões sobre a dissolução judicial de sociedade anônima por impossibilidade de preenchimento do fim social*, in *RDM*, n. 96, 1994, pp. 67 e ss..

⁶⁸ Ver, por exemplo, REsp 1.129.222-PR, Rel. Min. Nancy Andrigli, julgado em 28 de junho de 2011.

7. Direito de voto dos sócios

Os direitos dos sócios são aqueles assegurados pelas leis societárias, aqueles previstos em outras leis não específicas e aqueles estabelecidos contratualmente, desde que legais. Todos os três conjuntos de direitos são, evidentemente, importantes para o funcionamento do mecanismo societário⁶⁹.

Entre esses direitos, contudo, há aqueles não apenas cuja preservação é necessária para o equilíbrio da estrutura societária, mas também cuja existência é fundamental para a própria caracterização da sociedade como organização jurídica definida.

A preservação do interesse da sociedade e, portanto, dos interesses originários que levaram os sócios a tomarem parte da organização é o objetivo último desses direitos tidos como essenciais para a definição de sociedade.

Sendo o lucro o objetivo por essência das sociedades empresariais, são considerados como essenciais, para a manutenção do tipo jurídico, todos os direitos que evoluíram e foram forjados para a preservação da busca por esse objetivo e seu aproveitamento pelos constituintes daquela organização.

O exercício de quaisquer direitos pelos sócios é assim legitimado e limitado pela necessidade de preservação do que é o objetivo do negócio que foi celebrado pelos sócios. Nada que afete a busca por esses objetivos pode ser, ativa ou omissivamente, em teoria, praticado no âmbito da organização societária; de forma equivalente, tudo que não afete essa busca não é indispensável.

Assim, o direito de participar dos lucros da sociedade e da divisão de seu acervo em caso de liquidação é evidentemente essencial para a sociedade, diante de sua própria razão de existência.

⁶⁹ Sobre o tema, de maneiral geral, ver CÔRREA LIMA, Osmar Brina, *Direito de voto na sociedade anônima*, in *RT*, n. 530, 1979, pp. 26 e ss.; RIBEIRO, Renato Ventura, *Direito de voto nas sociedades anônimas*, Quartier Latin, São Paulo, 2009; e ALBORCH BATALLER, Carmen, *El derecho de voto del accionista: supuestos especiales*, Tecnos, Madrid, 1977.

O direito de fiscalização das atividades, em consequência, e para assegurar os próprios direitos patrimoniais, é decorrência natural e essencial para a sustentação da estrutura societária.

Como os direitos patrimoniais dos sócios estão relacionados à sua participação proporcional na sociedade, é lógico assegurar, como direito essencial, a possibilidade de manutenção da participação relativa de cada sócio.

Do mesmo modo que a adesão à sociedade é voluntária, nenhum sócio pode ser impedido de se retirar e levar consigo sua participação, nos casos em que a sociedade deixa de corresponder ao negócio jurídico ao qual ele aderiu.

São esses os quatro grandes grupos de direitos, com suas exceções e especificações dadas pela lei, considerados como essenciais para a caracterização da organização societária.

A participação do sócio na vida da sociedade é, portanto, desenhada para a preservação do interesse econômico originário de cada parte aderente ao negócio.

O voto, nesse sentido, é mero instrumento, de caráter explicitamente indireto, para o aperfeiçoamento dos direitos que são essenciais ao estado de sócio. O direito de voto e seu exercício são necessários, portanto, não para a existência da sociedade, mas tão somente na medida de sua necessidade para a preservação e materialização dos direitos que são fundamentais para a existência da sociedade.

É precisamente dessa maneira que dispõe o art. 109 da Lei das Sociedades por Ações, que não inclui o direito de voto entre os direitos essenciais reconhecidos pela legislação societária nacional⁷⁰.

Indiretamente, no entanto, não há dúvida de que o exercício do direito de voto e, por indução, o direito de voto em si estão reconhecidos entre os “meios” e através dos

⁷⁰ “Já o *direito de voto* não constitui um direito intangível do acionista, como os chamados ‘direitos essenciais’ dos acionistas enumerados no art. 109 (...), razão pela qual a lei e os estatutos podem limitá-lo, e até sumprimi-lo.” (LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros, *O direito de voto de ações gravadas com usufruto vitalício*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1357 e ss., p. 1362).

“processos” registrados pelo parágrafo 2º do mesmo art. 109, caracterizando-se não como essenciais em absoluto ou em qualquer hipótese, como é o caso daqueles direitos indicados nos incs. I a V do dispositivo, mas ao menos elegíveis à inderrogabilidade, para as situações em que a lei assim entende como necessário.

O direito de voto não é essencial simplesmente porque o objetivo da empresa é o lucro e não a agremiação de sócios; o objetivo dos sócios é a participação econômica e não a participação política. A segunda é necessária apenas na medida suficiente para garantir a primeira.

A desnecessidade, ou a limitação, do voto fica mais clara na medida em que as organizações societárias se complexificam e os sócios deixam de ser empreendedores, alocados em funções individuais dentro da sociedade.

O sócio não deixa nunca de poder exercer sua vontade no manejo do contrato de sociedade, na instituição e dissolução deste. Mas, uma vez conformado o contrato de sociedade, e durante sua execução, o exercício da vontade de cada parte contratante é limitado, por sua própria decisão de aderir ao contrato, à extensão suficiente e necessária para viabilizar o funcionamento da organização societária criada, sem prejuízo aos interesses individuais da cada qual, esperados quando dessa criação.

Dizer que o direito de voto não é essencial não significa dizer, no entanto, que o direito de voto não seja inerente ao estado de sócio. A regra é a de que o sócio tem o direito de voto, sendo a suspensão ou a retirada, parcial ou integral, desse direito ou de seu exercício, a exceção, a qual só se implementa nos limites permitidos em lei.

8. Titularidade do direito de voto

O direito de voto, e ao seu exercício, ainda que não essencial, é inerente à condição de sócio. Da titularidade da participação societária decorre o direito de votar nas situações permitidas pelo estatuto ou contrato social e asseguradas pela lei⁷¹.

⁷¹ A respeito da dissociação entre a titularidade da ação e a legitimação do exercício do direito de voto, fundamental a análise do Prof. Fabio Comparato, complementada pelo Prof. Calixto, à qual este estudo

Originalmente, o voto está atrelado à ação ou quota, consistindo em um dos direitos, deveres e obrigações que compõem o pacote inicial assumido por cada sócio. A titularidade do direito de voto, assim, é daquele que é titular da ação ou quota.

Além de ser titular do direito de voto, o titular da ação ou quota pode também, observadas restrições legais e contratuais, exercer esse direito nas deliberações sociais.

Mesmo que o voto se mantenha atrelado à participação societária, seu exercício, por razões diversas, pode se destacar.

No caso de ação ou ações detidas em condomínio, por exemplo, é o representante do condomínio que exercerá o direito de voto, ainda que não seja seu titular ou seu único titular (art. 28 da Lei das Sociedades por Ações).

No caso de penhor de ações, é o titular que continua a exercer o direito de voto. Esse exercício, porém, pode ser influenciado pelo credor pignoratício, em relação contratual privada entra as duas partes, ainda que com efeitos para a sociedade.

No caso de usufruto, o exercício do direito de voto pode ser cedido juntamente com o direito ao recebimento de dividendos e outros desdobramentos patrimoniais da titularidade da ação.

Há, na prática societária, inúmeras outras situações em que o potencial descolamento entre a titularidade da participação societária e do direito de voto, e o exercício desse direito geram grandes dúvidas e preocupações para a estabilidade das sociedades e do mercado.

São preocupações ligadas fundamentalmente à responsabilização e capacidade de responsabilização pela prática de atos ilegais em situações em que o interesse veiculado por meio do exercício do direito de voto nem sempre se apresenta claramente relacionado com os interesses econômicos centrais da sociedade que se guia por aquele voto ou

retornará em itens posteriores: COMPARATO, Fábio Konder, SALOMÃO FILHO, Calixto, *O poder de controle na sociedade anônima*, ed. 5, Forense, Rio de Janeiro, 2008, pp. 204 e ss..

associados com as obrigações e deveres aos quais os sócios típicos estão sujeitos. Situações, por exemplo, ligadas à utilização do chamado aluguel de ações ou de outras práticas vastamente utilizadas no mercado financeiro e que crescem a uma velocidade muito maior do que a aquela que o direito societário tem sido capaz de acompanhar.

Em tese, a responsabilidade societária e a responsabilização por via das regras societárias recaem sobre o titular da ação ou quota sempre e sobre quem exerceu o voto, na extensão da aplicabilidade das referidas regras.

Por consequência, violações ou prejuízos causados por meio do exercício de voto, no âmbito societário, são sancionadas por normas societárias de caráter específico, para cada situação, ou de caráter genérico, como regras de abuso do direito de voto; violações ou prejuízos causados por meio do exercício de voto que extrapolem o alcance de normas societárias devem ser sancionadas pelas regras de compensação, reparação, punitivas e de execução específica do direito privado como um todo.

A aplicação desses princípios em determinadas situações não é, contudo, como se verá adiante, tão evidente.

9. O caso das ações preferenciais

No Brasil, a ação preferencial corporifica a derogabilidade do direito de voto, consistindo em instrumento legal expressamente voltado à distribuição entre sócios meramente investidores⁷².

⁷² Para um panorama da doutrina a respeito das ações preferenciais, ver, por exemplo, COMPARATO, Fábio Konder, *Direito de recesso do acionista: cabimento, na hipótese de alteração nas preferências ou vantagens das ações preferenciais*, in *Direito empresarial: estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 215 e ss.; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, PEREIRA NETO, Edmur A. Nunes, *Sociedade anônima – fraude à lei – alteração dos estatutos com o intuito de evitar que acionistas preferencialistas adquiram o direito de voto às vésperas de completar o terceiro exercício social sem o pagamento de dividendos – abuso de poder de controle*, in *RDM*, n. 133, 2004, pp. 259 e ss.; LAMY FILHO, Alfredo, *Ações preferenciais sem valor nominal*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 189 e ss.; LAMY FILHO, Alfredo, *Ações preferenciais com prioridade de reembolso - supressão do valor nominal - aquisição do direito de voto*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 313 e ss.; LAMY FILHO, Alfredo, *Prioridade na participação nos lucros líquidos ou na participação dos dividendos - distinção da lei*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 235 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Ações preferenciais exclusivamente com vantagens políticas*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 837 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Conversão de ações preferenciais em ordinárias*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 385 e ss.; LOBO, Jorge, *Do exercício do direito de voto das ações preferenciais com dividendo diferenciado*, in *RDM*, n. 132, 2003, pp. 60 e ss.; RETTO, Marcel Gomes Bragança, *A evolução*

De forma geral, instrumentos como a ação preferencial deixam clara a preponderância dos argumentos econômicos em relação ao instinto igualitário democrático ou ao histórico contratualista das sociedades, na disputa de forças que movem a evolução do direito societário.

A lógica é a de que o voto não é essencial, senão em situações muito específicas, para quem quer apenas investir. Ou a de que, ao menos, no campo do direito privado, o investidor pode perfeitamente escolher dispensar o direito ou ônus de votar atrelado a instrumentos de *equity* quando da seleção de seus investimentos.

Essa dualidade de tipos distintos de proprietários da sociedade, e a evidência da separação entre propriedade e controle, de modo simples, meramente econômico e conflitante com a primeiro impulso racional do direito societário, demonstram com precisão o caráter instrumental da estrutura societária para a economia e definem também, de forma exata, qual de fato é o objetivo das sociedades, o lucro.

Cabe ao direito reconhecer essas características na evolução da economia e ajustar o arcabouço jurídico societário a essa evolução. Nesse aspecto, pela curiosidade científica ou em busca de soluções para incoerências, incompletudes ou lacunas no direito societário, criadas ou evidenciadas pela evolução das práticas econômicas, é mais do que legítima a perquirição sobre as interessantes consequências da convivência entre títulos de participação com ou sem o direito a voto, entre elas, a criação de estruturas piramidais de controle, a atribuição de preços distintos aos dois tipos de títulos pelo mercado, as questões de alocação de prêmio de controle e as correlações possíveis com os níveis de desenvolvimento de cada mercado e de suas instituições⁷³.

legislativa das ações preferenciais no Brasil e os institutos a elas relacionados, in *RDM*, n. 133, 2004, pp. 121 e ss.; SZTAJN, Rachel, *Há futuro para ações preferenciais sem direito de voto?*, in *Sociedade anônima, 30 anos da lei 6.404/76*, Quartier Latin, São Paulo, 2007, pp. 361 e ss.; WALD, Arnaldo, *Sociedades por ações – pagamento de dividendos – direito de voto dos titulares de ações preferenciais*, in *Estudos e pareceres de direito comercial*, RT, São Paulo, 1972, pp. 165 e ss.; e WALD, Arnaldo, *Da aquisição do direito de voto pelas ações preferenciais por falta de pagamento dos dividendos*, in *Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem*, n. 12, 2001, pp. 29 e ss..

⁷³ Essencial para a compreensão do assunto, com dados resultantes de ampla pesquisa empírica internacional: NENOVA, Tatiana, *The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis*, in *Journal of Financial Economics*, v. 68, 2001, pp. 325 e ss.. Ver também DAMODARAN, Aswath, *The value of control: implications for control premia, minority discounts and voting share differentials*, 2005, disponível em

Como compensação para a perda do voto, total ou parcial, mas mesmo sem que esse direito seja afetado pelo estatuto social, as ações preferenciais podem – meramente como política de incentivo para o investimento no mercado de capitais, e não necessariamente para corrigir qualquer desequilíbrio jurídico fundamental – ter vantagens em relação às ações que tenham direito integral ao voto.

Essas vantagens, no direito brasileiro, de acordo com os arts. 17 e 18 da Lei das Sociedades por Ações, podem consistir na prioridade no recebimento de dividendos ou reembolso de capital, no estabelecimento de dividendo fixo ou mínimo, ou outras regras de cálculo ou distribuição, que lhes favoreçam, na inclusão no direito de venda conjunta em caso de alienação de controle, na eleição em separado de membros para o órgão de administração, no poder de veto para determinadas deliberações, ou ainda em outras vantagens livremente atribuídas pelo estatuto social, nos limites da lei⁷⁴.

Como pontos de resistência mínimos das bases contratuais da organização societária, as ações preferenciais, ainda que de acordo com o estatuto social não disponham do direito de voto ou de seu exercício, são aptas a votar irrestritamente nos momentos fundamentais para a sociedade, como sua constituição (art. 87, § 2º) e liquidação (art. 213, § 1º).

Além disso, de acordo com o parágrafo único do art. 125, os acionistas sem direito de voto têm o direito não apenas de comparecer à assembleia geral, mas também o de discutir a matéria submetida à deliberação. Ou seja, os acionistas sem direito de voto, ainda que não possam votar, têm direito de se manifestar durante as deliberações e influenciar o voto dos acionistas que dispõem desse direito.

Conforme o art. 15, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações, as ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição em seu exercício, não podem representar mais do que 50% das ações emitidas. Esse limite, que até a reforma da lei de 2001, era de 2/3, impõe o ponto máximo da desproporção entre propriedade e poder político.

www.ssrn.com; ZHANG, Yi, *Voting rights, corporate control, and firm performance*, 2002, disponível em <http://www.lib.umich.edu>.

⁷⁴ Ver PELA, Juliana Krueger, *As golden shares no direito societário brasileiro*, Quartier Latin, São Paulo, 2012, pp. 139 e ss..

Não à toa, o regulamento do Novo Mercado impede, como símbolo de incremento em termos de governança corporativa, que as companhias listadas nesse segmento emitam ações sem direito de voto ou com seu exercício restringindo.

A lei societária assegura às ações sem direito de voto ou com voto restrito, a representação na administração das companhias. Os arts. 141, § 4º, II, e § 5º, e 161, § 4º, “a”, asseguram aos titulares de ações preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito a eleição em separado de um membro no conselho de administração e um membro no conselho fiscal da companhia.

Esses dispositivos garantem aos preferencialistas a representação, no mínimo fiscalizatória, por pessoa por eles designada de forma independente em relação ao controlador, na administração direta da sociedade.

O art. 136, § 1º, por sua vez, condiciona a eficácia de deliberações que prejudiquem os direitos das ações preferenciais à aprovação por acionistas titulares de mais do que a metade das ações preferenciais, em assembleia especial.

Por fim, o art. 111, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações, estabelece a retomada temporária do direito integral de voto pelas ações preferenciais objeto de restrição estatutária ao seu exercício, nos casos em que as vantagens patrimoniais que lhe são conferidas não são honradas pela Companhia. Ressalte-se, contudo, que o dispositivo se aplica exclusivamente nas hipóteses de não pagamento de dividendo fixo ou mínimo, e que o direito de voto persiste apenas enquanto os valores devidos não sejam quitados pela companhia, inclusive os acumulados, se for o caso⁷⁵.

Ou seja, se o estatuto não estabelecer um montante financeiro fixo ou um montante financeiro mínimo, ainda que atrelados a índices internos ou externos, não há que se falar na restituição do direito de voto. Em outras palavras, se o montante fixo ou mínimo for estabelecido em função do lucro apurado da sociedade, ou em função do dividendo pago às ações ordinárias, também atrelado ao lucro da companhia, e esta simplesmente não apurar

⁷⁵ Ver, a respeito, as decisões nos processos CVM n.ºs RJ2002/2941, RJ2005/7329 e RJ2005/3352, e o Memo/SEP/Nº 055/98, de 17 de abril de 2003.

lucro em determinado exercício, esse fato não pode ser considerado para os fins do art. 111, § 1º.

A sanção prevista naquele dispositivo é pelo descumprimento de obrigação contratual estabelecida no estatuto social, cuja expectativa tem impactos importantes na decisão de investimento e precificação das ações. Não é sanção, portanto, para a impossibilidade de atingimento do fim lucrativo do contrato de sociedade. Nesta hipótese, com a ressalva de todas as restrições doutrinárias, jurisprudenciais e fáticas para sua aplicação, a solução é construída por disciplina diversa daquela do art. 111, § 1º.

10. O caso das *golden shares*

O modo de combinação ideal de interesses dentro de uma sociedade varia infinitamente. A estrutura contratual das organizações societárias é coerente com uma flexibilidade necessária para que os sócios decidam entre si a melhor distribuição de poderes, em consenso, para cada tipo de sociedade e objetivo.⁷⁶

Entre os sócios e os objetivos podem ser incluídos também, evidentemente, o governo e o interesse público, se for o caso.⁷⁷

O principal mecanismo utilizado na dosagem e distribuição dos poderes de interferência na administração da sociedade é justamente o exercício do direito de voto.

Por meio de combinações de interesses e instrumentos dos mais diversos, os sócios de uma empresa podem se organizar, no ato de sua constituição, ou durante a vida da sociedade, de modo temporário e pontual, ou permanente e estrutural, com o objetivo de otimizar sua participação societária e, idealmente, o próprio desempenho da empresa⁷⁸.

⁷⁶ Sobre as *golden shares*, ver, por todas, a excelente obra da Profa. Juliana Krueger Pela (*As golden shares no direito societário brasileiro*, Quartier Latin, São Paulo, 2012).

⁷⁷ PELA, Juliana Krueger, *As golden shares no direito societário brasileiro*, Quartier Latin, São Paulo, 2012, pp. 96 e ss., 156 e ss., e 172 e ss..

⁷⁸ A Exposição de Motivos da Lei das Sociedades por Ações esclarece, por exemplo, a respeito da flexibilidade concedida pelo art. 16 para a criação de mais de uma classe de ações ordinárias, na companhia fechada, que “[e]ssa flexibilidade será útil na associação de diversas sociedades em empreendimento comum (*joint venture*), permitindo a composição ou conciliação de interesses e a proteção eficaz de condições contratuais acordadas”.

A capacidade de flexibilização dos arranjos e instrumentos de voto é compatível com a dinâmica e com a importância das empresas para a sociedade, e é coerente com a organização jurídica societária.

Entre esses instrumentos, estão as *golden shares*, que, em síntese, são títulos representativos de participação acionária aos quais é conferidos determinado poder político especial em relação aos demais títulos representativos do capital social.

É um arranjo contratual de voto, determinado de modo estrutural, via estatuto social, concentrado e encapsulado em um título representativo de participação societária, que, em regra, excetua os princípios de representatividade e da maioria nas deliberações.

Trata-se de ferramenta útil na determinação de estruturas de governança adaptadas a cada empresa e conjunto de sócios, que não desnatura o sistema societário e é, por isso, utilizado na prática e acolhido pelo direito.

A legislação brasileira autoriza a emissão de ações de classe especial, e portanto reconhece a validade das *golden shares*.⁷⁹

No Brasil, a *golden share* pode assumir mais de um formato, a depender do fundamento legal em que se apoia.

A Lei n.º 8.031/90, já revogada, previu, como parte dos instrumentos de viabilização do Programa Nacional de Desestatizações - PND, a possibilidade de emissão pelas companhias privatizadas, em favor da União, de ação de classe especial que atribua poder de veto em determinadas matérias⁸⁰.

⁷⁹ PELA, Juliana Krueger, *As golden shares no direito societário brasileiro*, Quartier Latin, São Paulo, 2012, pp. 159 e ss.. “Os mecanismos de direito societário criados a partir do modelo de privatizações britânico para permitir a ingerência qualitativamente diferenciada nas deliberações e negócios sociais, genericamente designados *golden shares*, podem ser considerados lícitos no Brasil, desde que respeitadas certas condições. (...) Essas conclusões indicam que as *golden shares* ultrapassam com êxito, no direito societário brasileiro, o crivo da licitude. (...) Estão, portanto, à disposição da autonomia privada, que poderá delas se valer na definição da estrutura de poder das companhias.” (pp. 186 e 187).

⁸⁰ Ver os arts. 6º, inc. XIII, e 8º, da Lei n.º 8.031/90, bem como o art. 43 do Decreto n.º 1.204/94. Ver também KANG, Michael S., *Voting as veto*, in *Michigan law review*, v. 108, 2010, pp. 1221 e ss..

No âmbito do Programa Nacional de Desestatizações – PND, foram emitidas ações de classe especial na Companhia Eletromecânica Celma, na Embraer e na Companhia Vale do Rio Doce, todas empresas privatizadas na década de 1990.

Seguiram-se discussões sobre a validade das ações de classe especial emitidas, baseadas em alegações de que não havia guarida legal no país para as referidas ações ou de que estas não eram compatíveis com as classes de ações previstas na Lei das Sociedades por Ações. As alegações foram refutadas judicialmente com fundamento na própria existência da Lei n.º 8.031/90⁸¹.

A Lei n.º 9.491/97 revogou a Lei n.º 8.031/90, manteve a previsão a respeito da possibilidade de emissão de ação de classe especial e ampliou os poderes políticos que poderiam ser atribuídos à ação, deixando de restringi-los apenas ao poder de veto⁸².

De seu lado, a Lei das Sociedades por Ações, igualmente, prevê a possibilidade de conferência de determinados direitos políticos, tanto a ações ordinárias, quanto a ações preferenciais, suficientes para caracterizar determinada ação como uma *golden share*⁸³ e mutuamente compatíveis com as disposições das Leis n.º 8.031/90 e n.º 9.491/97.

Em seu art. 16, desde o texto original da Lei das Sociedades por Ações, encontra-se prevista a possibilidade de emissão, por companhias fechadas, de classes diversas de ações ordinárias, que se diferenciariam, inclusive, pelo poder de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos em órgão da administração.

Com a alteração promovida pela Lei n.º 10.303/01, foi incluído o parágrafo 7º ao art. 17 da Lei das Sociedades por Ações. Esse novo dispositivo, que somou as experiências das leis anteriores, ampliou a aplicabilidade da ação de classe especial a qualquer companhia

⁸¹ PELA, Juliana Krueger, *As golden shares no direito societário brasileiro*, Quartier Latin, São Paulo, 2012, pp. 68 e ss..

⁸² Ver os arts. 6º, inc. II, “d”, 8º e 11, “i”, da Lei n.º 9.491/97, e o art. 16 do Decreto n.º 2.594/98.

⁸³ PELA, Juliana Krueger, *As golden shares no direito societário brasileiro*, Quartier Latin, São Paulo, 2012, pp. 139 e ss. “[A]s *golden shares* podem assumir, no Brasil, a forma de classe de ações, ordinárias ou preferenciais.” (p. 185).

objeto de privatização, deixou claro que os direitos conferíveis não estão restritos ao poder de veto e determinou que a ação de classe especial é uma ação preferencial⁸⁴.

Para as demais companhias, que não sejam objeto de desestatização, e acionistas que não sejam o ente estatizante, e ainda, ao contrário do art. 16, sendo aplicável também às companhias abertas, há as prerrogativas previstas no art. 18 da Lei das Sociedades por Ações, atribuíveis às ações preferenciais. Segundo o dispositivo, que não sofreu qualquer alteração desde o texto original da lei de 1976, em termos políticos, o estatuto social pode atribuir a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração e o direito de veto sobre as alterações estatutárias que indicar.

O art. 18 não traz nenhuma restrição quanto ao número de membros dos órgãos de administração que podem ser indicados, quanto às matérias que podem ser submetidas ao poder de veto, ou quanto à representatividade da respectiva classe de ação preferencial em relação ao capital social da companhia.

Em todos os casos, os poderes especiais atribuíveis às classes escolhidas de ações ordinárias ou preferenciais estão, por meio da titularidade da própria ação, ligados à condição necessária de acionista. Por consequência desse vínculo obrigatório, permanecem aplicáveis todas as regras de responsabilidade, as obrigações e deveres, decorrentes da condição de acionista, incidentes, inclusive, sobre o exercício do direito especial de voto concedido a essas ações.

Não constituem também, os referidos poderes, exceção ou contradição à vedação ao voto plural, e ao princípio da unidade do voto por ação, determinada pelo art. 110 da Lei das Sociedades por Ações.

Cada ação, ordinária ou preferencial, da classe dotada daqueles poderes especiais, representará um voto dentro da classe, ou seja, dentro do colégio eleitoral separado; ainda que apenas um acionista seja titular de todas as ações daquela classe. Trata-se de possível exceção do princípio majoritário, de voto privilegiado, em consonância com o parágrafo 1º

⁸⁴ PELA, Juliana Krueger, *As golden shares no direito societário brasileiro*, Quartier Latin, São Paulo, 2012, pp. 141 e ss..

do art. 109, que estabelece a igualdade entre as ações de mesma classe, mas não de voto plural⁸⁵.

11. Deveres e obrigações: abuso do direito de voto e conflito de interesses

Em contraposição ao direito de influenciar, pelo voto, a condução dos negócios sociais, o sócio assume direitos e obrigações que intentam manter coerente o sistema social. Tais direitos e obrigações limitam a atuação do próprio direito de voto e protegem o valor do direito de voto dos demais sócios⁸⁶.

O direito de voto e o seu exercício são conferidos aos sócios para a preservação da soma dos interesses individuais de cada sócio, que levou à constituição da sociedade. Ao decidir fazer parte de uma sociedade, o sócio transfere a ela os direitos sobre os bens que confere ao capital social, recebendo, em contrapartida outros direitos, que visam proteger sua situação dentro da organização societária⁸⁷.

⁸⁵ Cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Ações preferenciais exclusivamente com vantagens políticas*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 837 e ss..

⁸⁶ A respeito da sistemática da proteção do interesse social e do controle de conflitos com outros interesses que habitam a organização societária, ver, na doutrina nacional, de forma exauriente, FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Conflito de interesses nas assembleias de s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1993; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Acionista controlador: impedimento ao direito de voto*, in *RDM*, n. 125, 2002, pp. 139 e ss.; e FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Conflito de interesses: formal ou substancial? Nova decisão da cvm sobre a questão*, in *RDM*, n. 128, 2002, pp. 225 e ss.. Ver ainda LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Conflito de interesses e vedação de voto nas assembleias das sociedades anônimas*, in *RDM*, n. 92, 1993, pp. 107 e ss..

⁸⁷ Complementarmente, sobre o tema, cf. também, ASQUINI, Alberto, *I battelli del reno*, in *Rivista delle società*, 1959, p. 617; ASQUINI, Alberto, *Profili dell'impresa*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, v. XLI, parte 1, 1943, p. 4 e ss.; BOITEUX, Fernando Netto, *Responsabilidade civil do acionista controlador e da sociedade controladora*, Forense, Rio de Janeiro, 1988; CASSOTTANA, Marco, *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 120, Giuffrè, Milão, 1991; COMPARATO, Fábio Konder, *Abuso de controle em grupo societário de fato: remédio jurídico cabível*, in *Direito empresarial: estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 292 e ss.; COMPARATO, Fábio Konder, *Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial*, in *Direito empresarial: estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 81 e ss.; COMPARATO, Fábio Konder, *Grupo societário fundado em controle contratual e abuso de poder do controlador*, in *Direito empresarial: estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 270 e ss.; COMPARATO, Fábio Konder, *Insider trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais*, in *Ensaio e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1978, pp. 3 e ss.; ESTACA, José Nuno Marques, *O interesse da sociedade nas deliberações sociais*, Almedina, Coimbra, 2003; GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Conflitos de interesse entre sociedade controladora e controlada e entre coligadas, no exercício do voto em assembleias gerais e reuniões sociais*, in *RDM*, n. 51, 1983, pp. 29 e ss.; GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Sobre a interpretação do objeto social*, in *RDM*, n. 54, 1984, pp. 51 e ss.; GOSHEN, Zohar, *Voting (sincerely) in corporate law*, in *Theoretical inquiries in law*, v. 2, 2001, pp. 815 e ss.; Relatório: *Voting integrity: practices for investors and the proxy industry* (Practising Law Institute Sixth Annual Directors' Institute on Corporate Governance; The Millstein Center for Corporate Governance and Performance: Policy Briefing no. 2), in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, 2008, v. 1694, pp. 519 e ss. (submetido por Kayla J. Gillan/RiskMetrics Group, Inc.); JAEGER, Pier

Esses novos direitos não são mera transposição dos direitos de propriedade que o sócio tinha sobre os bens que transferiu ao capital social. São direitos moldados aos objetivos da entidade que foi criada e têm seu funcionamento atrelado ao funcionamento do sistema societário como um todo, não mais aos interesses individuais exclusivos de cada sócio.

Portanto, o direito de voto do sócio, ainda que individual, é um direito conferido pela, e aplicado no contexto, da organização societária da qual esse sócio faz parte. Seu alcance nunca ultrapassará os limites dos interesses da própria sociedade⁸⁸.

Por essa razão, é que a lei societária prevê regras que disciplinam o exercício do voto em conflito de interesses com o interesse social e o exercício abusivo do direito de voto, duas figuras sobrepostas e complementares⁸⁹.

O direito do sócio dentro da organização societária é restringido pelos interesses da sociedade, e seu voto pode defender o interesse individual do acionista apenas enquanto não prejudica o interesse social. O exercício do voto em conflito com o interesse social não deixa de ser, portanto, uma forma de abuso desse direito.

Além das situações em que há conflito com o interesse social, o exercício do voto pode ser considerado abusivo também se afronta direitos individuais de outros acionistas, ainda que, diretamente ao menos, não interfira nos interesses da sociedade.

Giusto, *L'interesse sociale*, Giuffrè, Milão, 1964; JAEGER, Pier Giusto, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giurisprudenza commerciale*, parte I, 2000; LAMY FILHO, Alfredo, *Abuso do direito de voto e conflito de interesses – interpretação do art. 115 e seu § 1º - o direito do voto do controlador*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 349 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Abuso de poder da minoria*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1243 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Abuso da minoria em aumento de capital*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1211 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Conflito de interesses e vedação de voto nas assembleias das sociedades anônimas*, in *RDM*, n. 92, 1993, pp. 107 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Impedimento de voto em assembleia*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 771 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Proibição de voto e conflito de interesse nas assembleias gerais*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 175 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Rompimento da boa-fé e conflito de interesses*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1475 e ss.; MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Empresa contemporânea e direito societário - poder de controle e grupos de sociedades*, São Paulo, Juarez de Oliveira, 2002; e RECART, Rodrigo, *Anulação da assembleia geral. Voto do acionista controlador contrário ao interesse da companhia*, in *RDM*, n. 108, 1997, pp. 197 e ss..

⁸⁸ Cf. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Conflito de interesses nas assembleias de s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1993, pp. 43 e 44.

⁸⁹ Para o histórico da disciplina jurídica dos conflitos e proibições de voto, ver FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Conflito de interesses nas assembleias de s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1993, pp. 68 e ss..

O art. 115 da Lei das Sociedades por Ações, em seu *caput*, estabelece o dever geral dos acionistas de “exercer o direito a voto no interesse da companhia”⁹⁰. Em seguida, ainda no *caput*, especifica que “considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas”.

A redação do dispositivo, em sua segunda parte, é ampla e deixa claro, na tipificação da irregularidade, que a existência da intenção de causar dano (seja à companhia, seja a outros acionistas) ou a intenção de obter vantagem a que não tem direito (seja para si, seja para terceiros), é necessária para que se caracterize o exercício abusivo de voto. A verificação do efetivo prejuízo para a companhia ou para outros acionistas é, de outro lado, dispensável, desde que haja pelo menos o risco de prejuízo⁹¹.

Esses são requisitos, contudo, para a caracterização do exercício abusivo de voto. O dever geral de abstenção de voto em caso de conflito de interesses não depende da verificação de qualquer daqueles requisitos para que sua observância seja obrigatória.

De qualquer modo, tanto nos casos de voto em conflito de interesses que caracterizam exercício abusivo desse direito, quanto nos casos em que não há essa caracterização (pela falta da intenção ou da possibilidade de obtenção de vantagem, por exemplo), o acionista que assim proceder responderá pelos danos causados, por força dos parágrafos 3º e 4º do art. 115.

A responsabilização pelos danos causados, no caso do exercício abusivo de voto, subsistirá, mesmo que a posição manifestada no voto não haja prevalecido na deliberação e mesmo que, por consequência lógica, não se trate de acionista titular de posição acionária majoritária ou controladora.

⁹⁰ De se notar, por mera curiosidade sintática, que a lei societária opta, por vezes, pela construção “direito a voto” (por exemplo, nos arts. 17, § 2º, 115, 118, 123, “d”, 135), e, outras vezes, pela construção “direito de voto”, (por exemplo, nos arts. 16, inc. III, 17, § 1º, 111, §§ 1º e 2º, 112) sem aparente consistência.

⁹¹ A respeito, ver COMPARATO, Fábio Konder, *Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial*, in *Direito empresarial: estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 81 e ss..

O acionista responderá, além do mais, pelos danos causados tanto à companhia quanto a outros acionistas, uma vez que a lei, coerentemente, não faz qualquer restrição.

O exercício abusivo do direito de voto, se não envolver conflito com os interesses da companhia, ao menos de forma direta e não meramente principiológica, e não violar outras disposições legais cogentes, inclusive as que asseguram direitos a outros acionistas e as próprias vedações formais do *caput* do art. 115, não gera a nulidade do voto, e a consequente anulabilidade do ato, resolvendo-se apenas em perdas e danos⁹². Caso viole

⁹² Em sentido semelhante, embora com abordagem e ponderação diversas para os fatores envolvidos, a opinião do Prof. José Alexandre Tavares Guerreiro é a seguinte: “Tomando como ponto de referência essas ideias preliminares, posso afirmar, logo de início, que a proteção jurídica ao direito das minorias na sociedade anônima resulta da verificação de uma utilidade social, ou, se preferir, de uma utilidade funcional, muito mais, aliás, no sentido de que a sociedade anônima, como agente da vida econômica, deve ser levada pela lei a cumprir seu objeto de forma harmoniosa e sobretudo eficiente. Claro está que a sociedade anônima tem uma *função*. Não se a contempla apenas estaticamente, como um *modo* de organização (e separação) patrimonial, mas como um *instrumento* de realização da atividade econômica dirigida para o mercado. Em outras palavras, a sociedade anônima, segundo penso, não se limita a organizar o patrimônio, mas deve, acima de tudo, organizar a atividade econômica dirigida para o mercado, ou seja, a empresa. Trata-se, em última análise, de uma técnica jurídica de organização da empresa, como com razão insiste Jean Paillusseau. Ora, a proteção das minorias se institui no Direito Positivo em nome e por conta desse pressuposto que reputo fundamental. Entre nós, se a Lei de Sociedade por Ações sanciona o abuso do poder de controle, é porque se deve coibir a disfunção do controle societário, que vem a ser uma espécie de desequilíbrio na organização da empresa. (...) é, portanto, para assegurar o equilíbrio funcional da empresa que o legislador preceitua que o acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder (art. 117). Lamenta-se que o abuso do poder de controle, que a doutrina francesa denomina impropriamente de *abus de majorité* ensaja apenas a reparação de perdas e danos, e não, como seria desejável e até mesmo lógico, não fulmine o ato praticado com abuso de poder com a ineficácia paralisadora de efeitos. Na hipótese, p. ex., de favorecimento pessoal do acionista controlador, melhor seria que nos desgarrássemos da obsessão lusitana das perdas e danos para chegar à sanção maior de descontinuação do ato, com a eliminação de qualquer de seus efeitos danosos. (...) Já se vê que existe, entre esses preceitos legais, um objetivo comum, que eu interpreto como sendo a preservação do equilíbrio societário, que repousa na manutenção das *bases essenciais* que justificaram a associação de capitais, na constituição da sociedade anônima. Aquele equilíbrio constitui um equilíbrio *entre desiguais*, porquanto a regra-chave do funcionamento da sociedade anônima é a preponderância decisória da maioria, computada aritmeticamente nas deliberações da assembleia geral (art. 129). Ora, a atuação dos acionistas majoritários em assembleia geral é balizada não apenas pela fiel observância da lei (e também do estatuto), como, fundamentalmente, pelo interesse da companhia. Por isso mesmo a lei impõe, no art. 115, que o acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia, considerando-se abusivo o voto com o fim de lhe causar danos ou de causar dano a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. Também aqui se fala no abuso do direito de voto, ou seja, no desvio da finalidade legal a que o voto deve atender, que vem a ser precisamente o interesse da companhia. O voto em assembleia geral tem essa função, de sorte que, no voto abusivo se configura uma disfunção do direito. A lei, a meu ver erroneamente, prevê para a hipótese apenas a reparação indenizatória de perdas e danos e não a ineficácia pura e simples do voto abusivo (...). Ora, se o voto abusivo é ilegal (porque contrário ao interesse da companhia), não poderia jamais produzir efeitos. Assim não o quis o legislador, porém, contentando-se com a sanção consistente em perdas e danos, salvo unicamente no caso do voto do acionista que tem interesse conflitante com o da companhia. Apenas nessa hipótese a lei torna anulável (e não nula) a deliberação tomada”. (GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Direito das minorias na sociedade anônima*, in *RDM*, n. 63, 1986, pp. 106 e ss., pp. 107 e 108). É diversa a opinião, em alguns pontos específicos, do Prof. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França: “Se não estamos equivocados, sustenta-se aí, em suma, que o voto abusivo não acarretaria a anulabilidade da deliberação, mas só a responsabilização do acionista por perdas e danos. Com a devida vênia dos eminentes mestres que subscrevem esse texto, discordamos veementemente dessa orientação. É fato que o § 4º do art. 115 não se refere diretamente ao voto abusivo (...).

disposição legal cogente, o voto será nulo e, portanto, a deliberação que dependeu desse voto será anulável.

No caso de voto em conflito de interesses, conforme determina expressamente o parágrafo 4º do art. 115, com ou sem a verificação dos elementos tipificadores do exercício abusivo do voto, o ato (a deliberação) é anulável, se sua aprovação dependeu do voto (nulo) proferido em conflito de interesses⁹³. Além disso, o acionista que assim proceder não apenas responderá pelos danos causados à companhia e aos acionistas, como também deverá transferir à companhia as vantagens que eventualmente tiver auferido. As vantagens eventualmente auferidas por terceiros poderão ser alcançadas pela companhia com o recurso a mecanismos legais externos ao direito societário, uma vez que as regras do art. 115 não alcançam não sócios, para esses fins.

Importante notar que a caracterização do próprio conflito de interesses, em outra frente de análise dessa matéria, é assunto que gera interessantes discussões doutrinárias.

O art. 115, em seu § 1º, proíbe o acionista de votar nas deliberações da assembleia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social (com a exceção do parágrafo 2º do mesmo artigo) e à aprovação de suas contas

Mas nem precisava fazê-lo. Na medida em que o *caput* do art. 115 determina que o acionista vote no interesse da companhia, considerando abusivo o voto proferido com outra finalidade, a lei está afirmando – não há como negá-lo – que o voto abusivo *pressupõe um interesse conflitante com o da companhia*; desde que se entenda esse último interesse como o interesse comum dos sócios *uti socii* à realização do escopo social, como se procurou demonstrar, qualquer voto proferido com a finalidade de causar dano à companhia ou a terceiros, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte ou possa resultar dano para a companhia, *é conflitante com aquele interesse comum*. E, a confirmar o entrelaçamento do voto abusivo e do voto conflitante na nossa lei, a expressão ‘vantagens’, constante do § 4º do art. 115 (onde se fala do *interesse conflitante*), encontra exata correspondência na ‘vantagem a que não faz jus’ a que se refere o *caput* do mesmo artigo (onde se cuida do *voto abusivo*). A sanção estabelecida pela lei, portanto, é a anulação da deliberação tomada em decorrência do voto abusivo ou conflitante, além da reparação dos prejuízos causados e da transferência das vantagens auferidas para a companhia. Se o voto não prevalecer na deliberação, então sim, até por uma questão de lógica, a sanção consistirá apenas na reparação dos prejuízos causados.” (*Conflito de interesses nas assembleias de s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1993, pp. 99 e 100).

⁹³ Cf., a respeito, no que se refere à estrutura da lei alemã, FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Conflito de interesses nas assembleias de s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1993, p. 77. Na mesma obra, ver também, sobre o ponto, as pp. 91, 92 e 97. De forma a sintetizar as conclusões sobre o tema construídas neste estudo, a partir da consistente base doutrinária já desenvolvida pelos autores antes citados, mas humildemente discordante em um ou outro item, pode se dizer que: o abuso do direito de voto, ao menos de forma principiológica, no sentido de não contribuir para a harmonia da sociedade, é sempre praticado em conflito com o interesse maior, o interesse social; se se tratar de um conflito de interesses formal, o voto é nulo; se se tratar de conflito de interesses substancial, o voto é anulável; se não se se tratar de conflito direto com o interesse social (embora sempre possa ser um conflito genérico, no sentido de afetar a harmonia das relações sociais), resolve-se apenas em perdas e danos; se o voto for nulo (formalmente ou após exame do caso concreto), a deliberação é anulável se dependeu desse voto.

como administrador⁹⁴. O dispositivo proíbe o acionista, ainda, de votar nas deliberações que puderem “beneficiá-lo de modo particular”, ou em que “tiver interesse conflitante com o da companhia”.

Nos dois primeiros casos, trata-se de vedação formal, objetiva, que não comporta discussão a respeito⁹⁵. Nos dois outros casos, não há como se prescindir da análise do caso concreto, consistindo em hipóteses de conflito de interesses substancial, a ser comprovado⁹⁶.

A definição de parâmetros para a determinação do conflito, do consequente impedimento (ou anulação/nulidade de voto), bem como para a definição do que venha ser “benefício particular”⁹⁷ é extensa na doutrina brasileira e nos precedentes da Comissão de Valores Mobiliários⁹⁸.

A questão já gerou, inclusive, dois pareceres de orientação emitidos pela autarquia.

⁹⁴ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Conflito de interesses nas assembleias de s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1993, p. 87. Ainda nesse particular, é fundamental registrar aqui a existência do aparentemente elementar, mas interessante e pouco lembrado § 6º do art. 134: “Art. 134. Instalada a assembléia-geral, proceder-se-á, se requerida por qualquer acionista, à leitura dos documentos referidos no artigo 133 e do parecer do conselho fiscal, se houver, os quais serão submetidos pela mesa à discussão e votação. § 1º Os administradores da companhia, ou ao menos um deles, e o auditor independente, se houver, deverão estar presentes à assembléia para atender a pedidos de esclarecimentos de acionistas, mas os administradores não poderão votar, como acionistas ou procuradores, os documentos referidos neste artigo. (...) § 6º As disposições do § 1º, segunda parte, não se aplicam quando, nas sociedades fechadas, os diretores forem os únicos acionistas.” (grifado)

⁹⁵ Importante notar que o art. 115, § 1º, proíbe que o administrador vote com relação a suas próprias contas também na qualidade de procurador de outro acionista. Ou seja, a lei reconhece que o conflito nesse caso é tão evidente, e grave, que proíbe o administrador inclusive de cumprir instruções de voto outorgadas por acionistas não administradores, em nome e no lugar desses acionistas. As restrição para aprovação de contas pelos próprios administradores repetem-se, a propósito, na legislação societária nacional, desde a Lei n.º 3.150, de 4 de novembro de 1882 (art. 15, § 10).

⁹⁶ Ver RAVACHE, Leandro Alberto Torres, ESTELLITA, André Aguiar, RAMOS, Luciana de Holanda, *Conflito de interesses e benefício particular em matérias sujeitas a deliberações em assembleias de sociedades anônimas e em órgãos colegiados de fundos de investimentos*, in *Revista do BNDES*, n. 35, 2011, pp. 339 e ss..

⁹⁷ O conceito remonta, no direito brasileiro, também ao art. 15, § 10, da Lei n.º 3.150, de 4 de novembro de 1882: “§ 10. Não podem votar nas assembleias geraes os administradores para approvarem seus balanços, contas e inventarios, os fiscaes os seus pareceres, e os accionistas a avaliação de seus quinhões, ou quaesquer vantagens estipuladas nos estatutos ou contrato social.” (grifado)

⁹⁸ Por exemplo, o processo CVM n.º RJ2009/13179 (Tractbel). Ver também outros casos em RAVACHE, Leandro Alberto Torres, ESTELLITA, André Aguiar, RAMOS, Luciana de Holanda, *Conflito de interesses e benefício particular em matérias sujeitas a deliberações em assembleias de sociedades anônimas e em órgãos colegiados de fundos de investimentos*, in *Revista do BNDES*, n. 35, 2011, pp. 339 e ss..

No Parecer de Orientação CVM n.º 34, de 18 de agosto de 2006, a Comissão de Valores Mobiliários esclareceu seu entendimento de que a aprovação de operação de incorporação ou de incorporação de ações em que a relação de troca é mais favorável à sociedade *holding* incorporadora que detenha, como único ativo ou único ativo relevante, a própria participação acionária na sociedade incorporada, do que aos demais acionistas, gera benefício particular à referida *holding* e a seus acionistas. Ambos, de acordo com o parecer, estariam, por consequência, impedidos de votar na respectiva deliberação.

O Parecer de Orientação CVM n.º 35, de 1º de setembro de 2008, não trata especificamente de benefício particular, mas sim de deveres fiduciários dos administradores, embora também em situação de operações entre controladoras e controladas e ou entre sociedades coligadas. Esse parecer institui uma *safe harbour*, ou seja, um procedimento que, se adotado, faz presumir a efetiva e justa negociação da operação.

Entre os pontos incluídos no referido procedimento, além do principal, que é a constituição de comitê especial em cada uma das companhias envolvidas, composto por membros independentes, para efetivamente negociar a operação, há a recomendação de que “a operação seja condicionada à aprovação da maioria dos acionistas não controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito”. Em linha com o Parecer de Orientação CVM n.º 34, a razão para essa recomendação é a grande probabilidade de que os controladores tendam a orientar seus administradores a produzir documentos que concluam por uma relação de troca de ações favorável aos controladores, ou seja, que os beneficiem particularmente, mesmo que de forma legítima.

Por fim, e voltando-se à análise específica do texto do art. 115, é possível se extrair ainda uma outra forma de abusividade relativa ao direito de voto, agora em seu viés omitivo.

O dispositivo, logo no início de seu *caput* determina que “[o] acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia”. Ainda que possa não ter sido especificamente desenhado para essa situação, o fato é que o trecho indicado permite estender a disciplina do abuso do direito de voto às situações em que o acionista deveria votar, em proteção ao interesse social.

Ou seja, situações – muito específicas, é verdade – em que o voto de certo acionista seria fundamental para a proteção do interesse social, mas na qual o referido acionista simplesmente não compareceu à assembleia ou absteve-se, com a intenção de causar o prejuízo à companhia ou a outros acionistas.

Trata-se de situação em que a intenção e as correspondentes comprovações, não são elementares. Mas é um desdobramento mais do que necessário da aplicação do art. 115, em especial diante dos recentes desvirtuamentos do direito de voto, discutidos anteriormente neste estudo.

O acionista pode, sim, sob a égide do art. 115, ser responsabilizado, em situações muito específicas, em que sua intenção de causar prejuízo ao interesse social e o efetivo prejuízo à companhia ou a outros acionistas sejam caracterizados pelo não comparecimento à assembleia geral ou por sua abstenção.

Isso não significa, de maneira alguma, para que fique claro, defender a obrigatoriedade do voto pelo acionista nas assembleias gerais. Defende-se aqui, unicamente, a existência de abrigo legal na lei societária para a caracterização e responsabilização de hipóteses de abuso do direito de voto via omissão do acionista no exercício desse direito.

12. Deveres e obrigações: abuso do direito de voto e conflito de interesses, continuação

A figura do abuso do direito de voto implica, sempre, ainda que de modo principiológico, o exercício desse direito, ou a omissão desse exercício, em alguma medida contrariamente ao interesse social. Em alguma medida, pois ao se falar em abuso do direito, ao menos certa desarmonia na organização societária, entre os sócios ou com a própria entidade, corre-se o risco de causar.

Isso não significa, no entanto, como também se defendeu no item anterior, que o tipo *exercício abusivo do voto*, descrito na segunda parte do *caput* do art. 115 da Lei das Sociedades por Ações, coincide exatamente com o tipo *voto em conflito de interesses*

descrito pelo parágrafo 1º daquele dispositivo, embora sejam, sem dúvida, figuras sobrepostas⁹⁹.

Em uma imagem aproximada, os conceitos se relacionam da seguinte forma:

O voto abusivo, ou omissão abusiva do exercício do direito de voto, é sempre uma forma de afronta ao interesse social, no sentido de afetar, de alguma forma, a harmonia da estrutura societária, mas nem sempre leva às mesmas consequências jurídicas das hipóteses específicas de conflito de interesses que decorrem do parágrafo 1º do art. 115¹⁰⁰.

Na imagem acima, apenas a área hachurada comporta soluções por meio de nulidade ou anulação de voto, por qualquer das seguintes hipóteses: (a) exercício abusivo de voto que também configura afronta específica ao interesse da sociedade, nos termos do art. 115, *caput*, parte final, c.c. § 1º; (b) exercício do voto em afronta específica ao interesse da sociedade, nos termos do art. 115, § 1º, e que configura exercício abusivo de voto, conforme tipificado na parte final do *caput* do mesmo artigo; e (c) exercício do voto em afronta específica ao interesse da sociedade, nos termos do art. 115, § 1º, mas que não configura exercício abusivo de voto, pela falta de um ou mais dos elementos tipificadores descritos na parte final do *caput* do mesmo artigo.

As hipóteses previstas em (a), (b) e (c), acima, dividem-se ainda em conflitos formais ou substanciais, acarretando, no primeiro caso, a nulidade objetiva do voto e, no segundo, a necessidade de exame do caso concreto para a efetiva nulidade do voto. Em uma ou outra

⁹⁹ Cf. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Conflito de interesses nas assembleias de s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1993, p. 92.

¹⁰⁰ *Idem*, p. 90.

situação, se o voto nulo contribuir para a aprovação da deliberação, esta será anulável, sem prejuízo da responsabilização por prejuízos e devolução de eventual vantagem auferida.

Nas demais hipóteses de conflito de interesses genérico, configurando ou não exercício abusivo do voto, a eventual irregularidade se resolve exclusivamente por perdas e danos.

De toda forma, a figura do exercício abusivo do voto, em geral, excede e complementa a discussão sobre o conflito de interesses, restringindo por todos os lados os caminhos para o cometimento de atos prejudiciais ao funcionamento do sistema societário por meio do voto.

O art. 115 da Lei das Sociedades por Ações tipifica a hipótese de abuso do exercício de voto, conforme visto no item anterior. A existência da intenção de causar dano, à companhia ou a outros acionistas, e a intenção de obter vantagem a que o acionista não tem direito, seja para si mesmo ou para terceiros, são elementos necessários para a caracterização do exercício abusivo de voto. A verificação do efetivo prejuízo para a companhia ou para outros acionistas, por outro lado, é dispensável, desde que haja pelo menos o risco de prejuízo.

O abuso do exercício de voto, para além das discussões do art. 115, assume ainda uma outra dimensão, de igual importância para a organização societária: o controle do exercício do voto pelo acionista controlador.

É fato que a Lei das Sociedades por Ações foi concebida em torno da figura do acionista empresário, empreendedor, capaz de centralizar o controle das companhias em um mercado incipiente, e assumir os riscos necessários para sua evolução¹⁰¹. Não é desconhecido, igualmente, que embora a coluna de sustentação da lei acionária seja o acionista controlador, o desenvolvimento consistente do mercado de capitais dependeria

¹⁰¹ A lei, de acordo com a Exposição de Motivos n.º 196, de 24 de junho de 1976, “visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.”

também do respeito aos acionistas investidores, que poderia ser obtido justamente pela disciplina e controle sobre o exercício do poder de controle¹⁰².

O art. 116 da Lei das Sociedades por Ações não apenas define controle e controlador, como também estabelece os parâmetros dos deveres do controlador com a companhia e seus acionistas.

No parágrafo único daquele dispositivo, a lei determina que o acionista controlador “deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

Naturalmente, esses parâmetros se conectam aos parâmetros determinados pelo art. 115, para tornar ainda mais completo, específico e rigoroso o monitoramento do exercício do direito de voto pelo acionista controlador.

O art. 117, por sua vez, estabelece a responsabilização do acionista controlador pelos danos causados por atos cometidos com abuso de poder e traz, exemplificativamente, modalidades de exercício abusivo do poder.

O abuso do poder de controle não é cometido exclusivamente por meio do exercício do direito de voto, mas principalmente. Entre os exemplos trazidos pelo parágrafo 1º do art. 117, a grande maioria tem o exercício do direito de voto pelo controlador como instrumento de sua materialização. O exercício do voto, assim, pode ser instrumento de

¹⁰² “[O] objetivo maior da reforma institucional que se pretende é a criação de um grande mercado primário de ações; (...) a criação desse mercado no Brasil, no quadro atual exige: I – a modificação de idéias, crenças e valores errados, amplamente difundidos em nosso sistema cultural, sobre a natureza da ação, como valor mobiliário, a renda que proporciona e os critérios de sua avaliação, bem como a natureza, finalidade e extensão dos poderes que a lei assegura aos acionistas majoritários; II – a recuperação da confiança dos agentes da poupança na ação como alternativa válida de investimento, o que somente poderá ser conseguido através de um regime legal de proteção das minorias capaz de convencê-los de que, ao julgarem a ação sob o aspecto da segurança, podem se preocupar, principalmente, ou apenas, com os riscos próprios da empresa, sem o receio de que a esses riscos se somem outros, em geral muito maiores, de insegurança jurídica e da falta de instrumentos eficientes de defesa contra tratamento iníquo, ou não equitativo, a que possam ser submetidos por administradores ou acionistas controladores da companhia que exerçam seus direitos ou poderes de modo discricionário ou abusivo (...)” (LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *A lei das s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, ed. 3, 1997, p. 229, ver também p. 162).

liberação e de sujeição aos abusos de poder de controle, sendo portanto de rigor a precisão, estabilidade e eficácia de sua disciplina jurídica¹⁰³.

E sendo desse modo, nessas hipóteses em que o abuso do poder de controle tem o exercício do direito de voto, ou sua omissão abusiva como vetor, as regras do art. 115 para a determinação dos efeitos do abuso aplicam-se também de forma conexa e complementar com os parâmetros do art. 116.

Parte B: Direito de voto e governança corporativa

1. Responsabilidades do titular do direito de voto em tempos de dispersão acionária

Com a crise financeira de 2008, ganhou força a crítica às grandes empresas com controle pulverizado, principalmente as comandadas por sua administração, mas também aquelas com controladores minoritários, cuja atividade, por sua abrangência, é capaz de influenciar de maneira significativa a sociedade em que estão inseridas¹⁰⁴.

A falta de dono determinado, ou de comprometimento financeiro majoritário, aliada à amplitude que certas companhias atingem em termos de influência no mercado ou na

¹⁰³ “O direito de voto na esfera societária, tanto quanto na política, é garantia de manifestação na esfera individual, de expressão de opinião e de interesses, patrimoniais ou não, em uma realidade marcada pelo fenômeno do poder. Na teoria constitucional, separação de poderes e direitos individuais, respectivamente garantia institucional e direito fundamental, nascem ambos como garantia do indivíduo contra o poder – absoluto – do Estado monárquico. Aplicado o raciocínio constitucional ao direito societário seria necessário indagar não só acerca do direito de voto (diretos individuais) mas também sobre a separação de poderes (garantia institucional). Ocorre que esta, especialmente na lei brasileira, não foi realizada. Conselho de Administração e Diretoria, como “órgãos executivos”, e Conselho Fiscal, como órgão ‘judicante’, continuam, mesmo após as reformas, totalmente ligadas ao controlador e, portanto, ao poder prevalente da Assembleia Geral (órgão legislativo). Ausente a garantia institucional da separação de poderes, fica claro quão absoluto é o poder do controlador no sistema societário brasileiro. Nessas condições, diminuir ou restringir os direitos individuais e sobretudo a garantia máxima da livre manifestação, o voto, implicaria em vários prejuízos a todo e qualquer interesse do acionista, mesmo que de ordem meramente patrimonial e submissão ainda maior ao poder hegemônico do controlador, o que é contrário aos princípios expressamente declarados na própria lei societária (art. 116, parágrafo único). Daí por que é necessário interpretar com rigor a garantia do voto na lei societária e restritivamente suas exceções.” (Nota de texto n.º 41, do Prof. Calixto Salomão Filho, em COMPARATO, Fábio Konder, SALOMÃO FILHO, Calixto, *O poder de controle na sociedade anônima*, ed. 5, Forense, Rio de Janeiro, 2008, pp. 223 e 224).

¹⁰⁴ Cf., a respeito dos fundamentos da crise de 2008 e seus efeitos políticos e regulatórios, KRUGMAN, Paul, *The return of depression economics and the crisis of 2008*, W. W. Norton & Company, Nova Iorque, 2009.

sociedade de maneira geral – pode-se argumentar – leva a situações de grande risco à estabilidade da economia.

Em alguns casos, o comprometimento que se pode extrair de acionistas com participações dispersas no capital social ou de administradores com poder soberano sobre a companhia, em razão do descolamento dos interesses coexistentes e das diferentes visões de risco no tempo entre cada agente atuante na economia, deixou de ser compatível ao potencial efeito que as atitudes das grandes companhias podem ocasionar ao mundo que as cerca. Em alguns casos, a trama de incentivos e desestímulos que mantém inteiro o conjunto societário, especialmente em companhias com capital disperso, e mais ainda naquelas com controle gerencial, não é mais suficiente para manter sob controle os riscos públicos potenciais da má gestão de uma supercompanhia.

São exemplos, largamente citados pela mídia no final da primeira década deste século, o comportamento inconsequente e homogêneo dos grupos financeiros norte-americanos que levaram à crise mundial de 2008 e a condução das atividades empresariais da British Petroleum antes e durante o derramamento de óleo na costa da Louisiana em 2010, e suas consequências devastadoras para o ecossistema local.

Independentemente da correção dessas teorias, e de sua durabilidade, uma vez que o mundo se recupera e se distancia temporalmente do ápice da crise financeira que lhes deu fundamento, o assunto interessa a este trabalho, pois apresenta excelente oportunidade de questionar a extensão das responsabilidades que devem acompanhar o direito de voto, e de que forma essas responsabilidades poderiam ou deveriam vir a ser moduladas de acordo com a evolução da sociedade e do mundo empresarial.

É claro que se trata de assunto que envolve discussões éticas, sobre o conceito de justiça, os valores culturais e instituições. Mas, pelo ponto de vista do direito societário, e de sua inegável utilidade pública, é assunto também que deve condicionar a busca para o aperfeiçoamento da efetividade das regras de responsabilidade dos acionistas, entre elas especialmente as que disciplinam o exercício do direito de voto, diante de uma inegável nova realidade.

O princípio para a responsabilização não se altera e é natural, ligando a obrigação de reparação de dano ou eventual desfazimento dos efeitos do ato danoso ao agente da estrutura societária que o causou. O elo mais importante e estável desse vínculo foi, até aqui, a propriedade da participação acionária à qual o direito de voto está inerentemente associado.

As relações entre o poder de influência nas estruturas societárias, o capital e os interesses dos agentes da estrutura societárias se modificaram radicalmente nos últimos anos, sem que houvesse praticamente nenhuma evolução conceitual nos modelos de responsabilização dos sócios e de controle do exercício de voto.

A distância entre direito e realidade, nesse ponto, aumentou significativamente, sem que esteja se dando a devida importância para suas consequências.

Atualmente, a atividade de identificação do responsável final por atos praticados dentro do sistema societário tem se tornado imprevisivelmente complexa. As participações societárias podem ser efêmeras, indiretas e decorrentes de interesses ou objetivos que cada vez menos têm a ver com a atividade empresarial desenvolvida pela sociedade.

Há novas razões e formas de alocação de riscos e interesses no mercado financeiro, o que torna as participações societárias meros instrumentos de um esquema de investimentos, desnaturando por completo o sistema que pressupunha, ao menos, um mínimo de acionista em cada investidor.

Atualmente, e essa sem dúvida é uma tendência irrefreável, o acionista não é mais apenas um empreendedor ou investidor; ele pode ser um algoritmo de computador, uma etapa de uma estrutura financeira derivativa, uma busca inconsequente para o aumento de resultados de curtíssimo prazo, uma estratégia fiscal. A participação societária não mais significa uma aposta na companhia, em seus administradores, no setor e na economia; ela pode ser um instrumento de uma equação financeira, um componente de um plano de remuneração baseada em bônus, uma ferramenta política, um elemento de planejamento fiscal, entre outras possibilidades que pouca relação mantêm com os fundamentos da companhia subjacente.

Veja-se que a preocupação aqui não é obrigatoriamente com abusos explícitos do exercício do direito de voto, fundamentado em conflito de interesse evidente ou exclusiva má-fé. Para esses casos, as regras clássicas de responsabilidade, societárias ou não, ainda respondem bem. A preocupação é com situações de defesa de interesses legítimos, construídos dentro de um contexto de novas possibilidades para o fluxo dos investimentos no mercado financeiro, que simplesmente se afastam do interesse social, sem necessariamente o objetivo de prejudicá-lo ou sequer de influenciar aquela companhia.

O momento é de reflexão para uma parte do direito societário que é tão fundamental quanto negligenciada na esteira das discussões das duas grandes crises financeiras da última década: o sistema de responsabilização interno às organizações societárias; o sistema de controle e responsabilização pelo exercício do direito de voto.

Com a crise desencadeada pelo escândalo da Enron, em 2001, a reação regulatória foi aumentar o grau de responsabilização dos *gatekeepers*, como os auditores, por exemplo, e das regras de transparência. Na crise de 2008, os modelos de remuneração dos administradores baseada em bônus por desempenho de curto prazo foram o foco¹⁰⁵.

O modelo geral de responsabilização dos próprios acionistas, por enquanto, permanece pouco afetado em relação ao modelo historicamente estabelecido.

Não há dúvida, entretanto, que o direito societário, inclusive e especialmente o brasileiro, está diante de uma quebra dos paradigmas que sustentaram seus sistemas de responsabilização dos titulares do voto até aqui.

Se um dos grandes saltos na evolução do direito societário foi a compreensão, no início do século passado, da existência e dos efeitos do descolamento entre propriedade e controle, o próximo grande salto, para este início de século, será a busca pelo significado e consequências da desnaturação do que se considera propriedade no contexto societário.

¹⁰⁵ A retrospectiva poderia, evidentemente, ir mais longe. Como é regra na evolução humana, especialmente no caso das organizações sociais, e ainda mais especificamente na política e no direito, mudanças estruturais são cíclicas e decorrem muito mais de quebras e choques do que de processos lineares. Para uma ideia a respeito de apenas um dos muitos exemplos de outras fases de questionamento intenso do quadro regulatório do mercado de capitais e legal do direito societário, ver CURZAN, Myron P., PELESH, Mark. L., *Revitalizing corporate democracy: control of investment managers' voting on social responsibility proxy issues*, in *Harvard law review*, v. 93, 1980, pp. 670 e ss..

O sistema de controle e sancionamento do exercício do direito de voto já é obsoleto em relação às práticas de mercado e à tecnologia a elas aplicadas. No curto prazo, é fundamental reinventar as interpretações dos dispositivos legais em vigor para adequá-las, de forma urgente e mitigadora dos efeitos de sua defasagem, à realidade; no longo prazo, é imprescindível reformar profundamente esse sistema, de modo a torná-lo apto, em definitivo, a acolher um cenário muito diverso daquele diante do qual se pensaram as leis societárias hoje em vigor.

Os itens a seguir mostram as distorções causadas nos mecanismos históricos de controle do exercício de voto, e de responsabilização, pela nova realidade e por alguns dos instrumentos largamente utilizados no mercado de capitais atual.

2. *Say on pay*: monitoramento da remuneração dos administradores por meio do voto

*“We do not believe that the problems of executive compensation can be addressed by judicial intervention. Courts are simply ill equipped to judge the desirability of compensation packages and policies.”*¹⁰⁶

Se, por um lado, são procedentes as críticas ao modelo de remuneração baseada em bônus por performance de curto prazo, os quais estimulam comportamentos que desconsideram a sustentabilidade da companhia no longo prazo e os riscos estruturais para a economia, de outro, é falacioso creditar toda a culpa por eventuais descaminhos do mercado financeiro aos administradores das companhias¹⁰⁷.

¹⁰⁶ BEBCHUK, Lucian, FRIED, Jesse, *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press, Cambridge, 2004, p. 45.

¹⁰⁷ Sobre o tema, de maneira geral, ver BALACHANDRAN, Sudhakar V., JOOS, Peter R., WEBER, Joseph Peter, *Do voting rights matter? evidence from the adoption of equity-based compensation plans*, 2003, disponível em www.ssrn.com; CONYON, Martin J., SADLER, Graham, *Shareholder voting and directors' remuneration report legislation: say on pay in the uk*, 2009, disponível em www.ssrn.com; DELMAN, Jeremy Ryan, *Structuring say-on-pay: a comparative look at global variations in shareholder voting on executive compensation*, in *Columbia business law review*, v. 2010, 2010, pp. 583 e ss.; GORDON, Jeffrey N., *'Say on pay': cautionary notes on the uk experience and the case for shareholder opt-in*, 2009, disponível em www.ssrn.com; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Da remuneração dos membros dos conselhos de administração*, in *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*, RT, São Paulo, 1989, pp. 179 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Remuneração dos administradores*, in *Estudos e pareceres sobre*

Em primeiro lugar, é inegável que a promessa de bônus baseado em performance estimula o alinhamento entre os interesses financeiros tanto do administrador quanto da companhia. Em segundo lugar, é humano o incentivo individual para maximização dos ganhos pessoais no curto prazo, dentro de um horizonte de tempo previsível, razoavelmente controlável e com menor suscetibilidade relativa de riscos.

Ambos os argumentos são fatos conhecidos e naturais. Portanto, o questionamento dos impulsos humanos ou sobre a revelação cíclica das limitações dos valores pessoais em momentos de crise constitui muito mais reflexos autocríticos por parte da sociedade do que reações eficazes de busca de solução para o problema real.

A adaptação da regulação, que como regra geral vem *a posteriori*, ajuda, assim como o controle judicial nos casos concretos, com ainda mais capacidade de adaptação. As duas alternativas, entretanto, têm eficácia estruturalmente restrita e potencial direcionamento contraditório à dinâmica dispositiva das organizações societárias.

Para a regulação, é extremamente complicado abordar diretamente um assunto tão variável quanto as oscilações internas e diárias de cada setor da economia, de cada companhia em específico, de cada estratégia empresarial e de cada nível individual de predisposição à assunção de riscos de acionistas e administradores.

O controle judicial não faz muito melhor. Embora tenha a vantagem de avaliar com maior contemporaneidade e especificidade cada situação, ainda assim é incapaz de

sociedades anônimas, RT, São Paulo, 1989, pp. 144 e ss.; ROMANO, Roberta, *Does confidential proxy voting matter?*, in *Journal of legal studies*, v. 32, n. 2, 2003, pp. 465 e ss.. Ver também os seguintes relatórios a respeito do assunto: *Sec approves elimination of broker discretionary voting in uncontested director elections submitted* (Practising Law Institute Compensation Committees 2010: *Performing in the Spotlight*), in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, 2010, v. 1822, pp. 109 e ss. (submetido por Rachel L. Posner); *Senate passes corporate governance and securities reform: includes majority voting for directors, say on pay, clawbacks, compensation committee and adviser independence, and limiting broker non-votes*, Max J. Schwartz, 17 e 18 de Junho, 2010 (sr006 ali-aba 51 executive compensation: strategy, design, and implementation american law institute - american bar association continuing legal education); e *Director elections, proxy statements and say-on-pay: sec approves nyse rule eliminating broker discretionary voting in director elections and proposes rules expanding compensation and corporate governance disclosure and establishing shareholder say-on-pay requirements for tarp recipients* (Practising Law Institute Ninth Annual Institute on Securities Regulation in Europe: *A Contrast in Eu & U.S.*), in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, 2010, v. 1783, pp. 963 e ss. (submetido por Richard C. Morrissey/Sullivan & Cromwell LLP). Para a doutrina recente no país, ver LUNARDI FILHO, Ferdinando César, *A remuneração dos administradores das sociedades anônimas*, dissertação de mestrado defendida na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2013.

substituir a soma das vontades e conhecimentos individuais dos agentes que compõem a estrutura societária, que se movimenta justamente como resultado desse confronto de vontades.

Normas ou tendências jurisprudenciais muito restritas com relação à remuneração dos administradores podem levar a uma interferência ainda mais prejudicial ao funcionamento das empresas do que os próprios esquemas de incentivo.

Parte importante da reação aos motivos que alegadamente levaram à crise financeira concentrou-se, acertadamente, em mecanismo que buscaram tornar mais eficiente o controle interno sobre os modelos de remuneração dos administradores.

Os acionistas são, pela própria essência da estrutura societária, os mais aptos a decidir e monitorar a remuneração dos administradores. São eles que têm o risco mais proximamente associado ao desempenho dos administradores, são eles que devem acompanhar e conhecer mais de perto as atividades da sociedade e seus administradores, são eles que têm a capacidade de reagir mais rápido às ineficiências dos administradores. São os acionistas, em última análise, os proprietários e, portanto, os responsáveis por seus agentes.

As formas mais comuns de controle da remuneração dos administradores pelos acionistas, em ambientes societários desenvolvidos, têm sido a propositura de ações de responsabilidade contra administradores e o voto contra planos de outorga de opções de compra¹⁰⁸.

No caso das ações judiciais, o mais comum, com razão, é que as cortes não entrem no mérito sobre a questão das remunerações. É cômodo, mas principalmente acertado, para os juízes se absterem do exame de valores e merecimentos. Com lastro na *business judgment rule*, provando-se que a decisão dos administradores com relação à remuneração dos executivos foi tomada de forma independente (por administradores independentes), e

¹⁰⁸ BEBCHUK, Lucian, FRIED, Jesse, *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press, Cambridge, 2004, pp. 45 e ss..

informada¹⁰⁹, entende-se que eventuais insatisfações são decorrências inevitáveis do risco empresarial.

Além disso, a remuneração dos administradores, conquanto gere com alguma frequência revolta pessoal nos acionistas, em julgamentos exclusivamente emocionais e comparativos, com recurso a sentimento de justiça e distribuição desigual de renda, mesmo que excessivas, raramente afetam financeira e diretamente os acionistas individualmente.

Esses fatos, aliados aos altos custos para a propositura de uma ação judicial ou para a coordenação entre acionistas com esse fim, tornam as ações judiciais um instrumento de eficácia bastante restrita para o controle dos modelos de remuneração dos administradores¹¹⁰.

Não é diferente com o controle por meio da aprovação ou reprovação de planos de outorga de opção de compra de ações. Os planos, como regra geral, por razões legais, estatutárias ou fiscais são efetivamente submetidos à aprovação dos acionistas.

De modo geral, no entanto, os planos submetidos aos acionistas são genéricos e pouco flexíveis, de acordo com as mudanças de riscos e ajustes de performance ocorridos durante seu prazo de execução. Mais do que isso, ainda que a aprovação dos planos seja ferramenta útil para a defesa contra planos evidentemente descabidos, é difícil imaginar a coordenação dos acionistas para o desenvolvimento de um plano a ser proposto aos administradores que de fato traduza um esquema eficaz de incentivo a esses administradores; geralmente, o mais simples é apenas aceitar o modelo desenhado pelos próprios administradores.

¹⁰⁹ “As long as a decision satisfies these undemanding process requirements, courts will generally cite the business judgment rule and refuse to consider arguments that the approved package was unreasonable. The only argument that courts would be willing to hear is that a given compensation package is so irrational that no reasonable person could approve it and that it therefore constitutes ‘waste’. As noted by the Delaware Supreme Court, this standard is an ‘extreme test, [that is] rarely satisfied by a shareholder plaintiff’. Indeed, a well-known judge stated that cases in which it is possible to demonstrate ‘waste’ are – like the Loch Ness Monster – so rare as to be possibly nonexistent”. BEBCHUK, Lucian, FRIED, Jesse, *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press, Cambridge, 2004, p. 46. O standard de ‘waste’ foi construído em *Brehm v. Eisner* (746 A.2d 244, 259-63, Del. Sup. 2000); a sua qualificação com um ‘extreme test’ foi citada em *Zupnick v. Goizuetta* (698 A.2d 384, Del. Ch. 1997), e a citação ao monstro do lago Ness encontra-se registrada no julgamento de *Steyner v. Meyerson* (C.A. No. 13139, 1995, WL 441999, Del. Ch. 1995).

¹¹⁰ Ver, por exemplo, o emblemático *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation* 907 A.2d 693 (Del. Ch. 2005) e a discussão relacionada ao pacote de remuneração recebido por Michael Ovitz, os limites e standards da *business judgment rule*, as obrigações de auditoria dos administradores, o necessário controle entre a sensibilidade pública a respeito de assuntos envolvendo o mundo empresarial e o rigor técnico da aplicação do direito.

O que se constata, portanto, é que, de um lado, a regulação e o controle judicial são pouco aptos para o monitoramento eficiente dos modelos de remuneração, e, de outro lado, o controle interno pelos acionistas ainda enfrenta barreiras ligadas a questões de ação coletiva, para aperfeiçoar sua própria capacidade de monitoramento.

A possível solução, como tem se visto como uma interessante tendência na regulação internacional do mercado de capitais nas últimas décadas, passa mais uma vez pela facilitação da coordenação entre os acionistas e de sua participação nas decisões e controles sobre esse tema.

Algumas das novas regras, criadas na esteira das reações à crise financeira de 2008, fundam-se exatamente nessa ideia.

As *sections* 951 e seguintes do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, em sua parte principal regulamentadas pela *Securities and Exchange Commission* e que resultaram na inclusão da § 14A (*Shareholder Approval of Executive Compensation*) no *Securities and Exchange Act* de 1934, estabeleceram novos parâmetros para o controle pelos acionistas dos esquemas de remuneração dos administradores¹¹¹.

O foco das novas normas foi assegurar a disponibilização para exame pelos acionistas de informação separada e específica sobre as propostas de remuneração dos administradores, a definição de uma frequência para a reavaliação dessas informações e das regras de remuneração definidas, a maior transparência sobre os modelos de compensação para os administradores em casos de alteração de controle e a inclusão de material mais detalhado e com mais destaque sobre a remuneração dos administradores nos pacotes de informação enviados aos acionistas por ocasião das assembleias.

No Brasil, a maior inovação, e talvez única, sobre o tema foi a obrigatoriedade de divulgação pública parcial da remuneração dos administradores no Formulário de

¹¹¹ Cf. relatório de audiência pública, justificativas, histórico e textos finais das novas *rules* nos *releases* da *Securities and Exchange Commission* n.ºs 33-9178 e 34-63768 (<http://sec.gov/rules/final/2011/33-9178.pdf>).

Referência das companhias abertas¹¹². Ainda assim, e inclusive por alegadas razões de segurança pessoal dos administradores, a divulgação leva em consideração apenas a média da remuneração dos administradores e as regras de eventuais planos ou conjuntos de benefícios.

Não deixa de ser benéfico para a regulação nacional, ainda que limitadamente. A transparência com relação à remuneração dos administradores não é mais do que um pressuposto, no entanto. Um pressuposto ligado aos fundamentos de toda a regulação do mercado de capitais há quase um século. Não é exatamente uma evolução, contudo.

Além disso, a Lei das Sociedades por Ações, em seu art. 152, determina que cabe à assembleia geral dos acionistas fixar o montante da remuneração dos administradores. O art. 168, § 3º, da mesma lei, submete a validade de planos de outorga de opção de compra também à assembleia geral dos acionistas.

Com esses dispositivos se esgotam a disciplina do controle sobre a remuneração dos administradores no Brasil.

Considerando o estágio de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, e do ambiente societário como um todo, bem como a específica estrutura de poder concentrado das empresas brasileiras, a disciplina jurídica, ainda que superficial, parece ter bastado até aqui.

Ou, ao menos, não encontrou situações práticas que de fato testassem seus limites.

De um modo ou de outro, como regras gerais, os dispositivos da Lei das Sociedades por Ações são elogiáveis, estabelecendo como regra geral o controle integral da administração pelos acionistas.

Na prática, porém, vê-se que faltam especificações para essas regras que possam vir a se aderir a situações concretas específicas. O uso mais comum no direito societário, por

¹¹² Conforme exigido pelo item 13 do Formulário de Referência, anexo à Instrução CVM n.º 480/09. Sobre os detalhes para preenchimento dos itens respectivos do Formulário de Referência, ver o item 13 do OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº003/2012 - Orientações gerais sobre a elaboração do Formulário de Referência, e suas eventuais atualizações.

exemplo, é a aprovação de um limite global e anual de remuneração para os administradores, que, embora constitua de fato algum limite, pouco significa em termos de controle efetivo e contínuo sobre o seu desempenho e incentivos.

Faltam, ainda, informações mais completas a respeito das regras de remuneração dos administradores. Sejam elas informações exigidas pelo órgão regulador ou pela lei, ou simplesmente disponibilizadas pela imprensa, pelos analistas de mercado ou espontaneamente pelas companhias. Faltam, de forma quase que absoluta, práticas independentes como a formação de comitês para a determinação da remuneração dos administradores.

Não houve, é verdade, grandes preocupações com esse tema até aqui no país. Inclusive em razão da estrutura de controle concentrado que historicamente vigora no Brasil. Salvo poucas exceções, nas companhias brasileiras, o administrador, especialmente os diretores, tem um chefe; e esse chefe tem poder sobre a disponibilidade de seu cargo.

Não há dúvida de que essa circunstância tende a coibir abusos relacionados aos modelos de remuneração dos administradores. Ao menos por enquanto.

Em alguns anos, é possível que o direito societário do país venha a se deparar com desdobramentos dos pacotes de *severance* e outros mecanismos de remuneração desenvolvidos durante os anos recentes de grande desenvolvimento do mercado de capitais e da economia. O tempo de maturação desses arranjos, em sua maioria, ainda não se esgotou.

Se, como todos esperam, o mercado de capitais brasileiro continuar a se desenvolver, mesmo que a taxas menos impressionantes do que aquelas da primeira década desse século, é bastante provável que as questões que envolvem o controle sobre a remuneração dos administradores passem a ser mais relevantes para o direito societário do que têm sido até aqui.

Quando, e se esse momento chegar, é desejável que o estímulo à participação do acionista nas decisões a respeito da remuneração dos administradores, a qualidade da informação disponibilizada a esse respeito e a facilitação para essa participação e para o

exercício do direito de voto pelos acionistas, sejam incrementadas à altura da importância que o assunto requer. Tanto melhor, se o arcabouço regulatório já estiver, de antemão, preparado.

3. *Negative vote* e a subversão do direito do voto estimulada pelo uso de derivativos

O exemplo é simples: um investidor se utiliza de um determinado instrumento derivativo, ou de uma estrutura de instrumentos derivativos, cuja valorização caminha de modo inversamente proporcional à valorização das ações de uma determinada companhia, na qual o investidor é acionista. Se os lucros desse investidor forem maiores na ponta dos derivativos do que na ponta do investimento acionário, ele naturalmente apostará contra a companhia e, se tiver esse poder, também influenciará de modo negativo nas decisões da companhia¹¹³.

Os exemplos também são reais: são simbólicos os casos Perry-Mylan Laboratories e Liberty Media - News Corporation.

No primeiro, ocorrido em 2004, a Mylan Laboratories anunciou sua intenção de adquirir a King Pharmaceuticals, em uma operação de incorporação com troca de ações. Após o anúncio, as ações da Mylan Laboratories caíram e a expectativa para as ações da King Pharmaceuticals era de valorização, caso a operação se concretizasse.

Perry Corporation, um *hedge fund* liderado por Richard C. Perry, era um acionista relevante da King Pharmaceuticals e tinha interesse na efetivação da aquisição. A operação, contudo, precisava ser aprovada pelos acionistas da Mylan Laboratories.

A Perry Corporation, então, adquiriu ações que representavam 9,9% do capital social da Mylan Laboratories e, ao mesmo tempo, celebrou contratos derivativos que garantiriam a venda daquelas ações no futuro pelo exato preço pelo qual elas foram adquiridas.

¹¹³ Para referências sobre o assunto, ver COHEN, Jonathan, *Negative voting: why it destroys shareholder value and a proposal to prevent it*, *Harvard journal on legislation*, v. 45, n. 1, 2008, pp. 237 e ss..

Com isso, a Perry Corporation adquiriu o poder de votar e influenciar a decisão de aprovação da operação, sem qualquer exposição ao risco de variação do valor das ações da Mylan Laboratories.

Mais do que isso, o esquema gerava ainda incentivos adicionais para a Perry Corporation votar a favor da incorporação. Se a incorporação fosse oficializada, a Perry Corporation não apenas ganharia com a valorização de suas ações na King Pharmaceuticals, como também teria ganhos decorrentes da desvalorização das ações da Mylan Laboratories, uma vez que a Perry Corporation era titular dos já mencionados direitos de venda de ações da Mylan Laboratories, por um preço relativamente mais alto.

A Perry Corporation, portanto, era legítima titular de quantidade significativa de ações da Mylan Laboratories, ao mesmo tempo que possuía evidentes incentivos para influenciar a companhia para uma direção que levaria à desvalorização de suas ações.

A operação foi aprovada em assembleia da Mylan Laboratories, mas parte de seus acionistas se insurgiu contra a estratégia da Perry Corporation. As investigações e ações judiciais que se seguiram foram, no entanto, interrompidas pela desistência posterior da operação por parte da administração da Mylan Laboratories, em razão de problemas encontrados na contabilidade da King Pharmaceuticals.

No segundo caso, a Liberty Media anunciou, também no ano de 2004, que havia adquirido adicionais 125 milhões de ações com direito a voto da News Corporation, as quais levavam a Liberty Media a um total de 192 milhões de ações com direito a voto representativas de 9,1% do total dessas ações emitidas pela News Corporation. No mesmo ato, a Liberty Media anunciou também que havia celebrado contrato de venda de 152 milhões de suas ações com direito de voto para o Citibank, em três partes, sendo a primeira no ano de 2008, e por um preço já fixado.

Ou seja, a Liberty Media, em decorrência do contrato celebrado com o Citibank, continuou a exercer o voto sobre a totalidade de suas ações, mas deixou de estar exposta ao risco desse exercício para o valor das referidas ações.

Como o preço de venda para o Citibank já havia sido fixado, a Liberty Media não tinha mais qualquer incentivo para exercer o seu voto exclusivamente de modo coerente com a busca pela valorização das ações da News Corporation.

Nos dois casos, é notável a desintegração do vínculo, tão caro ao direito societário, entre o poder político contido na ação e a substância econômica subjacente à mesma ação.

Não se trata – e aí está a questão mais interessante – de venda do voto ou de transferência do direito de voto. Também não se trata de situações de eventual irregularidade no exercício do direito de voto objetivando algum ganho que decorra da própria participação na sociedade, com o custo do prejuízo de outros acionistas da mesma sociedade.

São situações que fogem da proibição clássica de venda do voto, simplesmente porque não se está vendendo o voto ou se destacando esse direito do título acionários, pelo menos de uma forma direta. A transferência da ação é completa e formalmente perfeita na maior parte dos casos. Os interesses e meios é que se transmutaram, de forma inantecipável, para o direito societário.

Daí a razão de Henry T. C. Hu e Bernard Black cunharem o conceito, para essas hipóteses, de “*new vote buying*”¹¹⁴.

Pelo ponto de vista do mercado de capitais, as operações financeiras e a infinidade de novos instrumentos de investimento criados atendem à sua função econômica ao fornecerem incrementos de liquidez e de opções de ganhos. As soluções financeiras criadas, no entanto, acabaram por encontrar caminhos que passam longe dos terrenos das atuais regras e princípios jurídicos, desembocando em situações que, embora preocupantes para o direito, ainda não são adequadamente alcançáveis pelos princípios societários clássicos.

Ainda que se possa antecipar, nesses casos, elementos que podem levar à caracterização de tipos de conflito de interesses e abuso do exercício de voto, é fato que,

¹¹⁴ HU, Henry T.C., BLACK, Bernard S., *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, in *Southern california law review*, v. 79, 2006, pp. 811 e ss..

pelo modo como ocorrem e pelos instrumentos que utiliza, essa distinção é nebulosa para os parâmetros de aplicação e para a maioria das regras de conflito e abuso postas atualmente.

Até aqui, não havia razões para se questionar a eficiência dos interesses econômicos concentrados no título acionário para o controle do comportamento do titular desse título no exercício de seus direitos. O direito societário nunca havia duvidado do aparentemente incorrumpível alinhamento entre o titular do direito político e seu próprio interesse financeiro; ou nunca se tinha dado conta, pelo menos, que esse alinhamento poderia ser corrompido pela possibilidade de sacrifício de um interesse financeiro em favor de outro interesse financeiro maior.

Entende-se por “*negative voting*”, portanto, o voto exercido pelo acionista contra a companhia e, portanto, contra o valor de sua própria ação nessa companhia, em razão de interesses econômicos individuais maiores alocados externamente à companhia e estruturados em operações financeiras e em regra derivativas.

O descolamento entre a titularidade do exercício do direito de voto e o interesse econômico subjacente ao título acionário pode, também, assumir outras formas e levar a outros efeitos, igualmente desnaturadores dos sistemas de incentivos e responsabilização ordinários do direito societário, mas que não necessariamente dependam do ataque ao valor das próprias ações para se caracterizarem.

Como se verá nos itens seguintes, esse descolamento pode ser parte de um estratagema montado com intenções econômicas muito claras, ou simplesmente consequência de atividades negociais que sequer levam em consideração os potenciais impactos para a companhia cujos títulos estão envolvidos.

4. *Hidden ou morphable ownership, empty voting* e outras formas de subversão do direito de voto

O *negative vote*, como se discutiu no item anterior, pode ser fruto de diversas situações, e valer-se de instrumentos variados, que levam à criação de um incentivo para o detentor do direito do voto exercê-lo contra a companhia, de um modo que torna muito

mais incerta a caracterização de irregularidades como o conflito de interesses e o exercício abusivo do voto, e portanto a imposição de regras de responsabilização, impedimento de voto, nulidade, anulabilidade e invalidade de deliberações.

Não se trata de situações de evidente má-fé ou atitudes explícita e exclusivamente destrutivas, por razões pessoais destituídas de lógica econômica. São situações em que a estrutura de incentivos, racionalmente econômicos, simplesmente ignora o sistema posto de responsabilização pelo exercício do direito de voto.

Como a impotência das regras tradicionais de responsabilização para esses casos decorre da desnaturação do vínculo entre a titularidade do direito de voto e o incentivo para a defesa do interesse econômico ligado à ação que fornece esse direito de voto, os instrumentos responsáveis pela existência de situações de *negative vote* são normalmente instrumentos que permitem a efemeridade da propriedade das ações.

A liquidez e fungibilidade da assunção e transferência do estado de sócio, pressuposto para o funcionamento do mercado de capitais, têm sido levadas às últimas consequências, em situações que Henry T. C. Hu e Bernard Black contribuíram para definir como hipóteses de *hidden* ou *morphable ownership*¹¹⁵.

Tornaram-se comuns, no mercado financeiro, não apenas pela evolução criativa dos agentes, mas também com grande auxílio do desenvolvimento tecnológico, operações que, por motivações diversas, permitem a troca muito rápida da propriedade das ações e a

¹¹⁵ HU, Henry T. C., BLACK, Bernard, *Empty voting and hidden (morphable) ownership: taxonomy, implications, and reforms*, in *Business lawyer*, v. 61, 2006, pp. 1011 e ss.; HU, Henry T.C., BLACK, Bernard S., *Equity and debt decoupling and empty voting II: importance and extensions*, in *University of Pennsylvania Law Review*, v. 156, 2008, pp. 625 e ss.; HU, Henry T.C., BLACK, Bernard S., *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: empty voting and hidden (morphable) ownership*, in *Journal of corporate finance*, v. 13, 2007, pp. 343 e ss.; HU, Henry T.C., BLACK, Bernard S., *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, in *Southern california law review*, v. 79, 2006, pp. 811 e ss.. Ver também LEE, Michael, *Empty voting: private solutions to a private problem*, in *Columbia business law review*, v. 2007, 2007, pp. 883 e ss.; ZETZSCHE, Dirk A., *Continental ag vs. schaeffler, hidden ownership and european law - matter of law or enforcement?*, in *European business organization law review*, v. 10, 2009; e ZETZSCHE, Dirk A., *Explicit and implicit system of corporate control - a convergence theory of shareholder rights*, 2004, disponível em www.ssrn.com. Por fim, ver o interessante artigo de Dan MacCrum, intitulado *An elegant solution to a conspiracy problem*, publicado no jornal *Financial Times*, na edição de 7 de outubro de 2013.

corporificação também efêmera do investidor no estado de acionista e sua imediata disposição.

Operações como o aluguel de ações, as opções de compra e de venda de ações, de *parking shares*, que em princípio se prestam a gerar mais liquidez e outras fontes de renda ou proteção contra instabilidades no mercado, ou ainda, a planejamentos tributários ou estratégias comerciais para evitar temporariamente a divulgação de informações, revelam também um enorme potencial para proporcionar poderes significativos de ingerência nas decisões da companhia, com riscos e custos mais baixos.

Em outras hipóteses, a distorção dos mecanismos de titularidade do direito de voto se opera em direção inversa. Há casos em que, ao contrário das situações que podem levar ao *negative vote*, o interesse econômico é estável em relação à companhia e desproporcionalmente superior à utilização do exercício do voto.

Essas são hipóteses definidas como de *empty votes*¹¹⁶.

Não são situações necessariamente menos prejudiciais do que aquelas de *negative vote*. O eventual impacto para a companhia decorre não do exercício predatório do direito de voto, mas justamente pelo seu não exercício.

Em situações de *empty vote*, o acionista, por diversas razões, deixa de ter interesse efetivo no exercício de voto, seja porque, por meio de estruturas contratuais ou financeiras, desatrelou seu risco em relação às suas ações das decisões da companhia que podem ser influenciadas pelo seu voto, seja porque, por características do próprio investidor, o exercício do voto é, salvo em eventos específicos, desconsiderado.

¹¹⁶ A respeito de *empty voting* e outras preocupações regulatórias relativas ao *decoupling* entre o direito do voto e os interesses econômicos relacionados à participação acionária, ver o relatório para discussão pública preparado pela *Securities and Exchange Commission* (*Release 34-62495*, de 14 de julho de 2010), disponível em www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf, pp. 137 e ss.. Ver também FAIRFAX, Lisa M., *Shareholder democracy: a primer on shareholder activism and participation*, Carolina Academic Press, Durham, 2011, p. 25; e KARMEI, Roberta S., *Voting power without responsibility or risk - how should proxy reform address the decoupling of economic and voting rights?*, in *Villanova law review*, v. 55, 2010, pp. 93 e ss..

A importância do *empty vote* e seu próprio conceito estão atrelados aos casos de grandes blocos de ações, e portanto de votos, e não às situações genéricas de desestímulo ao voto do acionista individual e atomizado, por razões de ação de coletiva.

Investidores institucionais, por exemplo, como fundos de investimento e fundos de pensão, normalmente, em função da sua escala e magnitude de seus investimentos, não estão sujeitos a dificuldades de custos relacionadas às questões de ação coletiva. Nem sempre, no entanto, e a despeito das referidas escala e magnitude de seus investimentos, os fundos e outros investidores institucionais são ativos com relação a suas participações societárias.

Ainda que o exercício do direito de voto não seja exatamente um ônus para acionistas não controladores¹¹⁷, em determinados casos a inatividade de acionistas com participações relevantes também pode ser prejudicial para a companhia.

O sistema societário tradicional pressupõe um equilíbrio entre o poder político e os interesses econômicos relacionados à participação societária. Esse equilíbrio pressupõe, por sua vez, como natural e automática, a defesa dos interesses econômicos por meio do exercício dos poderes políticos.

Em outras palavras, não apenas o direito pressupõe que o acionista votará apenas a favor das decisões que valorizam suas ações, mas também pressupõe que o acionista se valerá de todos os direitos de que dispõe para proteger seus interesses econômicos.

Foi explicado no item anterior que a primeira pressuposição nem sempre é verdadeira. Neste item, demonstra-se que a segunda também nem sempre condiz com a realidade.

No Brasil, a maior parte das grandes sociedades de economia mista listadas na BM&FBovespa, em especial às ligadas aos setores de energia, conta com diversos fundos

¹¹⁷ A ressalva é necessária, uma vez que, a rigor, o exercício do direito de voto é, sim, nos termos dos arts. 116 e 117 da Lei das Sociedades por Ações, um ônus para o controlador. O não exercício do direito de voto em situações nas quais o acionista controlador deveria “usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social” (art. 116, § único), por exemplo, consistiria em violação de seus deveres e obrigações. A própria definição de controle, a propósito, pressupõe o efetivo exercício do direito de voto, como um dos meios “para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia” (art. 116, “b”).

de investimento, fundos de pensão e fundos de *endowment* estrangeiros, titulares de importantes blocos acionários.

Sabe-se que, na prática, boa parte desses investidores, que em conjunto são titulares de participações bastante relevantes, limita ao máximo seu ativismo, seguindo, via de regra, as decisões propostas pela administração e reservando qualquer esforço adicional a eventos que se mostrem de extraordinária gravidade.

Ainda que esse comportamento se explique pelo perfil desses investidores, comumente mais conservadores, focalizados nos resultados de longo prazo de seus investimentos e sem intenções de controle ou influência na administração, e pela estruturas das referidas companhias, com controladores definidos e estáveis, é inegável que sua passividade também oferece um importante incremento de poder ao *status quo*, que captura com facilidade em seu favor os votos ou abstenções dos referidos investidores.

Mesmo que sejam investidores titulares exclusivamente de ações preferenciais, sua inatividade pode desbalancear o equilíbrio entre os interesses dentro da organização societária, seja porque o nível de fiscalização tenda (embora não obrigatoriamente) também a ser reduzido, seja porque decisões alocadas aos preferencialistas (ou aos acionistas minoritários detentores de ações com direito de voto) também podem ter sua independência reduzida.

São os casos, por exemplo, da eleição de membros em separado do conselho de administração e do conselho fiscal, que recorrentemente, naquelas companhias, acabam por ser nomes de algum modo recomendados ou pelo menos bem aceitos pelo controlador, e de operações de emissão ou de reorganização societária que, a menos que representem um evidente prejuízo para esses acionistas, também são votados em função de recomendações da situação da administração e controle da companhia.

Seja, portanto, no caso de *negative vote*, seja nos casos de *hidden* ou *morphable vote* e de *empty vote*, o fato é que essa nova realidade já é presente nas práticas de mercado, inclusive, em já larga extensão, no Brasil¹¹⁸.

¹¹⁸ Ver nota da revista Capital Aberto n.º 98, de outubro de 2011, pp. 58 e 59, assim como reportagem da mesma revista, em seu n.º 110, de outubro de 2012, intitulada “Acionistas Mascarados”.

O maior termo de compromisso já celebrado até então pela Comissão de Valores Mobiliários, aplicado no ano de 2010, no valor de R\$ 150 milhões, resultou da aquisição *ad hoc*, pela francesa Vivendi, de instrumentos financeiros derivativos que, segundo anunciou a própria Vivendi, lhe garantiriam o controle da GVT Holding S.A., e portanto encerrariam a disputa que vinha sendo travada com a Telefonica pela aquisição do controle dessa companhia.

De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários, os derivativos adquiridos pela Vivendi não lhe conferiam o direito à efetiva titularidade das ações da GVT Holding S.A. e, portanto, ao menos no momento em que foi feito o anúncio pela Vivendi, não lhe asseguravam o controle daquela companhia. O ato da Vivendi foi considerado como fraude pela autarquia, uma vez que prejudicou a competição pelo controle da GVT Holding S.A. e, portanto, pode ter impedido a formulação de ofertas de preço ainda maiores pelas ações em disputa¹¹⁹.

A Comissão de Valores Mobiliários agiu rapidamente no caso para, na prática, identificar as irregularidades e consequências. A celebração do termo de compromisso com a Vivendi e outros envolvidos pode ser vista como uma boa alternativa, embora haja quem defenda que o valor do compromisso, ainda que inédito, representou pouco no valor efetivo da transação (cerca de R\$ 7,5 bilhões) e nos potenciais ganhos da Vivendi, já que a tentativa de enquadramento da operação na legislação societária, para fins de responsabilização, seria de consequências incertas.

Tanto a legislação e regulação, quanto a doutrina, e principalmente a jurisprudência nacional, são parcas quanto ao tratamento de situações como as descritas neste e no item anterior deste trabalho¹²⁰.

¹¹⁹ Processo CVM n.º RJ 2010/2419. Ver também, a respeito, reportagem do jornal Valor Econômico do dia 16 de julho de 2012, p. B2.

¹²⁰ Uma primeira iniciativa regulatória, ainda em estado embrionário, e tímida, consta do art. 9º, § 2º, da minuta de nova instrução, que disciplina a negociação pelas companhias de ações de própria emissão, colocada em audiência pública pela CVM no final do mês de outubro de 2013 (Audiência Pública SDM n.º 11/13). No texto divulgado na audiência pública, o referido dispositivo dispunha que: “Art. 9º As ações mantidas em tesouraria não têm direito a voto nem a proventos em dinheiro de qualquer natureza: (...) § 2º Para fins do direito a voto, são consideradas em tesouraria, as ações detidas pela contraparte da companhia em contratos derivativos firmados com a companhia e referenciados em ações por ela emitidas”.

Embora no Brasil já haja uma grande vantagem em relação ao mercado norte-americano, no qual as estruturas de transferência e custódia de ativos são muito mais complexas e obscuras, com os *beneficial owners* e as *in street name shares*, o mercado brasileiro já apresenta tamanho e complexidade suficiente para potencializar os riscos da falta de controle sobre operações com derivativos, ou de outras situações de desnaturação do sistema do exercício do direito de voto, como o caso da GVT – Vivendi já demonstrou.

Os ajustes na legislação, portanto, são presentemente necessários. Os tipos caracterizadores de eventuais irregularidades já existem, e, como balizadores, são suficientes: conflito de interesses e abuso do direito de voto. Os princípios ligados a esses tipos são intuitivos e têm relação com o potencial danoso ao interesse social, com ou sem intenção.

As especificações dos tipos, no entanto, não cobrem adequadamente as novas situações criadas pelo mercado. É necessário incluir claramente, na legislação e na regulação, mecanismos que estendam a aplicação dos conceitos de conflito de interesses e abuso do direito de voto, claramente, para situações em que a identificação da propriedade efetiva da ação, ou do voto, ou a direção dos interesses econômicos de seu titular, não são certas.

O máximo que se pode extrair da legislação nacional até aqui é uma interpretação mais ampliativa do art. 115 da Lei das Sociedades por Ações para abarcar, como abuso de direito de voto, também situações em que há omissão ou abstenção do exercício do direito de voto, com prejuízo para o interesse social.

Devem ser trazidos também para o direito societário sistemas de responsabilização de agentes cujo vínculo com a organização societária não se traduz, simples e diretamente, pela propriedade de uma ação. É preciso refletir sobre formas de responsabilização societária, e regulatória evidentemente, do acionista momentâneo, do acionista fugaz e do acionista indireto. A responsabilização, societária e regulatória, ainda, deve se concentrar também no prejuízo causado pelo ato, e não apenas e especificamente pelo voto, uma vez que as irregularidades às vezes decorrem da distorção do conceito do voto ou simplesmente pelo não voto.

Com base, portanto, em um enfoque mais abrangente, novas regras especificamente voltadas para a nova realidade podem ser pensadas, sem que se precise recorrer a soluções extremas, e inevitavelmente ineficientes, como a exclusão estrutural do direito de voto para todos os acionistas investidores, ou a obrigatoriedade do exercício de voto para os acionistas.

Regras relacionadas, por exemplo, a períodos mínimos de titularidade da ação que autorizassem o exercício do direito de voto (o que não seria nenhuma inovação normativa¹²¹), períodos mínimos de retenção da ação após o exercício do voto em certas matérias, *disclosure* de mais informações a respeito de intenções relacionadas às participações societárias também por parte de acionistas não controladores, e não apenas em casos de potencial escalada pelo controle¹²², novas situações objetivas de impedimento de voto (por exemplo, a própria existência de obrigações de revenda das ações) e definições mais claras sobre o tratamento do voto, da responsabilização e de outros direitos relacionados à ação em operações já corriqueiras no mercado como o aluguel de ações, entre outras.

Pelo menos dois dispositivos da Lei das Sociedades por Ações poderiam, desde já, fundamentarem, em conjunto com os dispositivos relacionados ao conflito de interesse, abuso do direito de voto e responsabilização propriamente ditos, ações regulatórias no sentido das sugestões descritas acima: o art. 112¹²³, que embora se destinasse mais diretamente a outras funções, apresenta uma linguagem incomumente forte a respeito da

¹²¹ O parágrafo 6º do art. 141 da Lei das Sociedades por Ações, por exemplo, já adota mecanismo semelhante, para restringir a participação em votações em separado previstas pelo dispositivo a acionistas “que comprovarem a titularidade ininterrupta da participação acionária ali exigida durante o período de 3 (três) meses, no mínimo, imediatamente anterior à realização da assembleia-geral”.

¹²² Como a exigência de publicação de aviso de fato relevante quando do atingimento de, aumento ou redução em, 5% de participação em determinada espécie ou classe de ação, imposta pelo art. 12 da Instrução CVM n.º 358/02.

¹²³ De acordo com a Exposição de Motivos da lei societária “[o] artigo 112 nega às ações ao portador o exercício do direito de voto. Entre a solução de extinguir essa forma de ação (há muito advogada por setores da opinião pública, inclusive no Congresso Nacional, que nelas viam instrumento de fraude fiscal e fortunas ocultas, e de favorecimento dos negócios fiduciários, em que só aparecem os ‘homens de palha’) e o de mantê-las como são, pelo grande atrativo que sua fácil circulabilidade apresenta para o mercado, o Projeto opta por excluí-las do exercício do direito de voto. É que os instrumentos da fraude fiscal e das fortunas ocultas estão hoje minimizados com a declaração de bens obrigatória e os controles existentes sobre investimentos estrangeiros; mas a responsabilidade no exercício do voto (básica para a defesa da minoria) é incompatível com ações que trocam de mão sem deixar sinal. Como as ações ao portador podem ser convertidas em nominativas ou endossáveis (art. 22, par. único), não há risco de excluírem-se os seus detentores do direito de voto nas companhias; mas, para exercê-lo, terão que identificar-se, mediante a conversão das ações, credenciando-se para a participação responsável nas assembleias gerais”.

legitimação do exercício do direito de voto, e o art. 120, com sua redação aberta a respeito das hipóteses de suspensão do exercício de direitos pelos acionistas.

5. O caso do aluguel de ações

O empréstimo de ações é operação pela qual, por certo preço, o mutuante transfere ações de que é titular ao mutuário, o qual deve restituir ao mutuante ações da mesma espécie e em igual quantidade ao final do período estabelecido entre eles.

Os títulos são disponibilizados por qualquer agente de custódia e os mutuários atuam por meio das sociedades corretoras, sob a responsabilidade de um agente de compensação.

Do ponto de vista do direito privado, costuma-se caracterizar o empréstimo de ações como contrato de mútuo, regulado pelos arts. 586 e ss. do Código Civil¹²⁴. Embora possa haver questionamentos a essa classificação, ela é, ao menos, bastante mais precisa do que a caracterização do negócio jurídico como contrato de aluguel, dado o nítido caráter fungível de seu objeto¹²⁵. Não se trata nem mesmo de propriedade resolúvel, e as ações emprestadas são, por força de lei, bens fungíveis¹²⁶.

O empréstimo de ações confere uma alternativa de remuneração a seus titulares, incrementa a liquidez do mercado e complementa a estrutura financeira de várias operações de mercado.

Um dos principais usos das ações objeto de empréstimo é na liquidação de operações à vista ou a termo pelo mutuante, com outras contrapartes.

Ocorre que, inclusive por razões operacionais, a transferência da ação nesse tipo de negócio jurídico efetivamente transfere a titularidade sobre as ações, para fins de registros e controles perante as entidades de mercado, com consequências extremamente importantes para o direito societário.

¹²⁴ A Instrução CVM n.º 441/06, por exemplo, utiliza o termo “empréstimo”.

¹²⁵ Cf. artigo de autoria de Jorge Lobo, no jornal Valor Econômico, edição de 09 de agosto de 2011.

¹²⁶ Art. 41 da Lei das Sociedades por Ações.

A ação emprestada pertence ao mutuário. E a ele cabem, em princípio, todos os direitos, obrigações e deveres inerentes a essa ação. Voto, dividendos e responsabilidade inclusive.

O mutuante pode até preferir reter para si o poder de instruir o mutuário sobre como votar e o direito ao recebimento de dividendos, o que seria possível contratualmente. Nesse caso, porém, a operação dificilmente faria sentido, uma vez que seu objetivo é justamente permitir que o mutuário disponha de títulos que possam ser livre e normalmente negociados em mercado.

Como se verá abaixo, com relação ao dividendo e outros frutos, por exemplo, a solução é dada pela regulação dessas operações, que preveem a obrigatoriedade de reembolso, pelo mutuário ao mutuante, dos valores recebidos durante o prazo de duração do empréstimo.

Parte das preocupações do direito societário relacionadas à operação de empréstimo de ações possui origem justamente nas questões que decorrem da decisão ou da possibilidade de se destacar o direito de voto, ou ao menos o seu exercício, da titularidade efetiva dos títulos.

Tributariamente, o empréstimo de ações é definido como uma operação de renda fixa, em benefício do mutuante. Para mutuantes pessoas físicas, aplica-se a tabela regressiva da Lei n.º 11.033/04, enquanto que, para investidores estrangeiros a alíquota é fixa em 15%. Instituições financeiras em geral são isentas.

5.1 Alguns números

Em 2012, o volume total negociado em operações de empréstimo de ações foi de R\$ 785,92 bilhões, o que equivale a cerca de R\$ 65 bilhões mensais¹²⁷.

Ocorrem cerca de 100 mil operações mensais de empréstimo de títulos no país.

¹²⁷ Dados disponíveis em www.cblic.com.br e em http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/noticias/2013/download/balanco_1212.pdf.

39% dos mutuantes são investidores estrangeiros, 25% são pessoas físicas, 24% são fundos mútuos e apenas 2% são companhias.

Dos mutuários, 65% são fundos mútuos, 24% são investidores estrangeiros, 4% são pessoas físicas e 0,5% são companhias.

Apenas para fins de comparação, em 1996, quando o Conselho Monetário Nacional regulou a matéria pela primeira vez, o volume médio mensal movimentado pelos empréstimos de títulos era inferior a meros R\$ 30 milhões.

5.2 Instrução CVM n.º 441/06

Em 10 de novembro de 2006, a Comissão de Valores Mobiliários editou a Instrução CVM n.º 441, renovando a disciplina regulatória sobre as operações de empréstimos de valores mobiliários.

Essa instrução alterou e revogou antigas instruções da autarquia, em especial a Instrução CVM n.º 249, de 11 de abril 1996. A Instrução CVM n.º 466, de 12 de março de 2008, promoveu modificação pontual em seu texto, conferindo a forma atualmente em vigor.

A Instrução CVM n.º 441/06 restringe a operacionalização dos negócios de empréstimos de ações a entidades autorizadas de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários e obriga que haja a presença de instituição intermediária habilitada.

Foi deixada grande liberdade de autorregulação para as instituições do mercado. O serviço de empréstimo de valores mobiliários deverá ser disciplinado por regulamento editado pelas próprias entidades, que deverão seguir as econômicas disposições da instrução.

Entre as cláusulas que devem constar do regulamento estão, por exemplo, o compromisso do mutuário de liquidar o empréstimo mediante a entrega de valores mobiliários da mesma espécie e qualidade do valor mobiliário emprestado, o tratamento a

ser conferido aos direitos inerentes aos valores mobiliários utilizados na operação de empréstimo, e a obrigatoriedade do mutuário oferecer caução à câmara ou prestador de serviços de compensação e liquidação.

Além disso, a Instrução CVM n.º 441/06 estabelece as obrigações da prestadora do serviço, dentre elas a de manter sistema de registro e controle das operações, que permita a identificação das partes contratantes, intermediários, volumes, valores e posições dos negócios realizados e em andamento.

5.3 O comunicado ao mercado de 08 de novembro de 2006

Em 8 de novembro de 2006, por ocasião da aprovação do texto final da Instrução CVM n.º 441/06, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários determinou também que a Superintendência de Relações com Empresas fizesse os seguintes esclarecimentos públicos, por meio de comunicado ao mercado:

“(…) que o investidor ou grupo de investidores que atinja, ainda que por meio de propriedade de ações adquiridas por empréstimo, participação correspondente a 5% (cinco por cento) ou mais de espécie ou classe de ações representativas do capital de companhia aberta, deve proceder à publicação e envio à CVM de Declaração prevista no art. 12 da Instrução CVM n.º 358/02. Do mesmo modo, as ações objeto de empréstimo devem ser consideradas no cálculo do aumento ou redução de participação relevante para fins do disposto nos parágrafos 1º e 4º do mesmo artigo. Deverá também constar do comunicado a informação que as Declarações a que se refere o citado art. 12 devem fazer referência, se for o caso, à parcela das ações detidas pelo investidor declarante que tenha sido adquirida ou alienada por meio de empréstimo de ações.” (grifado)

A Instrução CVM n.º 358, de 3 de janeiro de 2002, “[d]ispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado”.

O art. 12 dessa instrução determina que, sempre que uma pessoa ou grupo de pessoas adquira 5% de espécie ou classe de ações representativas do capital social de uma companhia aberta, seja imediatamente enviado, pelo adquirente ou pelos adquirentes, um comunicado à companhia com informações relacionadas à aquisição das ações, à identidade do adquirente, à sua posição acionária, a outros valores mobiliários da companhia detidos pelo adquirente e ao seu objetivo de alterar ou não a estrutura de controle da companhia. Informações equivalentes devem ser enviadas à companhia sempre que a posição acionária de um pessoas ou grupo de pessoas, direta ou indiretamente, se eleve ou seja reduzida em 5% em relação à espécie ou classe de ações da companhia.

O mesmo dispositivo impõe ao diretor de relações com investidores da companhia a responsabilidade “pela transmissão das informações, assim que recebidas pela companhia, à CVM e, se for o caso, às bolsas de valores ou às entidades do mercado de balcão organizado em que as ações da companhia sejam admitidas à negociação, bem como por atualizar o formulário IAN no campo correspondente”.

De acordo com o seu art. 18, a violação às obrigações impostas pela Instrução CVM n.º 358/02 é considerada infração grave, para os fins das hipóteses de punição administrativa de competência da autarquia.

O objetivo da Instrução CVM n.º 358/02 é assegurar a imediata, plena e simétrica divulgação de informações ao mercado sobre potenciais modificações na estrutura de controle da companhia ou modificações relevantes em sua base acionária.

A relação de poderes e a composição dos interesses que exercem o poder de voto, e principalmente o poder de controle, são informações fundamentais para os investidores e, portanto, para a precificação das ações.

Ao divulgar o comunicado ao mercado, a Comissão de Valores Mobiliários deixa claro o caráter abrangente da Instrução CVM n.º 358/02 e restringe a capacidade de realização de operações que, de um lado, afetam direta ou indiretamente a estrutura de comando de uma companhia e, de outro, pelo formato escolhido, poderiam alegadamente

deixar de ser divulgadas, por não se encaixarem expressamente nas hipóteses previstas na instrução¹²⁸.

É o que poderia ocorrer com o caso do empréstimo de ações. Acobertado pela sua natureza temporária, forjada aparência de aluguel e ambiguidades, inclusive operacionais, com relação à titularidade do objeto do empréstimo, há quem possa defender que o mutuário não assume integralmente os deveres e obrigações associados à ação transferida.

O caso não é incomum, principalmente em jurisdições em que os procedimentos de registro e liquidação das operações de empréstimos são menos claros e organizados, ou em que o formato contratual do negócio e sua disciplina jurídica sejam menos determinados.

Não é o caso do Brasil. Procedimentos, contrato, lei, regulação e normas de autorregulação são claros. Há a transferência da ação. Transferem-se ao mutuário a propriedade sobre todos os direitos e deveres relacionados à ação.

O comunicado divulgado à Comissão de Valores Mobiliários arremata esse entendimento e não deixa margens para manipulação dos princípios de divulgação de informação vigentes no mercado brasileiro.

5.4 Procedimentos operacionais da BM&FBovespa

Os negócios jurídicos de empréstimo de ações no país são concentrados no sistema da BM&FBovespa. As operações são, assim, administradas pela Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC e conduzidas por meio do chamado Banco de Títulos – BTC.

¹²⁸ Nesse sentido, também o OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº001/2013, em seu item 3.9.2 d: “d. Empréstimo de ações. Cabe ressaltar que o investidor ou grupo de investidores que atinja, **ainda que por meio de propriedade de ações adquiridas por empréstimo**, participação correspondente a 5% (cinco por cento) ou mais de espécie ou classe de ações representativas do capital de companhia aberta, deve proceder à divulgação da declaração prevista no artigo 12 da Instrução CVM nº 358/02. A obrigação de comunicar a participação relevante parcial ou integralmente composta por ações tomadas por empréstimo é aplicável independentemente do fim a que essas operações se proponham. Do mesmo modo, as ações objeto de empréstimo devem ser consideradas no cálculo do aumento ou redução de participação relevante para fins do disposto no caput e nos parágrafos 1º e 4º do mesmo artigo. Nesse sentido, as declarações a que se refere o artigo 12 da Instrução CVM nº 358/02 devem discriminar a parcela das ações detidas pelo investidor declarante que tenha sido adquirida ou alienada por meio de empréstimo de ações”. (grifado no original)

Conforme autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, a disciplina da prestação dos serviços de empréstimo de ações está estabelecida no Regulamento de Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (CBLC).

O regulamento define *serviço de empréstimo de ativos* como o “serviço administrado pela CBLC que permite aos Investidores emprestar Ativos ou tomá-los emprestados”. Seu Capítulo VI regula a prestação desses serviços.

Assim, em seu item 1 são descritos os ativos elegíveis para empréstimo, no item 2 a forma como os ativos emprestados podem ser utilizados, no item 3 as partes do contrato de empréstimo são qualificadas, assim como as responsabilidades operacionais da CBLC. O item 4 regula o registro das ofertas, especialmente as informações que devem ser anotadas, as formas de registro e o condicionamento da disponibilização dos ativos para o mutuário ao caucionamento de garantia suficiente. Os métodos de cálculo e critérios para a exigência de garantia, por sua vez, constam do Capítulo V do regulamento.

O item 5 do Capítulo VI trata dos prazos de vigência dos empréstimos, o item 6 do procedimento de devolução dos ativos emprestados, inclusive mediante execução das garantias pela CBLC.

O item 7 do Capítulo VI disciplina os ajustes necessários em razão de eventos de custódia. O item 4.1 do regulamento classifica como *eventos de custódia em recursos financeiros* “os dividendos, juros sobre capital próprio, bonificações em recursos financeiros, restituição de capital, juros, resgates, amortizações e outros”. Já o item 4.2 classifica como *eventos de custódia em ativos* “os desdobramentos, conversões, subscrições, incorporações, cisões, fusões, grupamentos, bonificações em [a]tivos, permutas e outros”.

Os valores relacionados a eventos de custódia em recursos financeiros devem ser reembolsados pelo mutuário ao mutuante, por intermédio da CBLC, com a obrigatoriedade da prestação de garantia para esse reembolso. A figura toma a forma de reembolso justamente porque a titularidade da ação foi transferida ao mutuário.

Os eventos de custódia em ativos continuam, pelo regulamento e, portanto contratualmente, submetidos à discricionariedade do mutuante, apesar da efetiva transferência da titularidade do título ao mutuário. Dessa forma, a decisão sobre o direito do exercício de preferência para a subscrição de ações em aumento de capital, por exemplo, cabe ao mutuante e deve ser feita com recursos deste, também por intermédio da CBLC.

Não há, contudo, tratamento específico do direito de voto. Seja pelas dificuldades teóricas de separação entre a propriedade e o direito de voto, seja pela própria incerteza quanto à transferência da titularidade da ação, fato é que, na prática, considera-se que o voto cabe ao mutuário. E nada mais se diz sobre o assunto.

Em seguida, o item 8 do regulamento dispõe sobre os limites de concentração de ativos, por investidor, por participante de negociação e para todo o mercado, em atenção ao art. 3º da Instrução CVM n.º 283, de 10 de julho de 1998.

Para ações, os limites são os seguintes:

- Por mercado

Totalidade das posições: 20%

Totalidade das posições a descoberto: 20%

- Por investidor

Totalidade das posições: 3%

Totalidade das posições a descoberto: 3%

- Por participante de negociação:

Totalidade das posições: 6,5%

Totalidade das posições a descoberto: 6,5%

Os itens 9, 10 e 11 do regulamento, por fim, tratam, respectivamente, das taxas de registro e de remuneração, das penalidades e responsabilidades das partes no negócio, inclusive a responsabilidade solidária dos intermediários por eventual inadimplência dos

investidores, e dos recursos endereçados à Diretoria Executiva da BM&FBovespa contra a imposição de multa por inadimplência.

Completa o quadro regulatório das operações de empréstimo a Resolução CMN n.º 3.539, de 28 de fevereiro de 2008, que reflete e reafirma as principais disposições da Instrução CVM n.º 441/06.

5.5 Empréstimo de ações em tesouraria

A Comissão de Valores Mobiliários tem pacificado em seus precedentes o entendimento de que as companhias podem emprestar ações de sua emissão, mantidas em tesouraria¹²⁹.

Esse entendimento serve a expandir os benefícios do empréstimo de ações para as próprias emissoras, assegurando-lhes mais uma fonte de renda e importante instrumento para formação de mercado, via instituições financeiras contratadas para esse serviço.

Além disso, os fundamentos utilizados para a definição da validade da operação pela autarquia servem também para ratificar a conclusão de que o empréstimo de ações (o “aluguel” de ações) definitivamente se caracteriza como uma alienação e transfere ao mutuário a titularidade da ação, e com ela o direito originário de recebimento de dividendos, de voto e as respectivas obrigações e deveres.

De acordo com o art. 30, § 4º, da Lei das Sociedades por Ações, as ações mantidas em tesouraria não têm direito a dividendo, nem a voto.

Com base nesse dispositivo, a área técnica da Comissão de Valores Mobiliários chegou a defender que a autarquia não poderia se utilizar das prerrogativas estabelecidas no art. 30, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações, e da Instrução CVM n.º 10, de 14 de fevereiro de 1980, para autorizar o empréstimo de ações em tesouraria, uma vez que as

¹²⁹ Cf. os processos CVM n.º RJ2008/2207, n.º RJ2008/2067 e n.º RJ2006/6521.

ações seriam, por força do parágrafo 4º do art. 30, transmitidas sem direito a voto e a dividendo, o que impediria sua negociação em bolsa¹³⁰.

O equívoco da área técnica decorreu de sua premissa de que o empréstimo de ações não transferiria a propriedade sobre a ação, a qual permaneceria na tesouraria da companhia.

O colegiado da Comissão de Valores Mobiliários superou a área técnica definindo o entendimento de que o empréstimo de ações caracteriza, sim, alienação e, em consequência, transfere todos os direitos, deveres e obrigações em conjunto com a propriedade da ação¹³¹.

5.6 Os casos Telemar

Em 17 de abril de 2006, foi divulgado fato relevante que descrevia o processo de reestruturação do Grupo Telemar. A reestruturação incluía, entre outros atos, (1) a incorporação de ações de emissão da Tele Norte Leste Participações S.A., (2) a conversão de ações preferenciais da Telemar Norte Leste S.A., controlada da Tele Norte Leste Participações S.A., em ações ordinárias, e (3) a migração das ações ordinárias da Telemar Norte Leste S.A. para a Telemar Participações, controladora da Tele Norte Leste Participações S.A..

A implementação dos atos societários necessários dependia, evidentemente, de sua aprovação em assembleia geral das companhias envolvidas. Uma das questões mais sensíveis a serem deliberadas nessas assembleias, como ocorre na maior parte dos casos de incorporação, dizia respeito à aprovação do laudo de avaliação do patrimônio das companhias incorporada e incorporadora, o qual fundamenta as relações de troca entre as respectivas ações.

¹³⁰ No final do mês de outubro de 2013, a CVM colocou em audiência pública a minuta de uma nova instrução, que viria a substituir a Instrução CVM n.º 10/80 (Audiência Pública SDM n.º 11/13). No texto da minuta divulgada, em seu art. 9º, a nova instrução dispõe que: “Art. 9º As ações mantidas em tesouraria não têm direito a voto nem a proventos em dinheiro de qualquer natureza. § 1º O disposto no caput não impede que as ações em tesouraria: I – façam jus à bonificação em ações; e II – sejam objeto de grupamentos e desdobramentos. § 2º Para fins do direito a voto, são consideradas em tesouraria, as ações detidas pela contraparte da companhia em contratos derivativos firmados com a companhia e referenciados em ações por ela emitidas”.

¹³¹ Cf., especificamente, o processo CVM n.º RJ2006/6521.

Parte das discussões relacionadas ao caso referia-se ao método de avaliação e às relações de troca. Outra parte referia-se à validade ou não do exercício pela Telemar Participações S.A. de seu direito de voto nas assembleias que deliberariam sobre as operações.

O principal questionamento com relação à validade do exercício do voto pela Telemar Participações dizia respeito à proibição contida no § 1º do art. 115 da Lei das Sociedades por Ações. Esse dispositivo, entre outras vedações, impede que o acionista vote em deliberações da assembleia geral que possam “beneficiá-lo de modo particular”.

Durante o correr da operação, e ao longo da evolução dos procedimentos administrativos a ela relacionados, no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários, a Telemar Participações questionou seu impedimento de voto e buscou alternativas para o exercício de seu direito de voto.

Entre as alternativas buscadas, a Telemar Participações buscou (1) o reconhecimento da validade de todos os seus votos, (2) o reconhecimento da validade, ao menos, dos votos referentes às ações preferenciais que possuía em suas controladas, e, conforme alegado por determinados acionistas minoritários, (3) o reconhecimento da validade dos votos proferidos por instituições que tomaram ações de sua titularidade em empréstimo.

No primeiro caso, ficou decidido que a Telemar Participações não poderia votar com suas ações ordinárias.

No segundo caso, ficou decidido que a Telemar Participações poderia votar com suas ações preferenciais, uma vez que, nesta específica situação, o benefício particular, consistente no sobrepreço das ações, seria auferido apenas pelas ações ordinárias.

No terceiro caso – e esse é o mais importante para este estudo – a área técnica da Comissão de Valores Mobiliários inicialmente esclareceu que “[n]a medida em que as ações sob aluguel conservam seus atributos originais, o mutuário, durante a vigência do contrato, detém a condição de sócio da Companhia, podendo exercer direito de voto que a elas for inerente, salvo se o contrato entre as partes dispuser de forma diversa”.

E, em seguida, opinou que “[d]iante de todo o exposto, não caberia à CVM (...) intervir no sentido de determinar o impedimento de voto *a priori* de ações alugadas [de emissão da Tele Norte Leste Participações S.A.] na assembleia que deliberará sobre a incorporação de ações dessa Companhia”.

Em outras palavras, a opinião da área técnica, que prevalece como o único posicionamento formal da Comissão de Valores Mobiliários até o presente, é a de que a avaliação de eventual irregularidade no exercício do voto por titulares de ações objeto de contrato de empréstimo deve ser feita caso a caso¹³².

Em nova etapa da reorganização societária do mesmo grupo, foi proposta a incorporação da Telemar pela Coari Participações S.A..

A incorporação gerou novos processos administrativos, novas dúvidas e nova decisão a respeito de situações societárias envolvendo o empréstimo de ações. Resumidamente, diversos acionistas que tinham suas ações emprestadas a outros investidores no momento do anúncio público a respeito da operação, reclamaram à CVM o direito de eles próprios, e não os mutuários, exercerem o direito de recesso¹³³.

O Colegiado da autarquia, em decisões unânimes, em diversos processos simultâneos, determinou que o direito de recesso deve ser exercido por aquele que é proprietário da ação no momento em que a faculdade de se exercer o recesso se torna disponível.

Como – e aqui essa posição é reiterada pela CVM – o empréstimo de ação efetivamente transfere a propriedade, quem pode tomar a decisão a respeito do recesso é o mutuário, enquanto mantiver essa condição.

¹³² A respeito, cf. processo CVM n.º RJ/2006/7166, especialmente o MEMO/CVM/SEP/GEA-4/n.º 099/06. Ver também MEMO/CVM/SEP/GEA-4/n.º 102/06.

¹³³ Sobre o assunto, para a doutrina, ver CARVALHOSA, Modesto, *O dissidente é sócio e não mero credor*, in *Revista dos tribunais*, n. 528, 1979, pp. 47 e ss.; COMPARATO, Fábio Konder, *Valor de reembolso das ações do acionista dissidente*, in *Direito empresarial: estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 223 e ss.; JAEGER, Pier Giusto, *Il voto divergente nella società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1976; e MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel, *Reflexões sobre o direito de recesso na lei das sociedades por ações*, in LOBO, Jorge (org.), *Reforma da lei das sociedades anônimas*, Forense, Rio de Janeiro, 2003, pp. 285 e ss..

Tanto a disponibilização da faculdade de se exercer o direito de recesso no momento da publicação do primeiro fato relevante a respeito da matéria, quanto a necessidade de manutenção da ação ininterruptamente desde esse momento até a deliberação propriamente dita são secundadas pela CVM com fundamento no art. 137, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações.

Quanto ao momento, o art. 137, § 1º, é claro nesse sentido e sua interpretação foi literal pela autarquia, reiterando sua função de desestimular a indústria do recesso.

Quanto à titularidade ininterrupta, requerida pela própria companhia a ser incorporada, a CVM entendeu que esta, ainda que não expressa no art. 137, § 1º, era coerente com a redação do dispositivo e com a função do direito de recesso¹³⁴.

5.7 Efeitos e riscos para o mercado

O MEMO/CVM/SEP/GEA-4/n.º 099/06, elaborado no âmbito do caso Telemar, trata em um de seus itens de reclamação de acionista minoritário contrário ao reconhecimento da validade de voto que seja exercido por instituição titular de ação tomada em empréstimo da Telemar Participações.

Naquele caso, uma das principais discussões dizia respeito à possibilidade ou não do exercício do direito de voto da Telemar Participações na assembleia que deliberaria a incorporação das ações de emissão de uma de suas controladas.

A atuação da controladora poderia ser, evidentemente, decisiva para a aprovação da operação, com as relações de troca propostas. Relações de troca essas que não atribuíam valores diversos a ações ordinárias e preferenciais.

De acordo com posicionamento da Comissão de Valores Mobiliários, a Telemar Participações não poderia votar com as ações ordinárias de que era titular.

¹³⁴ Ver processo CVM n.º RJ2012/0249 e reportagem do jornal Valor Econômico, em edição de 24 de fevereiro de 2012, p. B1.

Uma vez que o empréstimo de ações efetivamente transfere a titularidade das ações, bem como os respectivos de direito de voto, nada impede que o mutuário vote livremente na deliberação. Especialmente se ficar determinado que a proibição, no caso concreto, refere-se ao titular das ações e não à classe ou espécie de ações.

Como ainda não havia clareza a respeito da natureza da vedação, se aplicável ao acionista ou às ações, o requerente entendeu que poderia haver grave risco que a Telemar Participações fizesse prevalecer seus interesses políticos por intermédio de instituições mutuárias de suas ações.

A preocupação é evidentemente razoável. E os meios à disposição do mercado, são plenamente aptos para materializar os riscos refletidos nessa preocupação.

A situação descrita demonstra a facilidade com que os poderes políticos inerentes ao estado de sócio podem na prática ser destacados do esquema de responsabilidades simetricamente próprios do mesmo estado de sócio.

Certas operações praticadas no mercado atual acabam por serem capazes de transmutar a figura que incorpora o *status socii*. Criam uma nova espécie de acionista que resulta da mutação dos princípios societários, gerando uma figura que nem bem é o titular dos direitos das ações e nem bem o responsável pelas consequências do exercício desses direitos.

Essa constatação não é sem efeitos para a estabilidade do mercado e para a avaliação da eficácia do sistema societário.

Os principais riscos que decorrem da dissociação entre o possuidor do direito de voto e o sujeito de direito que ainda se submete mais de perto à estrutura de responsabilidades do ente societário dizem respeito ao desalinhamento de interesses.

O sócio típico e tradicional, por definição, enxerga como objetivo único o desempenho positivo de sua sociedade. Pode discordar de outros sócios ou da administração com relação aos meios de atingir esse objetivo. Mas, sem dúvida, compartilha com todos o fim comum para o qual aquela sociedade foi constituída.

Como parte do contrato plurilateral de sociedade, o sócio abre mão de parte de sua liberdade em benefício da comunhão de esforços que se criou em torno daquele fim comum. Assim, o sócio, desde que aceitou ser parte do contrato de sociedade, aceita também todas as responsabilidades que, ao equilibrar os poderes que lhe foram atribuídos, asseguram coesão e harmonia no funcionamento da estrutura societária.

O investidor típico, ainda que não guarde em princípio traços de empreendedorismo particulares aos sócios tradicionais, também possui inquestionável e exclusivo interesse no bom andamento das atividades sociais. De forma equivalente, também aceita se sujeitar ao estatuto social e ao sistema societário, como modo de contribuir para o funcionamento eficiente da companhia que aplica os recursos por ele investidos.

Porém, o mercado contemporâneo criou novos personagens. Sob a mesma aparência de sócios ou investidores, pessoas físicas e jurídicas podem alternar, no mercado atual, papéis que se opõem diametralmente em termos de alinhamento de interesses com as companhias na quais interferem.

O titular de um mesmo valor mobiliário pode, no mercado de hoje, apostar a favor ou contra a emissora desse ativo. O mesmo titular do referido valor mobiliário pode exercer direitos inerentes ao título que possui em nome e no interesse de outros que em nada estão submetidos aos esquemas punitivos societários.

São agentes do mercado aos quais a estrutura legal, por omissão, abriu-lhes caminhos para privilegiarem interesses individuais em relação a interesses comuns, sem quaisquer restrições ou desestímulos eficazes. Agentes esses que não adquiriram as ações pelas formas tradicionais de assunção do estado de sócio. Ao invés, adquiriram um derivativo que se valoriza em função inversa ao desempenho de determinada companhia, cuja votação influenciam, ou então, são instituições intermediárias mais interessadas na remuneração que receberão no caso de concretização de determinada operação, ainda que contrária ao interesse social, ou mesmo, que celebraram um contrato de empréstimos de ações simplesmente para a liquidação de certa operação financeira. Em nenhum desses casos houve opção pela adesão a um contrato plurilateral que traduz a soma de esforços de indivíduos diversos em torno de um objetivo econômico comum.

Em regra, aliás, no caso dos empréstimos, o mutuário da ação, no momento em que empresta o ativo, pode não possuir qualquer interesse no desempenho da companhia ou na particular relação entre os acionistas daquela sociedade. Pode estar simplesmente interessado em cobrir uma posição sua em operação que já assimilou todos os efeitos possíveis da variação do preço daquela ação. No entanto, continua a ser o possuidor do importantíssimo poder de votar os rumos daquele ente societário.

Nesse contexto, e diante da gravidade dos potenciais efeitos que podem advir da utilização abusiva de determinadas alternativas financeiras, parece temeroso deixar a coação e a sanção a cargo apenas das regras que disciplinam o exercício abusivo do voto pelos titulares das ações.

O empréstimo de ações é uma realidade no mercado brasileiro, e os volumes envolvidos são suficientemente relevantes para inspirar a preocupação e o cuidado regulatório.

No mesmo passo, os impulsos econômicos vigentes no mercado são incontornáveis pelas forças da autorregulação e a criatividade dos agentes incontível nos limites da regulação e da legislação posta.

Sem prejuízo, há inequívocas vantagens em instrumentos financeiros como o empréstimo de ações. Entre elas, o incremento de liquidez, a contribuição para a precificação mais eficaz de ativos, o aumento da estabilidade dos negócios realizados no mercado de capitais e a criação de novas alternativas de remuneração para os investidores.

Há riscos, contudo, que decorrem da utilização de instrumentos como o empréstimo de ações. Entre eles, o descolamento entre os direitos do possuidor da ação e os deveres originalmente desenhados para os sócios. Entre os incentivos e ameaças, entre interesses individuais e interesses sociais.

No caso do empréstimo de ações, o descolamento é evidente e reconhecido na prática.

Tanto que a Instrução CVM n.º 441/06 determina, em seu art. 4º, § 1º, inc. II, que o regulamento do serviço de empréstimo deverá incluir o “tratamento a ser conferido aos direitos inerentes aos valores imobiliários utilizados na operação de empréstimo”.

E o Regulamento de Procedimentos operacionais da BM&FBovespa, em seus itens 4.1 e 4.2, disciplina os eventos de custódia em recursos financeiros e os eventos de custódia em ativos durante o período do empréstimo das ações.

Contudo, com relação ao voto e ao esquema de direitos e deveres desenhado pela legislação societária em torno de seu exercício, não há especificações suficientes na legislação, regulamentação ou autorregulamentação aplicável.

O Regulamento de Procedimentos operacionais da BM&FBovespa não trata expressamente do assunto. A Instrução CVM n.º 441/06 é genérica a respeito do tratamento dos direitos inerentes às ações emprestadas e limita-se a delegar competências de aprofundamento às entidades autorizadas a prestar os serviços de empréstimo. O instituto do mútuo e seu regramento no Código Civil não são abrangentes o suficiente para exaurir a questão. E a Lei das Sociedades por Ações também não soluciona o impasse.

O fato, porém, é que não parece haver razões para que as operações de empréstimo de ações e seus efeitos não sejam mais detalhadamente regulados. Os volumes financeiros e riscos envolvidos definitivamente justificam a movimentação regulatória.

No esquema da regulação, do direito civil e da lei societária, não é incongruente prever, por exemplo, que, enquanto o mutuário possuir as ações objeto do empréstimo, o voto deve ser instruído pelo mutuante e as responsabilidades daí decorrentes se mantêm com este último. Isso não impediria circulação das ações no mercado. Basta que as obrigações relacionadas ao voto caiam tão logo as ações emprestadas sejam transferidas para outro acionista, que, por qualquer meio, as adquira fora de uma relação de empréstimo e dentro do esquema de deveres e obrigações sociais.

A suspensão do direito de voto para ações emprestadas, enquanto sob a titularidade do mutuário, também parece cumprir a mesma função. Como o empréstimo de ações se presta

fundamentalmente a objetivos financeiros, não haverá prejuízo significativo, em princípio, na suspensão do direito de voto de ações emprestadas.

Também parece cumprir a mesma função, alternativamente, o aumento das responsabilidades do mutuário com relação à utilização do poder de voto inerentes às ações que emprestou. A começar pela prestação de informações, como já indicado pelo comunicado divulgado ao mercado pela Comissão de Valores Mobiliários em 08 de novembro de 2006.

São sugestões que, mesmo que prototípicas, indicam alguns prováveis primeiros passos para a busca de soluções que reconheçam as virtudes do empréstimo de ações, e de outras ferramentas financeiras equivalentes, sem que disso decorra a indesejada desnaturação do esquema básico de poderes e deveres a que estão submetidos os detentores de direitos de participação de uma companhia.

6. A venda do voto

A proibição da venda do direito de voto parece instintiva para as legislações societárias¹³⁵. A razão é a resistência natural à separação entre poder e propriedade, ou, de outra forma, entre retorno e risco.

Em princípio, o maior estímulo para que um investidor utilize seu poder de voto de acordo com o interesse social é, acima de quaisquer sanções legais ou regulatórias, justamente o risco a que suas decisões submetem sua propriedade.

Normalmente, faz sentido acreditar que a propriedade que está em risco é também a propriedade da qual decorre o direito de voto. O raciocínio é coerente do ponto de vista lógico, mas não corresponde necessariamente a uma afirmação válida para todas as situações.

O voto é uma exigência econômica do investidor, como instrumento de controle sobre o investimento feito. O voto é, portanto, e em origem, uma ferramenta do investidor para

¹³⁵ Ver, para um panorama de direito comparado sobre o assunto, SCIMEMI, Ettore, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Giuffrè, Milão, 2003.

se certificar de que seu investimento está sendo utilizado conforme contratado entre os sócios, de acordo com o interesse social.

Por esse aspecto, pode-se raciocinar contrariamente para concluir que não há razão para se preocupar em utilização do voto em conflito com o interesse social. Quem exigiria o voto para controlar o cumprimento do interesse social e, ao mesmo, tempo utilizaria o voto em violação ao interesse social, em prejuízo de seu próprio investimento?

Dáí porque entender que a forma potencialmente mais grave de subversão da função do voto seria destacá-lo da propriedade subjacente e atribuí-lo a quem não tem interesse econômico voltado à sociedade em relação à qual o voto será exercido.

Seguindo-se o raciocínio, a venda do voto, de forma destacada em relação à ação, seria a hipótese mais natural de desacoplamento entre o ônus político e o risco da propriedade da participação societária e da qual poderiam decorrer situações de exercício do direito de voto contrário aos interesses da ação ao qual aquele direito estava originalmente associado.

A venda do voto, assim, é uma operação cuja proibição parece lógica do ponto de vista societário e confortável do ponto de vista ético.

Essa mesma conclusão parece acertada também do ponto de vista da teoria econômica.

Conferir voto a quem não dispõe de interesse econômico na sociedade, ou cujo interesse econômico é desproporcional em relação ao seu poder de voto, gera incentivos para o desalinhamento de interesses entre quem vota e a sociedade; gera incentivos para a assunção desproporcional de riscos; gera um desequilíbrio entre custo e possibilidade de retorno; inclui custos de transação nas deliberações sociais, uma vez que envolve um agente diverso entre os interessados; e pode tornar mais complexa a precificação das ações da sociedade emissora, na medida em que torna menos previsíveis as decisões a respeito dos rumos da sociedade¹³⁶.

¹³⁶ Cf. EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel R., *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, Cambridge, 1996, pp. 75 e 76.

Em que pese os argumentos acima, o fato é que a questão da venda do voto não se resolve tão simplesmente assim.

Em primeiro lugar, a recíproca de que o interesse social é sempre monitorado por meio do exercício do voto nem sempre é verdadeira. Viu-se, em itens anteriores, que a evolução do mercado de capitais trouxe consigo a comprovação de que o monitoramento do interesse social pode ser apenas um dos objetivos visados pelo exercício do direito de voto.

Em segundo lugar, não é possível afirmar que a venda do voto sempre implicará em utilização do poder político alienado de forma contrária ao interesse social¹³⁷. A venda do voto pode servir como incentivo à sua utilização, reduzindo, por exemplo, imperfeições no modelo de deliberação societária acarretadas pelo *empty voting*; pode servir como instrumento análogo ao pedido público de procuração; pode gerar fonte de renda adicional aos titulares das ações; pode, enfim, em complemento a qualquer uma das hipóteses anteriores, ser utilizada a favor do interesse social, o que serviria como legitimação última para a venda do voto¹³⁸.

A questão, aqui, mais uma vez se volta para a capacidade do direito e da justiça de identificarem com precisão e punirem os responsáveis por atitudes, em última medida, violadoras do ordenamento jurídico. Em outras palavras, em uma sociedade em que o direito e as cortes funcionassem de maneira ideal, a responsabilidade civil seria suficiente

¹³⁷ “Corporate law polices the connection between economic interest and voting power through the classic common law prohibition on ‘vote buying,’ defined as the sale of a shareholder’s voting rights, shorn of economic interest, to a third party. The original 1932 Restatement of Contracts made such a sale illegal. New York’s corporate law prohibits shareholders from selling or changing their votes for money ‘or anything of value.’ The central concern was that vote buying would lead to self-dealing by those who thereby gain control. The current Delaware attitude toward vote buying is more tolerant. The leading 1982 case of *Schreiber v. Carney* centered on a loan by Texas International Airlines to a controlling shareholder to obtain that shareholder’s support for a restructuring. The court found that this was vote buying, but explained that ‘each arrangement must be examined in light of its object or purpose.’ Vote buying was permitted for a proper purpose if it satisfied a test for intrinsic fairness. In *Schreiber*, the court found a proper purpose--the restructuring would further the interest of all Texas International stockholders. And the terms were apparently fair, for which the best evidence was approval by a vote of other shareholders”. (HU, Henry T.C., BLACK, Bernard S., *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, in *Southern California law review*, v. 79, 2006, pp. 811 e ss., p. 861).

¹³⁸ Nesse sentido, o art. 2.373 do Código Civil Italiano, determina expressamente que o impedimento de voto em caso de conflito de interesse se aplica inclusive à hipótese de exercício por terceiro, que não o acionista: “Art. 2373 *Conflitto d’interessi* - Il diritto di voto non può essere esercitato dal socio nelle deliberazioni in cui egli ha, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società. In caso d’inosservanza della disposizione del comma precedente, la deliberazione, qualora possa recare danno alla società, è impugnabile a norma dell’art. 2377 se, senza il voto dei soci che avrebbero dovuto astenersi dalla votazione, non si sarebbe raggiunta la necessaria maggioranza (...)”. A esse respeito, ver também SCIMEMI, Ettore, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Giuffrè, Milão, 2003, p. 82.

para identificar e punir quem se utilizasse de forma abusiva do direito de voto, seja em conjunto com a propriedade da participação societária ou não¹³⁹.

Como se tem visto ao longo deste estudo, a evolução do mercado financeiro fez com que os interesses econômicos dos agentes se desconcentrassem e se espalhassem de acordo com padrões a que o direito definitivamente não estava habituado. Dizer que essa evolução acarreta maiores riscos de ilegalidade, nesse caso em específico, significa mais que o direito está descompassado da realidade e menos que os agentes estão mais propícios a cometer ilegalidades.

A multiplicação das possibilidades e velocidade de investimento é positiva para os mercados e investidores. E pode, igualmente, ser positiva para as sociedades, tanto na posição de captadores, quanto na posição, elas próprias, de investidoras.

A venda de voto, assim, se regulada e compreendida, pode servir como instrumento útil para o mercado.

Restrições legais ou regulatórias como a autorização da venda apenas a quem já é acionista da companhia, participação mínima no capital e para a aquisição, tempo mínimo de titularidade da referida participação e regras informacionais equivalentes às aplicáveis aos pedidos públicos de procuração seriam sem dúvida suficientes para disciplinar e fomentar a venda do voto.

Nesses termos, a propósito – e este é o terceiro argumento –, a venda do voto se assemelharia muito a institutos já largamente utilizados e aceitos, como o empréstimo de ações e ferramentas de outorga de opção de compra ou de venda de ações.

De fato, e mais ainda, a desproporção entre titularidade de participação acionária e direito de voto é bastante familiar ao direito societário. Também esteiado no requisito da condição de acionista, é esse justamente o efeito da utilização de acordos de votos, ações preferenciais sem direito de voto, *golden shares* e estruturas piramidais de controle.

¹³⁹ Cf. CLARK, Robert, *Vote buying and corporate law*, in *Case west. l. rev.*, n. 29, 1979, pp. 776 e ss..

E, ainda, quem vende o voto, de certa forma confia na decisão do comprador e aplica um juízo de responsabilidade na transação, uma vez que, ao permanecer com a propriedade da ação, continua com o risco dos efeitos da decisão tomada pelo comprador na deliberação societária.

A diferença em relação ao empréstimo de ações seria que, neste último caso, a propriedade da ação é efetivamente transferida, enquanto que, no caso da venda do voto, não. Em ambas as situações, no entanto, e sujeitas a regras mínimas como as sugeridas acima para a hipótese de venda de voto, o agente que exerceria o direito de voto seria claramente identificado, para fins de monitoramento e responsabilização.

Assim, eventual proibição formal da venda do voto, se existente, funcionaria para facilitar questões de dificuldade de identificação e responsabilização por meio de impedimentos objetivos, mas não como indício de eventual corolário de que a associação entre voto e propriedade é fundamental para o funcionamento do sistema societário. Ou seja, a venda do voto não ofende a estrutura da organização societária em nenhuma medida e, encontradas formas eficientes de responsabilização, sequer é necessária sua proibição estrutural.

Não à toa, a corte de Delaware, a despeito de legislações estaduais norte-americanas tenderem à proibição formal do voto, já flexibilizou a questão, admitindo a venda do voto se no interesse da companhia. No caso *Schreiber v. Carney*, de 1982, envolvendo a concessão de um empréstimo da Texas International Airlines para um acionista, com a intenção de obter o seu apoio para uma proposta de reestruturação, a corte entendeu que se tratava de *vote buying*, mas ponderou que “*each arrangement must be examined in light of its object or purpose*” e que, nesse caso, a aprovação da reestruturação seria benéfica a todos os acionistas, sendo prova disso também o fato de que outros acionistas igualmente aprovaram a operação. Estabeleceu-se, assim, que a venda do voto poderia ser legitimada se satisfizesse um teste de “*intrinsic fairness*”¹⁴⁰.

¹⁴⁰ 447 A.2d 17 (1982). Cf. também HU, Henry T.C., BLACK, Bernard S., *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, in *Southern california law review*, v. 79, 2006, pp. 811 e ss., p. 861.

Em sintonia, no caso *Oceanic Exploration Co. v. Grynberg*, de 1981, fica claro para a corte de Delaware a inexistência de qualquer presunção, pelo menos naquele estado, de que a separação entre a propriedade da ação e a titularidade do direito de voto é ilegal¹⁴¹.

Na legislação brasileira, a norma mais incisiva a respeito da venda do voto consta do art. 177, § 2º, do Código Penal. O dispositivo estabelece que “[i]ncorre na pena de detenção, de seis meses a dois anos, e multa, o acionista que, a fim de obter vantagem para si ou para outrem, negocia o voto nas deliberações de assembleia geral”.

A interpretação literal da norma parece não deixar dúvida a respeito da ilegalidade da venda do voto no direito brasileiro. A aplicabilidade desse dispositivo, no entanto, parece um tanto controversa, a começar pela indefinição do significado de “negociar”.

Ora, negociação sempre há. E em geral com intenção, fundamentalmente financeira, de obtenção de vantagem para si ou para outrem.

A simplicidade e objetividade do art. 177, § 2º, do Código Penal, acabam por operar contra sua eficácia. De tão direta, a norma passou a ser de difícil aplicação, sendo a interpretação do termo “negociar” como sendo a venda do voto ou operação similar uma sintetização que definitivamente não decorre da lei, aproximando-se muito mais de impulsos éticos irrefletidos do que de parâmetros econômicos que efetivamente deveriam balizar a aplicação dessa regra.

No caso da Lei das Sociedades por Ações, as indicações são ambivalentes.

O art. 28, por exemplo, trata da indivisibilidade das ações. É um dispositivo, contudo, sabidamente voltado ao impedimento de fracionamento dos direitos do título e não de destacamento entre direitos e o título.

No art. 111, por sua vez, o texto da lei é claro ao atrelar o voto à ação e não ao acionista. O art. 112 faz referência ao voto como algo exercível pelos titulares das ações, mas em um contexto que definitivamente não está relacionado com a questão da separação

¹⁴¹ 428 A.2d 1 (1981).

entre voto e titularidade da ação, tornando ilegítimas, aqui, quaisquer inferências a esse respeito.

Não é muito diferente com o art. 113, que, embora também associe o voto ao acionista, e trate da influência de não acionistas sobre o exercício do direito de voto, em nenhum momento proíbe a cessão do voto como regra geral. O art. 113 dá a entender que no caso do penhor o voto fica com o acionista e proíbe o credor garantido por alienação fiduciária de exercer o direito de voto, mas não decreta a proibição da cessão ou venda do voto.

A redação do art. 114 é ainda mais flexível e dá espaço evidente para a transferência do exercício do voto do nu-proprietário ao usufrutuário, ou para que se formalizem outros arranjos contratuais diversos. Não é demais lembrar, ainda, que o art. 1.393 do Código Civil estabelece que, embora não se possa transferir o usufruto por alienação, “seu exercício pode ceder-se por título gratuito ou oneroso”, o que não deixa de ser um caminho de legitimação da venda do voto, seja pelo aspecto da separação entre a titularidade da ação e o exercício do direito de voto, seja pelo aspecto da negociação econômica do direito.

O art. 115, por fim, fala exclusivamente de voto exercido por acionista, diferentemente, inclusive, do que prevê o art. 2.373 do Código Civil italiano, citado acima, o qual prevê expressamente a vedação tanto no caso de exercício do voto pelo acionista, quanto no caso de exercício por terceiro. Uma vez mais, não se pode extrair daí a certeza da vedação da venda do voto, uma vez que é evidente a possibilidade, em decorrência da própria lei, de exercício do direito de voto por terceiro, como procuradores ou representantes, sendo que nem por isso o art. 115 deixou de utilizar exclusivamente o termo “acionista”.

Não há, portanto, na lei societária vedação explícita à venda de voto.

O que o texto legal parece refletir é a impressão dos legisladores de que, em regra, o voto deve permanecer com o titular da ação e que assim os meios de responsabilização seriam facilitados, mas que nem por isso se poderia desde logo descartar a possibilidade do

futuro trazer situações em que a venda do voto é útil para o mercado societário e controlável pelo direito das companhias.

Nos comentários de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira ao art. 112 da lei que criaram, os legisladores deixam claro que a preocupação com relação às extintas ações ao portador é com a identificação de quem exerce o direito de voto, razão pela qual o dispositivo passou a exigir, na prática, que os portadores daquele título se identificassem “mediante a conversão das ações, credenciando-se para a participação responsável nas assembleias gerais”¹⁴².

O que se pode entender da afirmação dos autores da lei, portanto, é que a participação responsável nas assembleias está ligada à identificação de quem exerce o voto, e não necessariamente, talvez, à titularidade da ação.

Se se aceitar, portanto, a abordagem proposta ao art. 177, § 2º, do Código Penal, e ao texto dos dispositivos da Lei das Sociedades por Ações mencionados acima, somando-se às razões práticas e lógicas já expostas neste item, não restam outros impedimentos para a validade da venda do voto no direito brasileiro.

Ficariam por se definir dois últimos pontos: o primeiro, se a responsabilização por abuso no exercício do direito de voto por não acionista se fundamentaria em regras gerais de responsabilidade, uma vez que o art. 115 menciona apenas o termo “acionista”, ou nas regras do próprio art. 115 (ou arts. 116 e 117 nos casos aplicáveis), por analogia e lógica sistemática; o segundo, se a responsabilização poderia envolver o vendedor do voto.

Para o primeiro ponto, a utilização do art. 115 parece mais razoável, já que traz em si os parâmetros aplicáveis para o abuso do voto ou o voto em conflito de interesses, que não dependem para sua caracterização de quem exerce o direito de voto.

Para o segundo ponto, a possibilidade de responsabilização conjunta do vendedor e do comprador do voto mostra-se mais acertada, já que o abuso decorre de arranjo contratual

¹⁴² LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *A lei das s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, ed. 3, 1997, p. 229.

privado entre o acionista e o terceiro, em situação muito semelhante à prevista no art. 118, § 2º.

Em um e outro caso, essas conclusões revestir-se-iam de ainda mais consistência na hipótese de eventual restrição legal ou regulatório da venda do voto apenas a acionistas da mesma companhia.

7. Direito de voto e representatividade

Parte importante do direito societário e das regras, legais regulatórias ou autorregulatórias de governança corporativa, concentra-se na tentativa de controle das distorções e ineficiências que o princípio majoritário pode gerar nas companhias. São comuns no direito societário disposições que visam garantir poderes objetivos a minorias caracterizadas, conferindo representatividade a esses grupos.

A representatividade, como derrogação parcial do princípio majoritário, pode ser vista tanto como forma de concessão de poder político direto para grupo específico de acionistas não controladores, em favor diretamente das exigências destes investidores, como forma de inclusão de outras ferramentas de monitoramento dos administradores e controladores, em benefício de todos os sócios.

A motivação pode decorrer de simples atendimento balanceado a interesses privados de investidores, de intenção legislativa, regulatória ou autorregulatória de incentivar, via incremento de transparência e segurança, a utilização do mercado de capitais como captador de poupança popular, ou de reflexos na legislação de contextos e demandas de caráter social, com o reconhecimento institucionalista explícito dos efeitos do funcionamento da companhia para toda a sociedade.

Nos últimos anos, com a larga utilização dos fundos de investimento como veículos para participação societária atomizada ou em blocos, e a evolução do mercado societário para uma realidade de composição de blocos não controladores, as regras de representatividade podem assumir uma função bastante diferente da pensada para elas originalmente, especialmente no Brasil.

Deixando de haver uma minoria polarizada em relação à figura do controlador, e passando a haver blocos minoritários distintos convivendo na companhia, com participação não majoritária, mas relevante, as disposições legais que asseguram a participação política representativa começam a ser utilizadas como ferramenta de diferenciação, com valor econômico, dos investidores institucionais.

Essa realidade, sem dúvida, faz com que as referidas disposições sejam testadas e utilizadas em sua máxima potência. Por surpreendente que possa parecer, quase 40 anos após a edição da Lei das Sociedades por Ações, as situações que tem melhor exposto a complexidade atual do ambiente societário brasileiro são as disputas entre acionistas minoritários por posição política dentro da companhia, e não o embate entre minoritário e controlador.

E nesse contexto, instrumentos como o empréstimo de ações e outras modalidades de flexibilização da relação entre propriedade da ação e exercício dos direitos políticos, uma vez mais podem atuar com grande potencial de interferência nos rumos de uma companhia.

7.1 Voto em separado

Para além das normas que preveem a faculdade de arranjos contratuais que assegurem a determinadas ações ordinárias ou preferenciais o direito de eleição em separado de membros da administração da companhia (arts. 16, III, e 18, *caput*), a Lei das Sociedades por Ações determina hipóteses não dispositivas que garantem a representatividade de acionistas minoritários ordinaristas e de preferencialistas.

É o caso do art. 141, para a eleição de membro do conselho de administração; do art. 161, para a eleição de membro do conselho fiscal; do art. 239 e do art. 240, para a eleição de conselheiro de administração e fiscal em sociedades de economia mista; e do art. 277, para a eleição de conselheiro fiscal em sociedade filiada a grupo de sociedades¹⁴³.

¹⁴³ Cf. AFONSO, Daniela Gomes, *Parecer cvm de 16.4.2002: critérios para a eleição de membros do conselho de administração de s/a aberta, após a lei 10.303/2001*, in *RDM*, n. 126, 2002, pp. 193 e ss.; e ULHÔA CANTO, Carlos Alberto Alvahydo de, *Desestatização do sistema telebrás: direito de voto em separado na eleição de membros do conselho de administração*, in *RDM*, n. 119, 2000, pp. 268 e ss..

O art. 141, em seu parágrafo 4º, garante, nas companhias abertas, a eleição em separado de um membro do conselho de administração e seu suplente, por acionistas detentores de ações com direito a voto representativas de pelo menos 15% do total das ações com direito de voto, e por acionistas com ações sem direito de voto ou com voto restrito representativas de pelo menos 10% do capital social. Em ambos os casos, reitera-se, a faculdade é assegurada apenas no âmbito das companhias abertas. No primeiro deles, o percentual mínimo deve ser calculado entre as ações com direito de voto; no segundo, em relação ao capital social total.

A eleição em separado deve se dar, necessariamente, na assembleia geral, como parte e de acordo com as formalidades do conclave, sendo necessário evidentemente que a eleição de membros para o conselho de administração conste da ordem do dia.

Como as companhias abertas devem obrigatoriamente possuir conselho de administração (art. 138, § 2º), esse dispositivo representa garantia estável de representatividade.

De acordo com o parágrafo 5º do mesmo artigo, se nenhum dos grupos contemplados pelo parágrafo 4º atingir o percentual mínimo necessário para a eleição em separado de um conselheiro de administração, os dois grupos, em conjunto, poderão eleger um conselheiro desde que a soma de suas ações represente pelo menos 10% do capital social.

Da eleição em separado não pode tomar parte o acionista controlador ou participante do bloco de controle, nem com ações ordinárias, nem com ações preferenciais, se as detiver.

É necessário, em qualquer das hipóteses dos parágrafos 4º e 5º, que ações representativas no mínimo dos percentuais ali indicados estejam presentes na assembleia geral. Não é necessário que haja voto afirmativo em favor de um candidato proferido por ações representativas de 10% ou mais do capital social, ou de 15% ou mais das ações com direito a voto, conforme o caso, mas é preciso que pelo menos 10% ou mais do capital social, ou de 15% ou mais das ações com direito a voto, conforme o caso, participem da votação em separado. A eleição se dará, então, por maioria simples entre os acionistas que dela participarem.

O parágrafo 6º, por sua vez, exige que o acionista, para participar da votação em separado, tenha sido acionista da companhia, de forma ininterrupta, pelo menos durante os três meses que antecederam a data da assembleia. A função dessa regra é justamente a de procurar minimizar os riscos de participação oportunista de acionistas não comprometidos com o interesse social. É difícil dizer, no entanto, se o período de três meses anteriores à votação é ou não suficiente para esse fim. De uma forma ou de outra, embora esse dispositivo não impeça a votação por acionistas detentores de ações emprestadas, ou que exerçam o voto por mecanismos análogos, ao menos evita o exercício de direito de voto por acionistas que adquiriram a ação em operações de curtíssimo prazo.

Além disso, ainda que o artigo faça referência às participações acionárias exigidas no parágrafo 4º (“da participação acionária ali exigida”), não se pode interpretar a norma como a exigência de que um único acionista tenha detido 10% do capital social ou 15% das ações com direito a voto pelo período de três meses anteriores à assembleia. Seria esse o caso apenas se um único acionista elegeisse o membro do conselho de administração em separado.

A melhor interpretação para o parágrafo 6º, especialmente no atual cenário do direito societário brasileiro, é o de que todos os acionistas que compuserem o conjunto de eleitores da votação em separado devem, além de somados representar 10% do capital social ou 15% das ações com direito a voto, conforme o caso, também atenderem ao requisito de permanência pelos referidos três meses. Em outras palavras, é necessário que, em qualquer dado momento ao longo do período de três meses, aquele mesmo conjunto de acionistas participantes da votação em separado seja titular conjunto das participações mínimas estabelecidas no parágrafo 4º, ainda que nenhum deles seja ou tenha sido titular individualmente de participação igual ao mínimo exigido e ainda que a participação de cada acionista tenha variado, mas não se extinguido, ao longo do período.

Por fim, o parágrafo 3º, ainda do art. 141, prevê consequências para hipóteses de destituição e vacância de cargo no conselho de administração preenchido pelo processo de voto múltiplo. Para as duas situações, a lei parece prever a necessidade de nova eleição para todos os cargos do conselho de administração. A diferença é que, no caso de destituição, deve-se convocar imediatamente uma assembleia para nova eleição e, no caso

de vacância, pode-se esperar até a próxima assembleia geral. Não há, portanto, nesse dispositivo, uma diferenciação qualitativa entre as duas hipóteses, mas apenas uma distinção temporal de seus efeitos.

Por mais que o parágrafo 3º utilize expressões como “demais membros” e “de todo o conselho”, é difícil encontrar uma razão pela qual essa nova eleição se aplicaria também aos membros eleitos em separado, de acordo com as regras dos parágrafos 4º e 5º.

A interpretação a favor da aplicação da nova eleição também aos membros eleitos em separado se fundamentaria na interpretação literal da lei e, possivelmente, na proteção de arranjos negociados durante a assembleia, envolvendo apoio político entre acionistas para o preenchimento dos cargos, que estariam desnaturados com a troca de um único membro do órgão, caso esse membro pudesse ser substituído na forma do *caput* do art. 150.

A interpretação contrária, a favor da não aplicação da nova eleição também aos membros eleitos em separado, teria como argumento o fato de que a lei abriria, nesse caso, largo espaço para utilização abusiva do dispositivo pelos acionistas controladores para tumultuar a atuação representativa dos acionistas minoritários, ordinaristas ou preferencialistas. Seria, de fato, razoavelmente simples para o controlador, pelo texto do parágrafo 3º, simplesmente provocar a destituição ou vacância de um dos membros eleitos pelo próprio controlador, para levar à necessidade de nova eleição do membro eleito em separado.

Essa nova eleição pode, com toda a probabilidade, especialmente num cenário dispersão, ainda que mínima, criar diversos obstáculos e custos de coordenação para que os acionistas minoritários consigam a reeleição do membro em separado.

Pode ser alegado que se o grupo original de acionistas que elegeu o membro em separado não detiver mais em conjunto a participação mínima necessária para a eleição, esse grupo não terá de qualquer modo a legitimidade representativa para sustentar a continuidade do mandato do membro eleito. Esse argumento, contudo, não parece, em uma análise de custos e benefícios para a companhia, superar em importância as dificuldades de coordenação que seriam impostas aos minoritários, se a lei exigisse a reeleição de membro em separado sempre que o controlador a provocasse.

Seria muito menos agressivo para o sistema societário conviver, pelo restante de um mandato, com um membro independente do conselho de administração, que deixou de ter o lastro de sua indicação porque os acionistas eleitores passaram a ser menos representativos dentro do capital social, do que submeter os acionistas minoritários, por vezes tão ou mais representativos do que na época de eleição original, a custos de coordenação que possam inviabilizar o exercício de seus direitos representativos.

Também em benefício dessa interpretação, que parece de fato ser a melhor em vista dos objetivos da lei societária, pode ser utilizado o fato de que o parágrafo 3º está topograficamente inserido na lei anteriormente às disposições que tratam da eleição em separado. O parágrafo 3º, de fato, encerra as normas aplicáveis exclusivamente ao processo de voto múltiplo, enquanto que o parágrafo 4º introduz aquelas relativas exclusivamente à eleição em separado. Essa circunstância poderia explicar as expressões “demais membros” e “de todo o conselho”, as quais, por essa interpretação, referir-se-iam apenas aos “demais membros eleitos pelo processo de voto múltiplo” ou “a todo conselho, desde que a integralidade de seus membros tenha sido eleita pelo processo de voto múltiplo”¹⁴⁴.

Dúvidas semelhantes podem surgir justamente com, por exemplo, a venda da posição acionária detida por um fundo de investimento que elegeu um membro em separado para o conselho de administração, ainda no cumprimento de seu mandato.

O membro, nesse caso, deveria renunciar? A resposta é negativa e não há com efeito nenhuma exigência nesse sentido na lei.

A companhia, nesse caso, seria obrigada a convocar nova eleição para o membro em separado? Também parece não haver sentido, nem mesmo previsão legal, para essa obrigatoriedade. É claro que os acionistas remanescentes ou um novo fundo que tenha

¹⁴⁴ Cf., sobre esse tema, voto do relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, acompanhado pelo Colegiado da CVM, em consulta realizada pela Ultrapar (Reg. N.º 3649/02), registrado em reunião do Colegiado de 16 de abril de 2002: “(...) Esclareço, ainda, que os conselheiros que tiverem sido eleitos pela votação em separado estarão fora do regime da destituição vigente quando a eleição é feita pelo regime de voto múltiplo, hipótese em que a destituição de um conselheiro representa a queda do conselho inteiro e, bem assim, a vacância de um membro do conselho (art. 141, parágrafo 3º). Como diz o novo parágrafo 4º, a sua destituição somente poderá ocorrer por votação igualmente em separado, criando um liame – muitas vezes criticado pelos minoritários quando se trata do acionista controlador – entre os acionistas minoritários e o conselheiro por eles eleito, pois que o poder de vida e morte de seu mandato dependerá da assembléia destes acionistas. (...)”

adquirido todo o bloco de ações do fundo de investimento que se retirou poderiam solicitar a convocação de assembleia geral com esse intuito. A companhia poderia atender ao pedido, mas não estaria obrigada a tanto. Restaria aos acionistas remanescentes, ou ao novo fundo de investimentos se valerem do previsto no art. 123, c, para convocarem nova assembleia geral.

O problema é que esse mesmo mecanismo pode ser utilizado sempre que acionistas representativos se alternarem na posição de maior acionista minoritário. Ou seja, sempre que, por exemplo, um fundo de investimento com participação relevante superar em número de ações outro fundo de investimento com participação relevante, a companhia pode se ver às voltas com os custos e instabilidades decorrentes da convocação e realização de uma nova assembleia, tantas vezes quanto isso ocorrer durante o mandato dos membros do conselho de administração.

O texto do *caput* do parágrafo 4º do art. 141 parece corroborar essa possibilidade ao estabelecer que os acionistas que atenderem aos requisitos ali estabelecidos terão o direito de “eleger e destituir” um membro do conselho de administração, em eleição em separado. Esse seria o fundamento para o pedido de convocação de assembleia geral, para a destituição do membro eleito em separado e nova eleição, com base na faculdade prevista no art. 123, c.

É, sem dúvida, uma brecha que pode levar a custos e dificuldades práticas para a administração da companhia. Uma forma de evitar essa situação seria defender que apenas o grupo de acionistas que elegeu o conselheiro de administração em separado poderia destituí-lo e que outros acionistas minoritários deveriam aguardar o encerramento do mandato para promover nova eleição. Mas esse raciocínio não faria sentido diante da norma geral de destituição de administradores, e de votação nas companhias, que em regra delega o poder decisório a um quorum despersonalizado, independentemente dos acionistas que o compõem.

Ainda com relação à eleição em separado, nada impede que determinado acionista minoritário ou grupo de acionistas minoritários elejam mais de um membro do conselho de administração valendo-se em conjunto do processo de voto múltiplo e da faculdade prevista no art. 141, § 4º, I. Sem a utilização do processo de voto múltiplo, no entanto, e

com base exclusivamente no art. 141, § 4º, I, os acionistas minoritários detentores de ações com direito de voto poderão eleger um único membro do conselho de administração, ainda que coexistam na companhia mais de um acionista ou mais de um grupo de acionistas detentores de 15% ou mais das ações com direito de voto.

Já no caso dos acionistas detentores de ações sem direito de voto ou com seu exercício restrito, que por definição não participam do processo de voto múltiplo, não poderão compor o conjunto de eleitores para a votação em separado prevista no art. 141, § 4º, II, os acionistas detentores de ações preferenciais de classes que, com base no art. 18, tiverem já assegurado estatutariamente o direito de eleição de um membro do conselho de administração em separado.

Em qualquer situação, a regra do parágrafo 7º do art. 141 deverá ser observada, mesmo que, para tanto, seja necessário o preenchimento de uma vaga adicional do conselho de administração, ultrapassando o limite de cargos previstos no estatuto social.

Também com relação ao art. 141, §§ 4º e 5º, em caso de renúncia ou vacância do conselheiro de administração eleito em separado, e não havendo suplente que ocupe o cargo vago, aplica-se o disposto no art. 150. O risco da renúncia ou vacância do conselheiro eleito em separado deve correr por conta de quem o elegeu. Mais uma vez, nada impede que a companhia, por espontânea vontade, convoque nova assembleia para preenchimento do cargo ou que os acionistas minoritários a requeiram, com fundamento no art. 123, c, combinado com o art. 141, § 4º.

O art. 161 disciplina mecanismo semelhante para o preenchimento dos cargos do conselho fiscal.

Em seu parágrafo 4º, a, a lei assegura aos acionistas titulares de ações preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito a eleição em separado de um membro do conselho fiscal e seu suplente, independentemente da representatividade dos preferencialistas no capital social; assegura também o mesmo direito aos acionistas minoritários titulares de ações ordinárias, desde que as ações ordinárias detidas por não controladores representem ao menos 10% do total das ações com direito a voto.

No caso dos acionistas ordinaristas, é importante ressaltar que, ao contrário do que ocorre com o art. 141, § 4º, acionistas titulares de 10% do capital social não precisam estar presentes à assembleia. Basta que esse grupo de acionistas represente ao menos 10% da totalidade das ações com direito de voto, que o conselho fiscal seja permanente ou sua instalação tenha sido requerida na forma do parágrafo 2º do art. 161 e que ao menos um acionista minoritário esteja presente, ainda que representado, e vote pela eleição de um conselheiro fiscal e seu suplente na assembleia geral¹⁴⁵.

Os arts. 239 e 240 ampliam ainda mais o direito à representatividade das minorias, ao estabelecer a obrigatoriedade da existência de conselho de administração em sociedade de economia mista, ainda que fechada, e ao garantir aos acionistas minoritários, independentemente de participação societária, o direito de eleger em separado um membro do conselho de administração e um membro do conselho fiscal.

No art. 239, o legislador utilizou a expressão “minoría”, o que leva a dúvidas com relação ao grupo de acionistas ao qual o dispositivo se dirige. A linguagem utilizada pelo art. 141 leva à conclusão de que acionistas ordinaristas e preferencialistas, em conjunto, desde que minoritários, teriam o direito à eleição em separado de um único membro.

É esse ao menos o sentido dado ao conceito de minoritário pelos arts. 109, § 3º, 117, 202, § 1º, 215, § 2º, e 254-A, 4º, da lei. Nesses dispositivos, acionistas minoritários são os acionistas não controladores, ordinaristas ou preferencialistas.

Não deixa de ser verdade, de outro lado, que a lei, em princípio paradoxalmente, utiliza o conceito de minoritários para designar os ordinaristas não controladores (ou aqueles em conjunto com preferencialistas que possuam direito integral ao voto), em contraposição aos preferencialistas não controladores (ou detentores de ações preferenciais sem direito de voto ou com esse direito restrito). Isso ocorre de maneira expressa no art. 161, § 4º, a, embora não ocorra no art. 141, § 4º.

¹⁴⁵ Cf. a decisão do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, de 06 de maio de 2008, reafirmada em 23 de setembro de 2008, em resposta à consulta formulada pela Aços Villares, que solicitou a interpretação da autarquia a respeito do art. 161, § 4º, da Lei das Sociedades por Ações (RJ-2007-11086).

Como o art. 239 foi inserido na lei com o propósito de ampliar as hipóteses de representatividade no conselho de administração, e diante da ambiguidade gerada pelo texto da lei, o mais correto é a extensão da faculdade da eleição de um membro em separado, nas sociedades de economia mista, a qualquer espécie de acionista minoritário, ordinarista ou preferencialista¹⁴⁶.

Pelo art. 141, § 4º, os ordinaristas possuem esse direito apenas nas companhias abertas e se detiverem ao menos 15% do total das ações com direito de voto. Os preferencialistas possuem o mesmo direito, igualmente nas companhias abertas, se o grupo eleitor representar pelo menos 10% do capital social.

¹⁴⁶ É fato também que, ao menos para os fins da aplicação dos direitos de eleição em separado previstos na lei societária, a interpretação mais comum, principalmente por parte da Comissão de Valores Mobiliários, é a de que o termo “minoritários” aplica-se aos acionistas não controladores titulares de ações ordinárias, equanto que os titulares de ações preferenciais estão adstritos, destacadamente, ao grupo de “preferencialistas”. Essa distinção, ainda que não seja tecnicamente completa e precisa, é relativamente coerente com a função dos dispositivos legais a que se refere e é didática para a sua interpretação. A conclusão a respeito do art. 249, no entanto, não se altera. A esse respeito, o OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº 01/2013 dispõe que: “6.1.5. Eleição de membros do Conselho de Administração. A Lei nº 6.404/76 prevê que os acionistas não controladores poderão eleger membros para o conselho de administração por meio: a) do processo de voto múltiplo previsto no *caput* do artigo 141; e b) do mecanismo de eleição em separado previsto no parágrafo 4º do artigo 141, no qual poderão eleger um membro e seu suplente a maioria dos titulares, excluído o acionista controlador: (i) de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e (ii) de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social. O artigo 239 da Lei nº 6.404/76 assegura ainda à minoria o direito de eleger um dos membros do conselho de administração, se maior número não lhes couber pelo processo de voto múltiplo, nas sociedades de economia mista. O objetivo da introdução do mecanismo de votação em separado para a eleição de representantes dos acionistas preferencialistas e minoritários nos conselhos fiscal e de administração tem como objetivo tornar o órgão efetivamente representativo, o que contribui para a boa governança das companhias abertas. Por esse motivo, a SEP entende que a interpretação que a CVM vem fazendo no Parecer de Orientação CVM nº 19/90 e em processos sancionadores em relação à participação na eleição em separado prevista no artigo 161, parágrafo 4º, da Lei nº 6.404/76 (vide item 6.1.4), também se aplica à eleição em separado do artigo 141, parágrafos 4º e 5º, da Lei nº 6.404/76, bem como ao artigo 239 dessa Lei. A prerrogativa de eleição de membros do conselho de administração estabelecida nesses dispositivos pertence a acionistas minoritários ou preferencialistas cuja vontade não pode ser determinada, de forma direta ou indireta, pelo acionista controlador ou por entidades em que ele, direta ou indiretamente, exerça influência determinante. A SEP compreende que o entendimento firmado no voto do Presidente-Relator Marcelo Trindade no PAS CVM nº 07/05 (vide item 6.1.4) também se aplica nas eleições de membros para o conselho de administração de que tratam os artigos 141, parágrafos 4º e 5º, e 239 da Lei nº 6.404/76. Na análise da existência de influência determinante do controlador sobre os demais acionistas da companhia, será levada em conta, principalmente, a estrutura de governança de cada acionista. Ressalta-se que na reunião realizada em 11/04/2006, o Colegiado da CVM deliberou manter a interpretação do artigo 141, parágrafo 5º, da Lei nº 6.404/76 dada na reunião de 08/11/2005 (ambas disponíveis na página da CVM), resumida a seguir. Nos casos em que a companhia somente tenha emitido ações com direito a voto, terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do Conselho de Administração, em votação em separado na assembleia geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares que detenham pelo menos 10% do total de ações com direito a voto”. Já o Parecer de Orientação CVM nº 19/90, a respeito da inteligência do art. 161, § 4º, “a”, registra que “[f]oi objetivando tornar tal órgão verdadeiramente representativo que a lei facultou aos acionistas portadores de ações preferenciais eleger, separadamente, um representante e seu suplente, faculdade esta também existente para os acionistas minoritários portadores de ações com direito a voto”. Ver ainda notícia da edição de 20 de março de 2013 do jornal Valor Econômico, p. B6.

Ora, não faz sentido reduzir para uma ação a participação mínima necessária para assegurar a representatividade para os ordinaristas, sem fazê-lo para os preferencialistas. O mais razoável é interpretar o art. 239 como um mecanismo que assegura aos minoritários preferencialistas e aos minoritários ordinaristas o direito de eleger, em conjunto, um membro do conselho de administração.

Se algum desses grupos, ou ambos, já tiver sua representatividade assegurada por outro meio, seja ele o art. 18, *caput*, o art. 141, § 4º, I ou II, o art. 141, § 5º, o processo de voto múltiplo, ou qualquer outro, mesmo que estatutário, então deixa de ser necessário o recurso ao art. 239, que não se cumulará com os demais meios. Se os minoritários, de outro lado, não lograram atingir os requisitos necessários para a eleição em separado, impostos pelos demais meios disponíveis, então o art. 239, nas sociedades de economia mista, assegurará a representatividade dos minoritários.

Essa interpretação, além de lógica e de não acarretar qualquer prejuízo ao mecanismo societário, é corroborada pela redação do art. 240. Neste dispositivo subsequente, o legislador diferenciou expressamente as “ações ordinárias minoritárias” das “ações preferenciais”. Se assim não o fez também no art. 239, é, provavelmente, porque não queria ver distinguidos minoritários ordinaristas dos minoritários preferencialistas.

O art. 240, a propósito, assegura a eleição em separado de um membro do conselho fiscal e seu suplente para os minoritários ordinaristas, e de outro membro, para os minoritários preferencialistas. Aqui poderia ter sido feita a distinção entre ações com direito de voto e ações sem direito de voto ou com seu exercício restrito. Mas a lei não o fez, de forma que cabe às ações preferenciais a eleição de um membro do conselho fiscal ainda que possuam direito integral ao voto.

O art. 277, em seu turno, replica as mesmas ideias dos dispositivos tratados acima para o caso de sociedade filiada a grupo de sociedades.

Para as companhias abertas, a lei, em seu art. 291, *caput*, outorgou ainda à Comissão de Valores Mobiliários, prevendo a possibilidade de dispersão acionária em algumas sociedades, e levando em consideração os custos de coordenação para os acionistas

minoritários, bem como seus efeitos para o funcionamento dos mecanismos de monitoramento sobre o controlador e o administrador, o poder de reduzir as participações mínimas estabelecidas no art. 105, na alínea c do parágrafo único do art. 123, no *caput* do art. 141, no parágrafo 1º do art. 157, no parágrafo 4º do art. 159, no parágrafo 2º do art. 161, no parágrafo 6º do art. 163, na alínea a do parágrafo 1º do art. 246, e no art. 277. A Comissão de Valores Mobiliários preencheu parcialmente o poder a ela delegado por meio da Instrução CVM n.º 324, de 19 de janeiro de 2000, que estabelece uma escala de redução para a participação mínima exigida para o pedido de instalação do conselho fiscal, na forma do art. 161, § 2º.

A lei, no entanto, não outorgou à autarquia o poder de reduzir as participações mínimas exigidas pelo art. 141, § 4º, e pelo art. 161, § 4º.

Em qualquer hipótese de eleição de conselheiro de administração ou fiscal em separado, a lógica societária, a lei e os precedentes são unânimes em decretar que a atuação do membro eleito deve ser imparcial, em linha com o interesse social e independente em relação ao grupo de acionistas que o elegeu¹⁴⁷.

7.2 Voto múltiplo

O mecanismo de voto múltiplo, disciplinado no art. 141, especialmente *caput* e §§ 1º a 3º, é a ferramenta da lei societária por excelência designada para assegurar a representatividade dos acionistas na administração da companhia¹⁴⁸.

Trata-se de mecanismo reservado aos acionistas detentores de ações com direito de voto irrestrito, independentemente se controladores ou não. Pelas regras do voto múltiplo, não se assegura o direito de eleição a nenhum grupo específico de acionistas, permitindo, ao contrário que todos os acionistas participem e se coordenem para disputar, proporcionalmente às participações sociais detidas, as vagas no conselho de administração.

¹⁴⁷ cf. processo CVM RJ2011/3665.

¹⁴⁸ Cf., sobre o assunto, FRONTINI, Paulo Salvador, *Sociedade anônima: a questão do voto múltiplo*, in *RDM*, n. 113, 1999, pp. 68 e ss.; CARVALHOSA, Modesto, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 3, ed. 4, Saraiva, São Paulo, 2009, pp. 100 e ss.; e LACERDA, J. C. Sampaio de, *Comentários à lei das sociedades anônimas*, v. 3, Saraiva, São Paulo, 1978, pp. 149 e ss..

A única ressalva é a disposição do parágrafo 7º do art. 141, a qual garante ao acionista detentor de mais do que 50% das ações com direito de voto, o direito de eleger a maioria dos membros do órgão.

A existência do mecanismo de voto múltiplo não legitima eventual pretensão de acionistas minoritários de obrigarem a companhia a criar um conselho de administração se este, tratando-se de companhia fechada, é inexistente. Embora essa potencial alegação não seja destituída de alguma justiça, é fato que, ao aderir ao estatuto social daquela companhia, o acionista já estava ciente da inexistência do conselho de administração. Não é razoável obrigar a companhia a arcar com os custos da criação de um conselho de administração nessa hipótese, se a lei assim não o exige expressamente.

Analogamente, o processo de voto múltiplo também não pode ser aplicado à eleição de diretores, mesmo em sociedades que não contam com conselho de administração. O argumento acima vale para este caso também. Além disso, a doutrina nacional costuma responder ao tema argumentando que a diretoria é um órgão executivo, não colegiado em seus atos de representação da sociedade, que não comportaria eficazmente fragmentações decorrentes da representatividade em seus atos.

O argumento da representação é válido, mas não exauriente, uma vez que são bastante comuns arranjos privados, via acordo de acionistas, por exemplo, que asseguram a indicação de diretores diversos por grupos diversos de acionistas, com interesses diversos na companhia. Nem por isso esses arranjos são inválidos ou ineficazes.

O fato é que a lei prevê que o mecanismo de voto múltiplo é aplicável à eleição do conselho de administração e não prevê sua aplicabilidade para a eleição de diretores.

A aplicação do processo de voto múltiplo à eleição dos diretores foi aventada pelo projeto de lei que resultou na Lei n.º 10.303/01. A nova redação do *caput* do art. 143, que propunha a aplicação das regras do art. 141 para a eleição dos diretores, foi vetado pelo Presidente da República¹⁴⁹.

¹⁴⁹ Mensagem de Veto n.º 1.213, de 31 de outubro de 2001. “Art. 143. A diretoria será composta por 2 (dois) ou mais diretores, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração, ou, se inexistente, pela assembleia-geral na qual aplicar-se-á o disposto no art. 141 desta Lei, devendo o estatuto

Finalmente, sobre a forma de utilização do voto múltiplo, à luz das discussões havidas em itens anteriores sobre a evolução do mercado societário brasileiro, é de se notar que a lei não obriga que o acionista aloque seus votos da forma mais eficiente para a eleição de um membro para o conselho de administração. A validade da utilização do voto múltiplo não está condicionada ao direcionamento do voto à eleição de um conselheiro ou de um conselheiro a mais para si. Os acionistas podem distribuir seus votos de acordo com outros interesses, menos polarizados, dividindo seus votos em chapas diversas, abrindo mão de parte dos votos e assim por diante. São situações reais, que podem se tornar ainda mais comuns na medida em que as companhias brasileiras deixem de ter apenas um controlador e um grupo de minoritários e passem a ter blocos de minoritários com participações significativas e efetiva interferência política na sociedade.

7.3 Representação sindical (art. 140, § único)

O parágrafo único do art. 140, de inspiração na lei societária alemã, prevê a possibilidade de o estatuto social reservar um posto no conselho de administração para representante eleito por voto dos empregados¹⁵⁰.

estabelecer: (...)” Razões do veto: “A regra, ao mandar aplicar o disposto no artigo 141 à diretoria, está criando situação inusitada que, certamente, causará danos às companhias fechadas. Com efeito, o sistema de voto múltiplo, aplicável ao Conselho de Administração, como formulador da política geral de negócios da companhia, é justificável; contudo, não o é no âmbito da Diretoria, a quem cabe a função executiva, com responsabilidade de ações concretas para implementar o objeto da companhia, devendo, por isso, ser composta por profissionais do mercado, cabendo a nomeação ao Conselho de Administração, ou, se inexistente, à assembléia geral, devendo vigorar o sistema de voto simples, com o quorum ordinário previsto na lei. Pelos mesmos motivos não se justifica a lei prever a possibilidade de titulares de ações preferenciais não votantes nomearem diretores, direito que deve estar reservado aos titulares de ações com direito a voto, que podem ser responsabilizados pelos destinos da companhia e com os riscos do eventual fracasso da implementação da estratégia empresarial”.

¹⁵⁰ Cf. DAVIES, Paul L., *A note on labour and corporate governance in the u.k.*, in HOPT, Klaus J., KANDA, Hideki, ROE, Mark J., WYMEERSCH, Eddy, PRIGGE, S. (coord.), *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Clarendon Press, Oxford, 1998, pp. 373 e ss.; GERUM, Elma, WAGNER, Helmut, *Economics of labor co-determination in view of corporate governance*, in HOPT, Klaus J., KANDA, Hideki, ROE, Mark J., WYMEERSCH, Eddy, PRIGGE, S. (coord.), *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Clarendon Press, Oxford, 1998, pp. 341 e ss.; GORDON, Jeffrey N., *Employee stock ownership in economic transitions: the case of united airlines*, in HOPT, Klaus J., KANDA, Hideki, ROE, Mark J., WYMEERSCH, Eddy, PRIGGE, S. (coord.), *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Clarendon Press, Oxford, 1998, pp. 387 e ss.; e ROE, Mark J., *German co-determination and german securities markets*, in HOPT, Klaus J., KANDA, Hideki, ROE, Mark J., WYMEERSCH, Eddy, PRIGGE, S. (coord.), *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Clarendon Press, Oxford, 1998, pp. 361 e ss..

A eleição do representante dos empregados não precisa ocorrer necessariamente em assembleia geral, assim como os empregados não precisam evidentemente ser acionistas. Se o forem, poderão votar também no preenchimento dos demais cargos do conselho de administração, na forma da lei.

Da mesma forma, os empregados que não forem acionistas não adquirem o direito de participar da assembleia geral em razão da faculdade prevista no parágrafo único do art. 140.

Ainda que não previsto expressamente na lei, não há razão para se impedir que o estatuto social preveja a participação representativa, nos mesmos moldes daquela assegurada aos empregados, também a outros grupos de agentes de alguma forma associados ao interesse social, como fornecedores, clientes e bancos, sempre levadas em consideração ressalvas de proteção às atividades da companhia, relacionadas a conflito de interesses, confidencialidade, entre outras.

8. Direito de voto e operações entre empresas relacionadas

Outra importante fonte recorrente de potenciais abusos do direito de voto, pela maioria ou pelo controlador, são as operações entre empresas relacionadas, principalmente entre empresa controladora e sua controlada. O adequado exercício do direito de voto e a adequada representação, nesses casos, são fundamentais para a proteção geral dos interesses dos acionistas e das sociedades envolvidas¹⁵¹.

Por dispor do poder de decisão nas duas pontas da operação, o controlador da empresa controladora possui grande margem para desenhar operações que o beneficiem em prejuízo

¹⁵¹ A respeito do exercício do voto por sociedades controladoras em sociedades controladas, ver, por exemplo, MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Empresa contemporânea e direito societário - poder de controle e grupos de sociedades*, São Paulo, Juarez de Oliveira, 2002; ANTUNES, José Augusto Quelhas Lima Engrácia, *Os direitos dos sócios da sociedade-mãe na formação e direcção dos grupos societários*, Universidade Católica Portuguesa, Porto, 1994; COMPARATO, Fábio Konder, *Abuso de controle em grupo societário de fato: remédio jurídico cabível*, in *Direito empresarial: estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 292 e ss.; COMPARATO, Fábio Konder, *Grupo societário fundado em controle contratual e abuso de poder do controlador*, in *Direito empresarial: estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 270 e ss.; BOITEUX, Fernando Netto, *Responsabilidade civil do acionista controlador e da sociedade controladora*, Forense, Rio de Janeiro, 1988; LAMY FILHO, Alfredo, *Sociedades associadas - exercício de voto em assembléias gerais - conflito de interesses - a prevalência do interesse social*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 309 e ss..

dos acionistas minoritários de qualquer das sociedades envolvidas, especialmente, mas não apenas por meio da determinação de relações de troca entre ações de ambas as sociedades no caso de fusão ou incorporação, inclusive de ações.

As regras de conflito de interesse, estudadas em itens anteriores, devem ser ressaltadas nesses casos, em que o potencial de abuso é premente.

As recomendações para que se afastem os riscos de abuso, ou mesmo que se evitem eventuais presunções, legais ou não, são aquelas relacionadas à criação de comitês independentes em todas as sociedades envolvidas, para a avaliação justa e negociação efetiva da operação, critérios objetivos para determinação dos parâmetros da operação, inclusive a relação de troca de ações e o impedimento ou abstenção de voto por parte do controlador.

Outras medidas, mais drásticas, envolvem a inversão do ônus da prova da legalidade da operação, que passa a ser do controlador, e o estabelecimento de presunção absoluta ou relativa, legal, regulatória ou autorregulatória, objetiva ou parcial, da ilegalidade da operação, a menos que determinados requisitos sejam atendidos.

É exatamente o que fez o Parecer de Orientação CVM n.º 35, de 1º de setembro de 2008.

O referido parecer funciona como uma *safe harbour*, estabelecendo parâmetros que, embora não obrigatórios, se seguidos, conferem a presunção de legalidade da operação. No caso do Parecer de Orientação CVM n.º 35, as recomendações principais são justamente a criação de comitês independentes e a submissão da operação a votação da qual não participe o controlador¹⁵².

9. Direito de voto nas empresas em recuperação judicial

¹⁵² Ver, a esse respeito, o processo CVM n.º RJ 2009/13179, envolvendo a Tractebel, já citado anteriormente.

O processo de recuperação judicial, na forma como disciplinado pela Lei n.º 11.101/05, trouxe os credores para muito mais perto das decisões administrativas da recuperanda do que o que ocorria com a antiga concordata.

Os meios de recuperação listados, não exaustivamente, pelo art. 50 daquela lei deixam clara a intersecção entre os poderes da assembleia geral de credores e as prerrogativas da assembleia dos sócios, aproximando a capacidade de ingerência dos credores de decisões tipicamente societárias, entre elas, por exemplo, operações de fusão, cisão e incorporação, eleição de administradores, alienação de ativos, emissão de valores mobiliários, entre outras.

A situação econômico-financeira da sociedade em recuperação judicial e o estado especial em que a lei insere essa sociedade, em consequência, legitimam uma quebra drástica nos limites de interferência de agentes externos à sociedade, o que sem dúvida tem seus efeitos para a disciplina do voto no direito societário.

Essa quebra, com efeito, tanto é justificada no próprio interesse da sociedade, que tem no processo de recuperação judicial uma alternativa à falência, como não deixa de decorrer em alguma medida de decisão inserida no campo de responsabilidades dos administradores e discricionariedade dos sócios da sociedade.

A assembleia geral dos acionistas pode, portanto, não dar cumprimento ao plano de recuperação aprovado pelos credores, mas as consequências dessa decisão, entre elas a falência da sociedade (arts. 61, § 1º, e 62, da Lei n.º 11.101/05), serão assumidas pelos acionistas que votaram nesse sentido e ou os administradores, conforme o caso, de acordo com as regras tradicionais de responsabilidade associadas ao poder de voto, às responsabilidades e aos deveres dos acionistas e administradores.

Ou seja, dizer que a assembleia geral dos acionistas está obrigada a seguir o quanto decidido na assembleia geral de credores não seria correto e consistiria em afirmação sem lastro expresso em disposição legal.

Da mesma forma, não seria preciso afirmar que a assembleia geral dos sócios sempre dará cumprimento ao plano de recuperação judicial, pois apenas assim atuará em alinhamento com o interesse social.

Ora, é certamente raro, mas não impossível, que a assembleia de sócios identifique no cumprimento do plano de recuperação judicial algum ponto que desatenda o interesse social e que, portanto, deva ser revisto pelos credores, tendo, para tanto, que ser provisoriamente negado pela assembleia dos sócios.

A conclusão é importante uma vez que elimina a implementação na prática de regras inexistentes que submetam a assembleia dos sócios à assembleia dos credores, mantendo-se bem distinguido o caráter contratual do plano de credores, bem como o modelo da lei societária para as responsabilidades, deveres e discricionariedade dos sócios e administradores.

*

CAPÍTULO II. – EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO

Parte A: Assembleias gerais

1. Introdução

O direito de voto é exercido, essencialmente, durante ou por ocasião das assembleias gerais de acionistas. Neste capítulo, será analisado todo o processo que envolve as assembleias gerais, detalhando-se tudo aquilo que legislativamente foi desenhado para proteger o direito de voto, assim como todos os potenciais obstáculos que na prática podem se impor ao seu exercício¹⁵³.

Tratar de assembleia geral dos acionistas, ou de assembleia especial dos detentores de determinados títulos emitidos pela companhia, significa enfrentar o momento exato da colisão entre a teoria societária e o mundo real, onde aquela deve atuar. É na assembleia que se testa a legitimidade e eficácia da lei escrita; é na assembleia que se verifica se direitos garantidos pela lei são realmente assegurados; é na assembleia que se constata se o reequilíbrio de forças pretendido pelo legislador se sustenta concretamente.

A assembleia é o resultado de uma concentração de procedimentos formais que buscam refletir e traduzir em rotinas determinadas os direitos principiológicos dos acionistas. Assim, as regras sobre sua convocação, disponibilização de documentos e condução, bem como as regras sobre quorum, instalação, votação, registro e publicação, entre outras, constituem especificações dos direitos de informação, coadministração e participação nos lucros, essenciais ao estado de sócio.

¹⁵³ A respeito da estrutura jurídica da assembleias gerais, cf., de modo amostral, CIVERRA, Enrico, *L'assemblea dei soci nelle società di capitali: delibere e invalidità*, Giuffrè, Milão, 2011; CHIANTI, Antonietta, *L'ostruzionismo nell'assemblea delle società per azioni*, Giuffrè, Milão, 2000; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Conflito de interesses nas assembleias de s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1993; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidez das deliberações de assembleias das s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1999; SACCHI, Roberto, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – profili procedurali*, in *Il diritto attuale*, n. 9, Utet, Torino, 1990; ESTACA, José Nuno Marques, *O interesse da sociedade nas deliberações sociais*, Almedina, Coimbra, 2003.

Ao mesmo tempo, o excesso de formalismo não pode se transformar em dificuldade para a gestão da companhia, atrapalhar o próprio exercício de direitos pelos acionistas, ou ainda, competir em importância com as deliberações em si a serem tomadas. A regra é a livre interação entre acionistas e administradores, baseadas em seus conhecimentos e interesses específicos a respeito do negócio, sem que haja, ou havendo, que seja mínima, intervenção do Estado no mérito das discussões e decisões. As formalidades existem para garantir que essa interação seja equilibrada e informada.

Além disso, é preciso reconhecer que a interação física, ou seja, a assembleia como reunião presencial entre acionistas, administradores e outros personagens da vida societária, ainda confunde-se com os próprios procedimentos determinados na lei. Daí a razão da existência de regras como a obrigatoriedade de que a assembleia ocorra no edifício em que se localiza a sede social, salvo motivo de força maior, e sempre na localidade da sede (art. 124, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações).

Isso ocorre, no entanto, por uma mera questão de tecnologia até aqui disponível e dos costumes, que não deixam de ser uma função daquela. É, de fato, muito recente a possibilidade de se dispensar o relacionamento presencial para a realização de qualquer reunião.

Em outras palavras, as regras relacionadas às assembleias encerram, em sua maioria, regras associadas às reuniões presenciais e isso ocorre por mero acaso evolucionário. Os comandos que as referidas regras carregam estão, no entanto, ligados a direitos que definitivamente independem da forma de realização da assembleia, ou mesmo, por extremo que possa parecer, da própria realização da assembleia.

A análise a respeito das regras e procedimentos para a realização da assembleia serve a este estudo, portanto, não apenas para que sejam avaliados na realidade presente das companhias, mas também para que sejam expostos - e testados - às novas formas de sua utilização, a partir de agora viabilizadas pelas novas tecnologias e comportamentos da era que se iniciou.

2. Características

É na assembleia geral que se confrontam os interesses internos de cada um dos agentes que convivem dentro da estrutura societária, ou a influenciam diretamente, e que se conforma a vontade una da entidade.

Dentro da organização prevista pela lei para o funcionamento das companhias, a assembleia assume o posto de órgão deliberante final e superior às unidades de mera administração.

Trata-se de órgão da sociedade. Não é, portanto, a mera reunião dos acionistas; não se confunde, igualmente, com a própria sociedade¹⁵⁴.

Existe juridicamente de modo contínuo; materializa-se, no entanto, nas oportunidades próprias¹⁵⁵. É sempre assembleia em suas funções e formas; os agentes que a compõem em cada uma dessas oportunidades variam, no entanto, sem que deixe de ser assembleia¹⁵⁶.

A assembleia dos acionistas, uma vez materializada, ganha vida com a interação entre os direitos, obrigações, deveres e manifestações dos agentes que a compõem, em relações caracterizadas como *endo-assembleares*¹⁵⁷. A vontade social, que resulta dessas interações, por meio do processo estabelecido na lei, pode então produzir efeitos que se projetam *extra-assemblearmente*, ainda dentro da entidade societária ou mesmo para fora dela, como ocorre, por exemplo, com a eleição de administradores, a aprovação das contas também dos administradores, uma fusão ou incorporação, entre outros atos.

¹⁵⁴ “[a sociedade] è qualcosa di più dell’assemblea e l’assemblea è qualcosa de meno della società”. (MESSINEO, Francesco, *Su taluni aspetti strutturali e funzionali dell’assemblea degli azionisti*, in *Nuovi studi di diritto delle società*, sem editora, Milão, 1961, pp. 213 e ss., p. 215).

¹⁵⁵ O Prof. Bulgarelli, sobre a intermitência da assembleia, não obstante ser uma realidade jurídica indiscutível, define o fenômeno como “momentâneo na sua afirmação concreta, embora permanente na sua conformação teórica” (BULGARELLI, Waldirio, *Deliberar não deliberar é deliberar?*, in *Questões de direito societário*, RT, São Paulo, pp. 81 e ss., p. 89).

¹⁵⁶ Cf. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidez das deliberações de assembleias das s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1999, p. 33.

¹⁵⁷ “A assembleia geral, portanto, sobre ter um funcionamento saltuário, é *instável* na sua estrutura. Essa instabilidade, nada obstante, não a priva de *identidade*, sob o aspecto jurídico. É a assembleia, desse modo, no dizer do ilustre jurista que vimos citando, *altera et una*: altera porque, na maioria dos casos, não é igual a si mesma, quanto à sua composição; *una* porque o complexo dos sócios que, em determinado momento, a compõem, uma vez tendo sido respeitadas as formalidades legais (convocação, *quorum* de instalação etc.), corresponde à *noção jurídica* de assembleia, independentemente de quem sejam, em concreto, os seus participantes”. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidez das deliberações de assembleias das s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1999, p. 33.

A reunião dos acionistas, convocada, instalada e conduzida de acordo com estritas formalidades previstas em lei torna-se assembleia. E essas formalidades refletem a importância significativa da assembleia, dada pela lei, no contexto em que historicamente, e até aqui, desenvolveram-se as relações societárias, como oportunidade presencial máxima e última de exercício dos direitos dos acionistas e decisão a respeito da condução das atividades da sociedade.

O art. 121 da Lei das Sociedades por Ações, em seu *caput*, constitui de poderes plenos, expressamente, apenas a assembleia que seja convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto. Cumpridos esses requisitos, a assembleia, por força do mesmo dispositivo, goza de poderes absolutos para “decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar conveniente à sua defesa e desenvolvimento”.

Se de um lado a assembleia é capaz de deliberar e decidir a respeito de qualquer assunto que interesse à sociedade, mesmo que se trate de assunto delegável ou delegado pela lei ou pelo estatuto social a outros órgãos, de outro lado, há temas que competem privativamente à assembleia.

Pelo seu significado fundamental à base do contrato de sociedade, os temas elencados, exaustivamente, no art. 122 da Lei das Sociedades por Ações, tais como a alteração do estatuto social, podem ser decididos exclusivamente pela assembleia geral.

A Lei das Sociedades por Ações define em seu art. 131 dois tipos de assembleia geral: a ordinária, anual, que delibera exclusivamente sobre as matérias indicadas no art. 132, e a extraordinária, sem periodicidade determinada, com poderes residuais de deliberação.

A assembleia geral dos acionistas, por fim, não se confunde, embora evidentemente se assemelhe, à assembleia de constituição da companhia, ou de subscritores, ou ainda às assembleias especiais de debenturistas ou preferencialistas.

3. Convocação

Se a lei caracteriza a realização da assembleia geral de acionistas como o epicentro do exercício, cumprimento e difusão dos direitos, deveres e obrigações dos acionistas, e dos demais agentes que coexistem na organização, a convocação para a assembleia é tema proporcionalmente fundamental para a normatização societária¹⁵⁸.

Não à toa, o art. 109, que trata dos direitos essenciais dos acionistas, em seu § 2º, determina que “[o]s meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembleia geral”.

A importância dada aos procedimentos de convocação da assembleia reflete não apenas o significado da própria assembleia para a vida da companhia, como também - e mais uma vez insiste-se nesse ponto - reflete o significado primordial que a Lei das Sociedades por Ações confere aos procedimentos concretos e presenciais nas rotinas societárias.

Como a tecnologia disponível até recentemente, bem como os costumes associados ao nível de tecnologia à disposição, não permitiam se imaginar até aqui meios eficazes de divulgação simples, barata, contínua e completa de informações, é natural que os procedimentos previstos pela lei, e desde sempre replicados na prática, tendessem à concentração das interações entre os componentes da sociedade em eventos pontuais, formais, que se materializassem e se desmaterializem de acordo com as necessidades da sociedade, inclusive para fins de redução de custos.

É nesse cenário, conseqüentemente, que a forma da convocação assume importância fundamental. Nesse cenário igualmente, e por essa razão, que a violação ao estrito procedimento de convocação da assembleia é vício dos mais graves na estrutura normativa

¹⁵⁸ Para discussões pontuais a respeito do tema, ver, por exemplo, GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Convocação de assembléia geral por acionista*, in *RDM*, n. 41, 1981, pp. 153 e ss.; FREITAS, Ricardo de Santos, *Sociedade anônima - empresa de radiodifusão e telecomunicação - exigência do órgão público fiscalizador - comprovação da nacionalidade brasileira dos acionistas - deliberação assemblear de venda das ações que não atenderam à convocação - ilegalidade*, in *RDM*, n. 104, 1996, pp. 127 e ss.; MORAES, Mauro Delphim de, *Incorporação - omissão no edital de convocação para assembléia geral extraordinária*, in *RDM*, n. 40, 1980, pp. 119 e ss.; SZTAJN, Rachel, *Solicitação de interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação de assembléia geral extraordinária - cataguases-leopoldina - cflcl - proc. rj2003/12.767, da cvm*, in *RDM*, n. 133, 2004, pp. 221 e ss..

da Lei das Sociedades por Ações, podendo fulminar a validade das deliberações tomadas no conclave¹⁵⁹.

O parágrafo 1º do art. 124 da Lei das Sociedades por Ações determina o prazo mínimo de antecedência para a convocação das assembleias gerais, de acionistas ou especiais: nas companhias fechadas, 8 dias para a primeira chamada e cinco dias para a segunda chamada; nas companhias abertas, 15 dias para a primeira chamada e 8 dias para a segunda chamada. A contagem do prazo inclui a data da publicação do primeiro anúncio e exclui a data da realização da assembleia.

O mesmo art. 124, em seu *caput*, determina que o edital de convocação deve ser publicado por no mínimo três vezes e deve indicar o local da assembleia, data, hora, ordem do dia e, no caso de alteração do estatuto social, a indicação da matéria a ser modificada. As publicações devem ser feitas na forma prescrita pelo art. 289 da Lei das Sociedades por Ações (em regra, no veículo oficial do Estado, da União ou do Distrito Federal, a depender da localização da sede da Companhia, e em jornal de grande circulação na localidade da sede, além de jornal de grande circulação na localidade em que os valores mobiliários da companhia sejam negociados).

O monopólio das publicações societárias pelos veículos oficiais é, sem dúvida, retrógrado e incompatível com a abrangência e confiabilidade atual da internet. É, ainda, causa de custos altos para as companhias, cuja razoabilidade é frequentemente, e com acerto, questionada¹⁶⁰. Ainda que o parágrafo 7º do art. 289 registre, desde a reforma de 2001, a possibilidade de disponibilização das publicações na internet, a lei ainda não permite que a divulgação eletrônica substitua aquela física, nos jornais mencionados acima.

O parágrafo 5º do art. 124, por sua vez, concede à CVM o poder de, nos termos ali prescritos, e para as companhias abertas, aumentar para até 30 dias o prazo de antecedência

¹⁵⁹ Cf. Agravo de Instrumento n.º 70047102504, Sexta Câmara Cível, Tribunal de Justiça do RS, Relator: Antônio Corrêa Palmeiro da Fontoura, julgado em 26/04/2012.

¹⁶⁰ Entre diversas outras iniciativas, a ABRASCA, por exemplo, no início de 2011, submeteu uma proposta de substituição das publicações de demonstrações financeiras em jornais, especialmente nos Diários Oficiais, pela disponibilização em uma plataforma eletrônica independente e centralizadora, na internet.

para a realização da assembleia geral e interromper o curso do prazo de antecedência por até 15 dias.

O primeiro caso, aplicável a qualquer assembleia geral (e também às especiais), é disciplinado de forma confusa pelo inc. I do parágrafo 5º do art. 124. O dispositivo prevê, em síntese, que a CVM, se entender que as deliberações a serem tomadas são extraordinariamente complexas, pode determinar que a Companhia espere até 30 dias, contados da data da disponibilização dos documentos, antes de publicar o primeiro anúncio de convocação. O prazo no qual a CVM pode interferir, portanto, não é o de antecedência da publicação do edital de convocação em relação à data de realização da assembleia geral, mas sim o prazo entre a disponibilização dos documentos pertinentes à ordem do dia aos acionistas e a data de publicação do primeiro anúncio de convocação.

No segundo caso, aplicável apenas às assembleias gerais extraordinárias, a CVM pode interromper o curso do prazo compreendido entre a publicação do primeiro edital de convocação e a data da realização do conclave. Essa interrupção pode ser de até 15 dias. A lei não deixa claro se a CVM pode lançar mão da interrupção por mais de uma vez; se for condizente com os objetivos públicos da autarquia, não se vê razão para que a interrupção, sempre por até 15 dias, não possa se repetir.

O parágrafo 2º do art. 124 estabelece que a assembleia geral deverá sempre ocorrer na localidade da sede da companhia, mesmo que a unanimidade dos acionistas queira de forma diversa. Salvo por motivo de força maior, a assembleia geral deverá ocorrer também no edifício da sede social. Se a lei diz “edifício”, permite, naturalmente, que o conclave eventualmente se realize em andares diversos do que aquele especificamente alocado para constar no endereço da sede social da Companhia.

É aqui evidente, novamente, o apego da lei societária à natureza física e presencial das assembleias, que de maneira alguma, ou com sérias restrições, podem se destacar da localização espacial da Companhia. Para a possível era das assembleias virtuais, esse dispositivo significa, até que venha a ser modificado, que algo deverá ocorrer no edifício da sede social, para que se caracterize a realização da assembleia conforme prevista em lei. Nem que seja a transmissão da assembleia, com os atos de seu presidente e secretário, a partir da sede social, ou a certificação das participações e deliberações.

A ordem do dia, ou seja, as matérias a serem deliberadas pelos acionistas reunidos em assembleia, deve ser indicada nos anúncios de convocação. Todas as matérias a serem discutidas devem ser indicadas, de maneira clara, completa e compreensível, ainda que não necessariamente detalhada¹⁶¹. Indicações genéricas de temas para deliberação, tais como “outros assuntos” não legitimam a inclusão entre as matérias a serem deliberadas de assuntos não especificamente indicados no edital de convocação¹⁶².

O art. 123 da Lei das Sociedades por Ações esclarece quem pode convocar a assembleia geral de acionistas: o conselho de administração, se houver, ou os diretores, seguindo o que dispuser o estatuto social; o conselho fiscal, quando os órgãos de administração retardarem em mais de um mês a convocação para a assembleia geral ordinária ou em caso de motivos graves ou urgentes, nos termos do art. 163, inc. V; por qualquer acionista, se os administradores retardarem em mais do que 60 dias a convocação, nos casos previstos em lei ou no estatuto; por acionistas que representem pelo menos 5% do capital social, quando os administradores não atenderem, no prazo de 8 dias, a pedido de convocação devidamente fundamentado e com a indicação das matérias a serem tratadas; por acionistas que representem pelo menos 5% do capital votante, ou das ações sem direito a voto, quando os administradores não atenderem, no prazo de 8 dias, a pedido de convocação de assembleia para instalação do conselho fiscal.

O estatuto social pode ampliar as hipóteses e os responsáveis pela convocação. O estatuto pode, também, detalhar ou esclarecer as formas de convocação, delegando esse poder, por exemplo, ao presidente do conselho de administração.

O estatuto social não pode, de outro lado, restringir ou obstar as hipóteses de convocação previstas em lei, quanto menos elidi-las. Assim, seria nula, por exemplo, a

¹⁶¹ A esse respeito, cf. recente e interessante decisão do STJ, no âmbito do Recurso Especial n.º 1152849, de 7 de novembro de 2013, que anula deliberações de assembleia geral de acionistas acerca de itens que não constaram do edital de convocação, mas que mantém a validade de outras deliberações, relativas a outros itens constantes da ordem do dia. Nessa mesma decisão, o Tribunal concluiu que não é obrigatória a divulgação no edital de convocação do fato de que os acionistas titulares de ações preferenciais teriam direito ao exercício do voto na assembleia convocada, em razão da não distribuição de dividendos fixos ou mínimos nos três exercícios anteriores, nos termos do art. 111, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações, e que, portanto, a ausência dessa informação no anúncio de convocação não pode ser utilizada como fundamento para a anulação da assembleia.

¹⁶² O parágrafo único do art. 3º da Instrução CVM n.º 481/09 é expresso nesse sentido: “É vedada a utilização da rubrica ‘assuntos gerais’ para matérias que dependam de deliberação assemblear”.

exclusão do direito dos acionistas representantes de pelo menos 5% do capital social de convocar a assembleia na forma prevista pelo art. 123, “c”. A indicação de que cabe ao presidente do conselho de administração a convocação da assembleia não impede, igualmente, que o órgão delibere por maioria a convocação da assembleia, ainda que o presidente apresente voto contrário a esse respeito.

Os direitos previstos nas alíneas “c” e “d” do art. 123 podem ser exercidos por grupo de acionistas que, em conjunto, atinja a participação societária mínima indicada naqueles dispositivos, se por meio de procuração, com ou sem a utilização de mecanismos de pedido público de procuração, de acordo de acionistas ou simplesmente pela subscrição conjunta do edital de convocação.

Importante notar que, na hipótese da alínea “c”, a convocação autônoma da assembleia geral apenas poderá ser realizada pelo mesmo acionista ou grupo de acionistas representando pelo menos 5% do capital social que apresentou o pedido de convocação não atendido pela administração. O mesmo não ocorre na hipótese da alínea “d”, caso em que a convocação autônoma pode ser realizada por qualquer acionista ou grupo de acionistas representante de pelo menos 5% das ações com direito a voto, ou das ações sem direito a voto, enquanto que o pedido originalmente endereçado à administração pode ter sido feito por outro acionista ou grupo de acionistas, observado o disposto no art. 161, § 2º.

O art. 291 confere à CVM, para os casos de companhias abertas, o poder de reduzir via regulamentação, e mediante a determinação de escala de redução em função do valor do capital social, o percentual necessário para a convocação autônoma, nas hipóteses previstas exclusivamente na alínea “c” do art. 123. Embora a autarquia já tenha se valido dessa faculdade para outra hipótese¹⁶³, até aqui não há regulamentação que reduza o percentual estabelecido no art. 123, “c”.

A alínea “c” do art. 123 determina que o pedido de convocação endereçado à administração deve ser “justificado”. A lei não estabelece parâmetros para que se determine o nível necessário de justificação, o que acaba por gerar grande margem para

¹⁶³ A Instrução CVM n.º 165/91, por exemplo, “fixa escala reduzindo, em função do capital social, o percentual mínimo de participação acionária necessário ao requerimento do processo de voto múltiplo para a eleição dos membros do conselho de administração de companhia aberta”.

que os administradores se neguem a realizar a convocação. O correto seria que o ônus da prova de que o pedido é injustificado recaísse sobre os administradores.

A questão é de grande importância, de todo modo, pois o direito subsidiário de convocação autônoma da assembleia geral não é garantia de realização simples da assembleia. Na prática, há custos de convocação para os quais a lei não deixa claro o direito de reembolso. Além disso, o acionista minoritário que convocar a assembleia deverá lidar com dificuldades concretas, tais como a organização de uma sala para a realização da assembleia no edifício da sede social e o próprio acesso ao edifício.

Embora a resistência injustificada da administração, seja para a convocação, seja para a realização da assembleia convocada por acionistas, possa ser punida com fundamento na violação dos deveres dos administradores, ou mesmo com ameaças de destituição, resta ainda muito espaço para a ocorrência de abusos por parte da administração ou dos controladores, o que desestimula o exercício do direito em questão pelos acionistas minoritários e o que poderia ser mitigado caso a lei houvesse ido um pouco mais além na disciplina desse tema.

No mesmo passo, carece a lei societária de disposição expressa que permita a inclusão de matéria na ordem do dia de assembleia geral. Trata-se de hipótese diversa em relação à possibilidade de convocação autônoma de assembleia geral.

A inclusão de matéria na ordem do dia poderia ser solicitada antes da convocação de qualquer assembleia geral prevista, ou mesmo sem que haja a previsão de ocorrência de alguma assembleia. O mecanismo poderia replicar aquele previsto na alínea “c” do art. 123, inclusive com relação ao percentual mínimo de participação societária, e serviria como uma alternativa ainda mais simples e menos custosa para que os acionistas levassem à deliberação social assuntos de interesse da companhia.

Ainda com relação à competência para a convocação, nada impede ainda que a própria assembleia geral se convoque. Embora o art. 123 não preveja essa hipótese, difícil imaginar razões que impeçam o órgão máximo da companhia de se autoconvocar, respeitando as regras aplicáveis de antecedência e informação. Trata-se, ademais, de

hipótese muito comum em casos de suspensão de assembleia, com retomada em data já preestabelecida pela assembleia instalada¹⁶⁴.

De acordo com o parágrafo 4º do art. 124, ainda que descumpridas, total ou parcialmente, as formalidades de convocação previstas no mesmo art. 124, será considerada regular a assembleia geral a que comparecerem todos os acionistas. A função do prazo e da publicidade da convocação é justamente a de fazer saber aos acionistas a respeito da realização da assembleia. Se todos os acionistas comparecem, torna-se indiferente o cumprimento daquelas formalidades.

A regra não pode ser utilizada, contudo, para a correção de matéria indicada erroneamente na ordem do dia ou para a inclusão nas deliberações de matéria não indicada em edital publicado. Assim como apenas a presença da totalidade dos acionista na assembleia sana os vícios formais de convocação, apenas a unanimidade dos acionistas pode deliberar pela inclusão de nova matéria nas deliberações.

Assim, o acionista que comparecer à assembleia convocada irregularmente, e que apenas naquela data tomar conhecimento das matérias a serem deliberadas, pode impedir a realização do conclave pela simples recusa de participar da assembleia, retirando-se do recinto e deixando de assinar o livro de presenças, por exemplo.

Se, entretanto, o mesmo acionista assinar o livro de presença e, portanto, participar da assembleia, esta, assumindo que não haja outros abusos envolvidos, poderá ser considerada regular, mesmo que a ordem do dia seja conhecida pelo acionista apenas nessa data, uma vez que não houve publicação de edital de convocação. A regularidade da assembleia, nesse caso, é decorrência automática da presença da totalidade dos acionistas e da não ocorrência de outros abusos. Depende, portanto, apenas da presença da totalidade dos acionistas e não de sua deliberação nesse sentido.

¹⁶⁴ Para o Prof. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, “[é] discutível a possibilidade de a assembleia geral autoconvocar-se”. (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidez das deliberações de assembleias das s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1999, p. 32, nota de rodapé n.º 15). Para Sampaio de Lacerda, Modesto Carvalhosa e Miranda Valverde, não há impedimento para que a assembleia geral seja convocada por ela própria (LACERDA, J. C. Sampaio de, *Comentários à lei das sociedades anônimas*, v. 3, Saraiva, São Paulo, 1978, pp. 45 e 46; CARVALHOSA, Modesto, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 2, ed. 4, Saraiva, São Paulo, 2009, p. 654; VALVERDE, Trajano de Miranda, *Sociedades por ações*, v. 2, ed. 3, Forense, Rio de Janeiro, 1959, p. 96).

É diferente do que ocorre no caso previsto pelo art. 133, § 4º, em que a regularidade da assembleia, em caso de violação das normas de publicação de documentos, depende da deliberação da assembleia, tomada pela unanimidade dos acionistas.

A presença da totalidade dos acionistas sanará, inclusive, a falta de convocação por telegrama ou carta registrada aos acionistas que, nos termos do parágrafo 3º do art. 124, fizeram essa solicitação. Se a própria lei prevê a regularidade da assembleia nesse caso e se o acionista que deixou de ser convocado pode impedir a realização do conclave simplesmente deixando de participar dele, não parece subsistir prejuízo passível de indenização. A hipótese de indenização, expressamente prevista no dispositivo, é clara nas ocasiões em que há convocação regular na forma do caput do art. 124, sem que a administração cumpra com a obrigação de convocação específica por telegrama ou carta registrada aos acionistas que, sendo legítimos para tanto, a solicitaram.

A faculdade prevista no art. 124, § 3º, a propósito, apenas poderá ser exercida pelo acionista da companhia fechada que for titular de ações representativas de pelo menos 5% do capital social.

Para os fins desse dispositivo, não é possível a coordenação, por procuração, subscrição conjunta, pedido público de procuração ou outro meio, de um grupo de acionistas que, em conjunto, represente pelo menos aquele percentual. Aceitar esta última possibilidade implicaria a possibilidade de obrigar a companhia a convocar, por telegrama ou carta registrada, um número imprevisível de acionistas que componham o grupo titular de 5% do capital social, tornando sem efeito a própria exigência de percentual mínimo.

Caso, no entanto, o grupo de acionistas, atuando em conjunto, indique o endereço de um único procurador, com autorização expressa para o envio da convocação apenas para aquele endereço, não se vê razão para que a companhia o recuse, visto que não incrementa seus custos e aperfeiçoa seus mecanismos de governança.

A solicitação de convocação por telegrama ou carta registrada, por fim, além de atender a todos os requisitos previstos no art. 124, § 3º, deverá indicar claramente o objeto do requerimento, uma vez que não substitui necessariamente a solicitação prevista no art. 133, § 2º, também da Lei das Sociedades por Ações. Em outras palavras, a mera solicitação

de convocação por telegrama ou carta registrada não obriga a companhia a enviar os documentos pertinentes à ordem do dia, e vice-versa. Se o acionista deseja tanto a convocação, quanto os documentos, deve requerê-lo expressamente¹⁶⁵.

4. Direito a informação associado ao direito de voto: publicações, disponibilização de documentos e a necessária quebra de paradigmas

O direito a informação, prévia, durante e posteriormente à assembleia geral é prerrogativa essencial ao pleno exercício do direito de voto. Os direitos de informação, e processos que o asseguram, previstos em lei, são as ferramentas de exercício da função de fiscalização por parte dos acionistas e de garantia de outros direitos que dependem do acesso a informações sobre as atividades sociais pelos acionistas¹⁶⁶.

O direito a informação, assim, além de um direito em si mesmo, é também um suporte para o exercício de deveres e um garantidor de outros direitos do acionista. Não se pode falar de deveres e obrigações dos sócios, sem informação sobre a companhia que os lastreie; não se pode falar de direito de fiscalização, se o acesso ao objeto fiscalizado for obstruído; não se pode falar de direito de voto, sem que o acionista tenha informação a respeito da deliberação a ser tomada¹⁶⁷.

¹⁶⁵ Nesse sentido, a Audiência Pública CVM SDM n.º 01/13, que atualiza os dispositivos da Instrução CVM n.º 251/96, para disciplinar “as hipóteses de infração de natureza objetiva em que pode ser adotado o rito sumário no processo administrativo sancionador, e dispõe sobre o procedimento adotado nesses casos”. De acordo com o edital da audiência pública e com a instrução “[s]ão hipóteses de adoção de rito sumário as infrações de natureza objetiva, que se referem a fatos caracterizadores do ilícito administrativo que contam com presunção relativa de veracidade. O processo é instaurado e julgado pela Superintendência a que corresponda o mérito do processo, cabendo recurso ao Colegiado. Nesse tipo de procedimento, a penalidade máxima é de multa pecuniária até cem mil reais”. Entre as infrações de natureza objetiva encontram-se exatamente as violações às regras de prazo e disponibilização de documentos para as assembleias gerais.

¹⁶⁶ Para uma visão geral a respeito do direito a informação do acionista, por vários aspectos, ver, por exemplo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *Finanças e demonstrações financeiras da companhia*, Forense, Rio de Janeiro, 1989; COMPARATO, Fábio Konder, *Natureza jurídica do balanço*, in *Ensaio e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1978, pp. 29 a 37; COMPARATO, Fábio Konder, *Insider trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais*, in *Ensaio e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1978, pp. 3 e ss.; LAMY FILHO, Alfredo, *O conselho fiscal - abuso de minoria*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 225 e ss.; GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *O Conselho fiscal e o direito à informação*, in *RDM*, n. 45, 1982, pp. 29 e ss.; HEURTEUX, Claude, *L’information des actionnaires et des épargnants – étude comparative*, in *Bibliothèque de droit commercial*, t. 1, Sirey, Paris, 1961; JAEGER, Pier Giusto, *Il bilancio d’esercizio delle società per azioni*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 27, ed. 2, Giuffrè, Milão, 1979; MENEZES CORDEIRO, António, *Manual de direito das sociedades*, v. 2, Almedina, Coimbra, 2006, pp. 565 e ss.; WALD, Arnoldo, *A sociedade de capital aberto e a informação do acionista*, in *Estudos e pareceres de direito comercial*, RT, São Paulo, 1972, pp. 209 e ss..

¹⁶⁷ Cf. Apelação Cível n.º 1.0702.10.055332-1/001, TJMG, Rel. Des. Alvimar de Ávila, 12ª Câmara Cível, julgada em 22 de novembro de 2012.

A informação a respeito das atividades da Companhia é assegurada pela lei por meio da definição de procedimentos específicos de disponibilização ou por meios estruturais, que permitem a fiscalização delegada pelos acionistas.

É com a informação que o acionista exerce, entre outros, o direito e o dever de fiscalizar os administradores e, se existente, o controlador. Administradores e controladores são os responsáveis pela produção e disponibilização de informações, na qualidade de fiduciários e executores, com a utilização de patrimônio de todos os sócios, das atividades empresariais da sociedade.

O art. 133 da Lei das Sociedades por Ações aponta aqueles que são os principais, embora não os únicos, documentos e informações de disponibilização obrigatória aos acionistas: o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo; as demonstrações financeiras; o parecer dos auditores independentes, se houver; o parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver; e demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia.

São documentos e informações relacionados às matérias da assembleia geral ordinária, os quais, portanto, serão disponibilizados aos acionistas ao menos uma vez a cada exercício social, por ocasião da realização daquele conclave.

Os documentos listados no art. 133 devem ser disponibilizados aos acionistas, na sede social ou por publicação nos jornais e outros meios normalmente utilizados pela Companhia, com pelo menos 30 dias de antecedência em relação à data da realização da assembleia geral ordinária. A disponibilização dos documentos na sede social deve ser comunicada aos acionistas por meio de publicação de aviso nesse sentido, na forma do *caput* do art. 133. O aviso é dispensável se os documentos indicados no art. 133 forem publicados com o mesmo prazo de 30 dias de antecedência em relação à data de realização da assembleia geral ordinária.

Para que seja dispensada a publicação do aviso referido no *caput* do art. 133, é preciso que todos os documentos indicados no mesmo art. 133 sejam publicados. Assim, se

houver, por exemplo, um voto dissidente de um dos membros do conselho fiscal, este deve igualmente ser publicado no jornal e outros meios normalmente utilizados pela companhia.

É de se notar, nesse sentido, que o parágrafo 5º do art. 133 não faz a mesma ressalva que faz o parágrafo 3º do mesmo dispositivo, que dispensa de publicação obrigatória o parecer do conselho fiscal e eventuais votos dissidentes, bem como outros documentos pertinentes à ordem do dia, talvez pelo provável teor e extensão desses documentos, se sua disponibilização houver sido tempestiva e adequadamente informada aos acionistas. Igualmente, na hipótese de dispensa da publicação do aviso de disponibilização dos documentos e da observância dos prazos previstos pela assembleia geral ordinária que reunir a totalidade dos acionistas, disciplinada pelo parágrafo 4º do art. 133, a companhia também não estará dispensada de publicar todos os documentos listados nos incs. I a V do *caput* do art. 133, uma vez que o referido § 4º também não traz a ressalva registrada pelo parágrafo 3º. Neste último caso, aliás, fica claro que mesmo a totalidade dos acionistas reunida em assembleia geral não tem o poder de eliminar a necessidade de publicação dos documentos fundamentais a respeito dos negócios sociais, em evidente deferência da lei societária a todos os outros interessados nas atividades da empresa, mesmo que não acionistas.

A única hipótese de dispensa integral da publicação dos documentos e informações indicados no art. 133 é aquela prevista no art. 294, mediante o cumprimento dos requisitos e procedimentos ali indicados.

O art. 294, a propósito, dispensa não apenas a publicação dos documentos relativos à assembleia geral ordinária (e do aviso de sua disponibilização), como também dispensa a publicação de edital de convocação, desde que os acionistas da companhia sejam convocados individualmente, por meio da entrega de anúncios, contra recibo, com a mesma antecedência prevista para a publicação dos editais de convocação. Não há dúvida que, se por qualquer razão assim for mais apropriado para a companhia, esta, caso preencha os requisitos estabelecidos no *caput* e no parágrafo 3º do art. 294, poderá se valer de qualquer das duas dispensas previstas, cumulativa ou alternativamente. Ou seja, a companhia poderá não publicar os documentos, mas convocar a assembleia por edital publicado nos jornais de fidelidade; ou, inversamente, publicar os documentos indicados no art. 133, mas convocar os acionistas por meio de anúncio enviado a cada um deles.

É importante ressaltar que o art. 133, com suas exceções, prazos e exigências, aplica-se exclusivamente às assembleias gerais ordinárias e respectivas ordem do dia, informações e documentos. Da mesma forma, a dispensa de publicação de documentos prevista no inc. II do *caput* do art. 294 refere-se exclusivamente aos documentos e informações pertinentes à assembleia geral ordinária, uma vez que o dispositivo faz menção expressa apenas ao art. 133, e não há nada na lei societária que autorize a aplicação subsidiária da regra também às assembleias gerais extraordinárias¹⁶⁸.

Para as assembleias gerais extraordinárias, o art. 135, § 3º, de seu lado, prevê que os documentos e informações relacionados à ordem do dia de cada conclave deverão ser colocados à disposição dos acionistas, na sede da companhia, na primeira data de publicação do respectivo edital de convocação. O prazo, portanto, é o mesmo prazo mínimo de antecedência para a publicação do edital de convocação e não há necessidade de publicação dos documentos nos jornais de fidelidade da companhia ou de aviso de disponibilização de documentos.

O parágrafo 3º do art. 135 foi inserido na Lei das Sociedades por Ações na reforma de 2001. Talvez por isso tenha sido alocado não em dispositivo geral aplicável às assembleias gerais extraordinárias genericamente, a exemplo do art. 133 para as assembleias gerais ordinárias, mas em dispositivo originalmente atribuído às assembleias gerais extraordinárias convocadas para alteração do estatuto social.

Talvez pela mesma razão que a disciplina da disponibilização dos documentos e informações pertinentes às assembleias gerais extraordinárias não esteja vinculada ao art. 294 ou, mesmo, por supletividade, às regras mais completas do art. 133. O fato é que a disciplina de disponibilização de documentos relativos à ordem do dia das assembleias gerais ordinárias não está diretamente conectada àquela relativa à ordem do dia das assembleias gerais extraordinárias, mais provavelmente por imperfeições da organização do texto legal do que por eventuais distinções relevantes entre os dois tipos de assembleia que o justificassem.

¹⁶⁸ A respeito do art. 294, especialmente de seu parágrafo 3º, vale a ressalva de que o conceito de grupo mencionado no dispositivo, para a criação de uma vedação excepcional à regra geral que disciplina, é naturalmente o conceito de grupo jurídico do art. 265, e não o de grupo econômico.

Com relação à convocação da assembleia geral extraordinária, a disciplina é a mesma aplicável às assembleias gerais ordinárias, seja com relação à competência para a convocação (art. 123), ao modo de convocação e local (art. 124) ou à dispensa de publicação de edital de convocação prevista no inc. I do art. 294.

O art. 133, § 2º, prevê ainda a possibilidade de recebimento de cópias dos documentos listados nos incs. I a V do *caput* do mesmo art. 133 pelos acionistas que assim o solicitarem, nos termos do art. 124, § 3º. Assim, de acordo com este último dispositivo, o acionista poderá solicitar o recebimento de cópias daqueles documentos, desde que se trate de companhia fechada, desde que o acionista represente pelo menos 5% do capital social e desde que o requerimento seja feito por escrito para a companhia, com a indicação de endereço completo para o envio, que pode ser o do próprio ou o de um procurador, por exemplo, e prazo de vigência do pedido, de até dois anos.

A faculdade prevista no art. 133, § 2º, uma vez mais, diz respeito apenas aos documentos pertinentes às matérias de assembleia geral ordinária. Ela não se estende, talvez até incoerentemente, aos documentos e informações relacionados às assembleias gerais extraordinárias convocadas pela companhia. É evidente que a companhia poderá aceitar pedidos nesse sentido formulados por acionistas que preencham (ou não) os requisitos do art. 124, § 3º, mas ela não está obrigada pela lei a fazê-lo.

Além disso, não há impedimento, ou prejuízo para a companhia, se um grupo de acionistas se coordenar para, em conjunto, somar 5% ou mais do capital social e, também em conjunto, valer-se da prerrogativa do art. 133, § 2º. Basta que indiquem um único endereço para o recebimento de um único jogo de cópias dos documentos em questão. O que não se poderia exigir é o envio de um conjunto de cópias para cada acionista do grupo. É bem verdade que o parágrafo 3º do art. 124 fala de “acionista” e não de “acionista ou grupo de acionistas”, como ocorre em outros dispositivos da lei societária, mas não parece aqui se tratar de regra que implique a proibição da coordenação de acionistas com esse propósito. Até porque, como dito acima, não decorreria daí qualquer prejuízo à companhia, seja em termos de custo, pois a quantidade de cópias enviadas será a mesma, para um único endereço, seja em termos de segurança das informações enviadas, uma vez que se trata de documentos de disponibilização pública.

Para as companhias abertas, a Instrução CVM n.º 481/09 detalha o procedimento de convocação das assembleias gerais, incluindo-se, especialmente, as informações a serem disponibilizadas aos acionistas de acordo com a matéria a ser tratada no conclave.

Assim, por exemplo, a referida Instrução formaliza uma posição antiga da autarquia, em relação a uma prática comum nas companhias brasileiras, ao determinar, no parágrafo único de seu art. 3º, que é vedada a utilização da rubrica “assuntos gerais” entre os itens da ordem do dia. A norma deixa claro também, em seu art. 5º, que a companhia pode solicitar no edital de convocação que os documentos de representação ou identificação dos acionistas, igualmente indicados no edital, sejam depositados na sede social com antecedência em relação à assembleia, mas que, de outro lado, todo acionista ou representante que comparecer ao conclave munido dos mesmos documentos poderá participar da assembleia normalmente.

Com relação à disponibilização de documentos, a Instrução CVM n.º 481/09 especifica os documentos e informações a serem disponibilizados na página eletrônica da autarquia e segue os mesmos prazos da Lei das Sociedades por Ações. O art. 9º da Instrução determina que os documentos pertinentes à assembleia geral ordinária devem ser enviados pelas companhias pelo sistema eletrônico da CVM em até 30 dias antes da data marcada para a realização da assembleia. Para as demais assembleias, e outros casos disciplinados pela Instrução, o parágrafo único de seu art. 6º estabelece, como regra geral, que os documentos e informações devem ser disponibilizados até a data da publicação do primeiro anúncio de convocação da assembleia.

Pode ocorrer, e não é incomum, que a companhia publique o primeiro anúncio de convocação com antecedência maior do que a exigida em lei. Nesse caso, a Instrução CVM n.º 481/09 exige que os documentos e informações relacionados sejam disponibilizados na página eletrônica da CVM na mesma data, ou seja, também com maior antecedência. O objetivo é que os acionistas tenham acesso imediato às informações necessárias para a tomada de decisão em relação à ordem do dia divulgada, evitando que haja especulações e assimetria de informações em relação à matéria objeto da ordem do dia. No entanto, em grande parte dos casos, a depender dos itens da ordem do dia, pode não haver qualquer prejuízo para os acionistas ou para o mercado, se a companhia divulgar os documentos

pertinentes após a publicação do primeiro anúncio de convocação, mas antes do prazo mínimo estabelecido em lei para a convocação. Tratar-se-ia de hipótese que justificaria, no mínimo, redução da sanção administrativa eventualmente aplicada ao responsável pela transmissão dos documentos e informações, uma vez que estas foram disponibilizadas dentro do prazo considerado pela lei societária como razoável para análise pelos acionistas.

O parágrafo 6º do art. 124 da Lei das Sociedades por Ações, a propósito, gera um aparente conflito com o disposto no art. 9º da Instrução CVM n.º 481/09.

O primeiro dispositivo exige que as companhias abertas remetam à bolsa de valores em que suas ações forem mais negociadas, na data da publicação do primeiro anúncio de convocação, os documentos relativos à matéria da assembleia geral ordinária. O segundo dispositivo exige o envio dos mesmos documentos à CVM, por meio de seu sistema eletrônico, com 30 dias de antecedência em relação à data de realização da assembleia geral ordinária.

O conflito é apenas aparente, pois um dispositivo determina o envio dos documentos para a bolsa de valores e o outro, o envio para o regulador do mercado de capitais. Na prática, no entanto, o § 6º do art. 124 da Lei das Sociedades por Ações é irrelevante, uma vez que o sistema eletrônico de envio de documentos da CVM é integrado com a BM&FBovespa e a disponibilização de documentos às duas entidades é simultânea.

A qualidade da informação transmitida nos documentos é, nas regulações de mercados de capitais desenvolvidos, fonte de extensa e detalhada preocupação. No Brasil, a Instrução CVM n.º 481/09, em seu art. 2º, sintetiza os parâmetros que devem ser seguidos pelas companhias nas comunicações com seus acionistas, ao determinar que as informações e documentos transmitidos devem ser “verdadeiros, completos e consistentes”; “redigidos em linguagem clara, objetiva e concisa”; e “não devem induzir o acionista a erro”.

São parâmetros que de fato resumem as principais preocupações debatidas pelos órgãos reguladores do mercado de capitais, internacionalmente, a respeito das informações divulgadas, e que efetivamente servem como baliza para a fiscalização e para a definição de sanções a violações praticadas. Não obstante a sua inclusão expressa e destacada na norma da CVM representar inegável avanço regulatório, esses parâmetros consistem ainda

em conceitos relativamente genéricos. É preciso, como ocorre nos Estados Unidos, por exemplo¹⁶⁹, que a CVM desenvolva com o tempo, com base em situações concretas, o significado dos termos utilizados na redação do art. 2º da Instrução CVM n.º 481/09 (“completos”, “consistentes”, “concisa” etc.), para fornecer às companhias guias mais específicos, e talvez mais estritos, para a elaboração e apresentação de informações e documentos aos acionistas.

Nas companhias abertas, os mecanismos de acesso a informação, não necessariamente relacionados a assembleias gerais, incluem ainda diversas outras ferramentas, de extrema utilidade e rápida absorção pelos acionistas, como os comunicados ao mercado, avisos de fato relevante, formulários de referência e cadastral, regulados pela CVM.

Do ponto de vista geral, o sistema de acesso a informação estabelecido pela Lei das Sociedades por Ações, composto pelas regras de disponibilização de documentos para deliberação em assembleia e por normas informacionais dispersas pelo texto legal, é complementado pelo comando do art. 105, que dispõe a respeito da exibição integral dos livros da companhia, por ordem judicial requerida por acionista (ou grupo de acionistas) representante de pelo menos 5% do capital social, quando forem apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia.

Por fim, o acesso a informação pelos acionistas pode se dar também por via delegada.

A instalação do conselho fiscal, o comitê de auditoria estatutário (disciplinado na Instrução CVM n.º 308/99, conforme alterada pela Instrução CVM n.º 509/11), e o próprio auditor independente, são, nesse contexto, instrumentos para o aperfeiçoamento do acesso dos acionistas às informações sobre as atividades da companhia. São ferramentas que promovem um controle mais organizado, mais próximo e mais qualificado das informações da companhia, de forma interposta entre acionistas e a administração.

¹⁶⁹ Alguns exemplos são os extremamente detalhados e refletidos documentos preparados dentro da chamada *Plain English Initiative*, promovida pelo regulador norte-americano para objetivar e simplificar a linguagem dos materiais disponibilizados pelas companhias abertas aos investidores, especialmente prospectos. Entre eles, podem ser citados o *SEC Release 33-7497*, os *Staff Legal Bulletins 7 e 7A*, a *Rule 421*, do *Securities Act* de 1933, em especial seu item (d) e a *Rule 14a-16* do *Exchange Act* de 1934, em seu item (g).

Independentemente das vias de materialização dos direitos a informação e fiscalização dos acionistas, tratados em boa parte de sua diversidade acima, e como já adiantado em itens anteriores deste trabalho, a realidade é que toda a estrutura decisória e de fiscalização das sociedades por ações é construída sobre os meios de transmissão de informações historicamente disponíveis às companhias. Os mecanismos assembleares, por consequência, são moldados também em função do modo como comumente tem sido possível transferir documentos e dados entre pessoas.

A evolução nas formas de transmissão de informações, associada fundamentalmente ao desenvolvimento tecnológico, pode muito brevemente provocar, ou já deveria ter provocado, um impacto relevantíssimo nas estruturas de monitoramento e fiscalização das companhias. Muito embora a tecnologia ligada à transmissão de informações tenha se transformado radicalmente nas últimas décadas, e nos últimos anos, com a possibilidade de envio de quantidades cada vez maiores de dados, instantaneamente e a baixo custo, para múltiplos destinatários, e com a possibilidade de realização, também a baixo custo, de reuniões virtuais, para ficar em apenas dois exemplos, o fato é que, salvo algumas exceções, as formas de acesso a informação, monitoramento e participação disponíveis aos acionistas são praticamente as mesmas que sempre foram, particularmente no país: publicação no jornal, requerimentos escritos e, algo mais recente, disponibilização na internet em janelas de tempo específicas.

Para o funcionamento da organização societária, não apenas a informação é chave, mas também o seu modo de disponibilização. Não há dúvida que o desenvolvimento das regras relacionadas à convocação e realização das assembleias está diretamente ligado à capacidade de distribuição de informação pelas companhias, com foco na velocidade da distribuição, qualidade da informação e redução de custos, seja para a disponibilização pela companhia, seja para o acesso e compreensão pelos acionistas.

Assim, o formato da assembleia e as regras que a disciplinam constituem procedimentos formais baseados em uma concepção de concentração espaço-temporal de pessoas e informações que era imprescindível, até aqui, tendo-se em vista as soluções tecnológicas disponíveis, para um equilíbrio entre, de um lado, a necessidade de informação e os direitos que a asseguram, e, de outro lado, os custos relacionados à distribuição de informações.

Em outras palavras, a evolução já existente dos meios de transmissão de dados pode e já é capaz de mitigar a necessidade da concentração espaço-temporal da disponibilização de informações (na assembleia geral ou por ocasião das convocações, por exemplo), transformando a divulgação de informações e a tomada de decisões em um processo contínuo e com custo insignificante. O conceito de distribuição contínua e adequada de informações, com a possibilidade de interação de opiniões também de forma contínua e organizada, com custos reduzidos, geraria a desnecessidade definitiva de concentração espaço-temporal nas assembleias gerais e procedimentos conexos, com provável incremento na qualidade do exercício dos direitos dos acionistas e de suas contribuições para o funcionamento da companhia, sem impacto relevante de custos.

Nesse sentido, a *New Companies Ordinance*, que é a nova lei societária de Hong Kong, a qual só entrará em vigor, provavelmente em 2014, estabelece em um dos seus primeiros artigos atinentes às deliberações sociais, o art. 548¹⁷⁰, que todas as decisões que podem ser tomadas em assembleia podem também ser tomadas por escrito e, em seguida, dedica mais de 10 outros artigos ao mesmo tema¹⁷¹.

Não é difícil se imaginar, a partir daí, que plataformas eletrônicas podem, a qualquer tempo ao longo do exercício social, expor propostas de alteração do estatuto social, por exemplo, com todas as informações relacionadas, e permitir durante um certo prazo que os acionistas a aproveem ou não, de modo também remoto, sem necessidade de convocação, deslocamento ou assembleia de forma geral e sem prejuízo algum à informação ou participação dos acionistas.

Se ao final do prazo a proposta for aprovada, a administração a implementa. Tão simples quanto isso.

O conceito de deliberação por escrito, aliás, não é estranho para o direito brasileiro. O art. 1.072, § 3º, do Código Civil prevê essa alternativa, ainda que exigindo unanimidade

¹⁷⁰ “Anything that may be done by a resolution passed at a general meeting of a company may be done, without a meeting and without any previous notice being required, by a written resolution of the members of the company.”

¹⁷¹ No mesmo sentido dispõe a § 228 da *Delaware General Corporation Law*.

para tanto, para o caso das sociedades limitadas, por exemplo, uma vez que se trata de um tipo societário mais simples, em regra com menos sócios.

Se a tecnologia atual torna a comunicação entre um número muito maior de sócios igualmente simples, não há razão para se negar a mesma facilidade para os mecanismos de tomada de decisão nas companhias.

A tecnologia, nesse aspecto, está de fato muito mais preparada para uma realidade conforme a descrita do que a estrutura legislativa. Não se trata aqui, portanto, de limitações concretas a uma evolução para esse sentido, mas simplesmente de uma adaptação, que ainda soa como vanguardista, embora não devesse, da estrutura jurídica e das instituições.

É possível afirmar, no entanto, que se está caminhando na escala evolutiva em direção a esse ponto e que o extremo, em que a concentração espaço-temporal era a única solução possível para a transmissão de informações e interação de opiniões, fica cada vez mais para trás.

A velocidade com que se vai chegar ao outro lado da escala, ao que tudo indica, depende muito mais dos legisladores e reguladores do que dos meios tecnológicos à disposição. É para essa direção que os legisladores e reguladores devem começar a se virar; é nesse sentido que deveria caminhar o aperfeiçoamento das regras societárias e de mercado de capitais, para o bem de sua própria evolução.

Uma quebra de paradigmas, para tanto, é provavelmente necessária.

5. Credenciamento, instalação, mesa assemblear e ata

Os procedimentos assembleares iniciam-se com o credenciamento dos acionistas e participantes do conclave, estejam eles presentes física ou virtualmente, mediante a identificação de cada participante, presencialmente ou por meio de sistemas eletrônicos, e a verificação dos documentos de representação, bem como o preenchimento e assinatura ou autenticação eletrônica do livro de registro de presença de acionistas ou da lista de presença que lhe seja equivalente (art. 127).

Para a identificação dos acionistas, o art. 126 da Lei das Sociedades por Ações dispõe que a companhia pode exigir qualquer documento hábil para a comprovação de identidade, o que evidentemente inclui meios eletrônicos de comprovação. Para os acionistas titulares de ações escriturais ou custodiadas, a companhia pode exigir o comprovante de depósito das ações emitido pela instituição financeira depositária¹⁷².

É comum que as companhias exijam que o comprovante de depósito seja emitido pela instituição financeira depositária dentro de um prazo máximo de antecedência em relação à assembleia, em geral de até 48 horas, coincidindo com o prazo habitual para liquidações e transferências de titularidade, para se garantir que não houve modificações posteriores na posição daquelas ações. A exigência é razoável, mas pode sempre ser superada pela verificação da titularidade das ações na lista completa de acionistas emitida pela instituição financeira diretamente para a companhia na data da assembleia ou no dia anterior a ela, devendo naturalmente prevalecer o documento mais recente.

A companhia ainda deve exigir os documentos que comprovam os poderes de apresentação ou representação das pessoas presentes à assembleia, sejam eles procuração e/ou documentos societários que demonstram a qualidade de procurador ou representante legal, conforme o caso.

Poderão ser procuradores do acionista, de acordo com o art. 126, § 1º, outros acionistas, administradores da companhia, advogado, ou, na companhia aberta, também instituições financeiras, inclusive a instituição depositária das ações e o administrador de fundos de investimento.

De acordo com o art. 56, § 2º, inc. II, da Instrução CVM n.º 409/04, conforme alterada pela Instrução CVM n.º 522/12, o administrador pode subcontratar terceiros para prestar os serviços de gestão do fundo de investimento (os quais fazem parte das atribuições contempladas pela função de administração de fundos), sendo que, nesse caso, o referido gestor também poderá representar, para fins de participação e votação na assembleia, o fundo de investimento que é acionista da companhia.

¹⁷² Curiosamente, o mesmo comando é repetido nos incs. II e IV do art. 126 da Lei das Sociedades por Ações, em aparente erro formal do texto da lei, ocorrido por ocasião da reforma promovida pela Lei n.º 9.457/97.

Ou seja, tanto o administrador, quando exerce diretamente função de gestão do fundo de investimento, quanto o gestor subcontratado podem representar e votar em nome do fundo de investimento nas assembleias gerais. Caso o administrador ou gestor seja pessoa física, ele pode ser o procurador; se for pessoa jurídica, seu representante legal, ou procurador nomeado pela pessoa jurídica poderá representar o fundo de investimento.

Em todas as hipóteses, os documentos completos de representação devem ser apresentados, incluindo-se, conforme o caso, o contrato que comprova a função de instituição financeira depositária, administrador ou de gestor, os documentos societários da pessoa jurídica depositária ou da administradora e da gestora, e as procurações, conforme o caso.

Como o art. 126, § 1º, autoriza genericamente, para o caso das companhias abertas, a representação por instituição financeira, não é de se descartar a hipótese de representação do acionista também por funcionários de instituições bancárias que não sejam necessariamente depositárias ou administradoras/gestoras de fundo, mas simplesmente prestem serviços de assessoria financeira para o cliente (como gerentes de contas ou outros funcionários alocados na prestação de serviços especializados a determinados clientes do banco).

Ainda de acordo com o parágrafo 1º do art. 126, o procurador que representará o acionista deve ter sido constituído há menos de um ano¹⁷³. Em outras palavras, a procuração deve ter sido outorgada há menos de um ano.

No caso de substabelecimento, a procuração original que outorga os poderes substabelecidos também deve ter sido emitida há menos de um ano, não bastando que apenas o substabelecimento esteja dentro do prazo.

O prazo em referência aplica-se exclusivamente para o caso de procurações e não para representação legal. Assim, não faz sentido, por exemplo, exigir-se que a eleição do

¹⁷³ Com exceção do “mandato outorgado nos termos de acordo de acionistas para proferir, em assembleia-geral ou especial, voto contra ou a favor de determinada deliberação”, para o qual não há limitação legal de prazo, de acordo com o art. 118, § 7º, da Lei das Sociedades por Ações.

administrador de uma pessoa jurídica acionista da companhia, que comparece à assembleia geral como representante (ou mesmo que assine um instrumento de mandato), tenha ocorrido há menos de um ano.

Com fundamento no parágrafo 2º do art. 654 do Código Civil, a companhia pode exigir que a procuração traga firma reconhecida do outorgante. A companhia pode, ainda, exigir que as cópias de documentos e procurações apresentadas sejam autenticadas, caso entenda que apenas dessa forma os documentos tornam-se hábeis para identificação do acionista, procurador ou representante, não sendo razoável, em regra, a exigência da apresentação dos originais.

A exigência de documento autenticado não pode, no entanto, ser utilizada quando evidentemente desnecessária ou excessiva para o objetivo de identificação e comprovação de poderes, sob o risco de ser considerada abusiva e implicar a responsabilização cabível dos administradores. Se se tratar, por exemplo, de um estatuto social de uma companhia aberta, que também está disponível publicamente na internet, e pode ser checado pelos administradores sem distúrbios para o andamento da assembleia, não há razão para se exigir cópia autenticada desse documento.

Como deixou claro o art. 5º da Instrução CVM n.º 481/09, a companhia pode solicitar que os acionistas depositem ou enviem para a sede social os documentos de representação e comprovação da titularidade das ações com antecedência em relação à assembleia, mas não pode impedir acionistas, representantes ou procuradores, devidamente habilitados, de participar e, se for o caso, votar na assembleia, mesmo que não tenham realizado o referido depósito ou envio.

A consularização, tradução juramentada e registro em cartório de títulos e documentos, para os documentos estrangeiros, podem também ser exigidos pela companhia, ainda que tornem o processo de participação na assembleia geral extremamente burocrático e excessivamente custoso.

Todas essas formalidades dificultam o acesso dos acionistas às assembleias e tendem a ser muito mais complexos nos casos de acionistas estrangeiros, especialmente se se tratar

de fundos ou outras entidades, cuja forma jurídica e regras de representação nem sempre encontram paralelos no direito brasileiro.

Cabe às companhias, e também aos legisladores e reguladores, uma vez mais com o uso da tecnologia já disponível, caminhar para a simplificação desses procedimentos, em prol de uma realidade com companhias que contam com números cada vez maiores de acionistas e de acionistas estrangeiros. Por mais elementar que pareça, o mero credenciamento para uma assembleia não deixa de ser um custo importante no Brasil para a participação dos acionistas nas assembleias, com prejuízos diretos para o funcionamento da organização societária e indiretamente para as próprias decisões de investimento.

Realizados os procedimentos de credenciamento e verificação de presença, instala-se a mesa assemblear, composta por um presidente e um secretário.

A forma de escolha ou eleição tanto do presidente, quanto do secretário pode ser livremente estabelecida pelo estatuto social.

Caso o estatuto social nada disponha a respeito, tanto o presidente, quanto o secretário, em votações separadas, serão eleitos por voto da maioria dos acionistas presentes¹⁷⁴. Neste caso, como o art. 128 da Lei das Sociedades por Ações fala de “acionistas presentes”, deve ser entendido que todos os acionistas presentes podem votar na escolha do presidente e do secretário, inclusive aqueles sem direito de voto ou com o direito de voto restrito para as matérias a serem deliberadas durante a assembleia.

O comando faz sentido, uma vez que a assembleia, nesse momento, sequer entrou em existência ainda, e uma vez que os acionistas sem direito de voto ou com o direito de voto restrito são titulares de outros direitos que podem ser exercidos durante a assembleia, como o de estar presente e de se manifestar sobre as matérias em deliberação (art. 125, § único), direitos esses, cuja proteção está entre as funções da mesa assemblear. São elegíveis para

¹⁷⁴ Exclusivamente sobre o assunto, ver o seguinte parecer do Prof. Leães: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *A composição da mesa da assembléia*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 117 e ss..

as funções de presidente e secretário quaisquer das pessoas presentes, inclusive procuradores, a menos que o estatuto social disponha em contrário¹⁷⁵.

Cumpra à mesa comandar e controlar a assembleia. O presidente da mesa assemblear e seu secretário são responsáveis pela verificação do credenciamento dos acionistas, da presença, dos quoruns de instalação e votação, da disponibilização dos documentos e informações aos presentes, pela permissão da presença de terceiros no recinto da assembleia, como por exemplo oficiais de cartório, ou pela instalação de dispositivos de gravação de som e imagem, e pela condução das discussões e deliberações. A eles cumprem realizar a leitura dos documentos da ordem do dia, no caso de assembleia geral ordinária, e se requerido por qualquer dos acionistas presentes (art. 134), controlar a interação entre as manifestações dos presentes, abrir e encerrar votações, contabilizar os votos e anunciar os resultados, receber manifestações escritas e autenticá-las, assim como conhecer e dar cumprimento a acordos de acionistas e outros acordos de voto depositados na sede social (art. 118, § 8º), ou a decisões judiciais ou arbitrais relacionadas à ordem do dia.

A conduta abusiva por parte do presidente da mesa ou do secretário é punível pelas regras de abuso de direito ou de poder de controle da própria lei societária, caso se trate de acionistas ou administradores. Na hipótese de se tratar de pessoas externas à companhia, como advogados contratados pela companhia, por exemplo, estes deverão ser acionados por meio das regras civis gerais de responsabilização pelos danos causados¹⁷⁶.

O art. 128, é de se ressaltar, omitiu-se, infelizmente, de tratar de qualquer disciplina específica de responsabilidade na condução dos trabalhos assembleares, o que acaba por abrir margens maiores do que o desejável para a prática de abusos na condução da assembleia.

¹⁷⁵ O art. 328 do *Companies Act* britânico, de 2006, a propósito, é expresso ao autorizar que “[a] proxy may be elected to be the chairman of a general meeting by a resolution of the company passed at the meeting”.

¹⁷⁶ De forma completa sobre o papel do presidente da assembleia geral, suas responsabilidades, obrigações e deveres, cf. ALAGNA, Sergio, *Il presidente dell’assemblea nella società per azioni*, Giuffrè, Milão, 2005; FELSANI, Fabiana Massa, *Il ruolo del presidente nell’assemblea della s.p.a.*, Giuffrè, Milão, 2004; GALGANO, Francesco, *Diritto commerciale – le società*, ed. 16, Zanichelli, Bolonha, 2006, pp. 279 e ss.; e MENEZES CORDEIRO, António, *Manual de direito das sociedades*, v. 2, Almedina, Coimbra, 2006, pp. 717 e ss..

O art. 134, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações exige a presença, nas assembleias gerais ordinárias, de pelo menos um dos administradores da companhia (diretor ou conselheiro de administração) e do auditor independente e seu representante; o art. 164 da mesma lei determina que pelo menos um dos membros do conselho fiscal, se instalado, também deverá comparecer à assembleia.

Se a presença de alguma dessas pessoas não for verificada, a assembleia pode ser suspensa ou anulada, caso a referida exigência legal não tenha sido dispensada expressamente pelos acionistas presentes (com e sem direito de voto, uma vez que os acionistas sem direito de voto têm o direito a solicitar esclarecimentos em assembleia), e algum dos acionistas presentes não tenha seus questionamentos adequadamente respondidos (art. 134, § 2º). Se não houve qualquer questionamento à mesa durante a assembleia ou manifestação no sentido de que a presença das pessoas indicadas anteriormente seria necessária, não há fundamento para o requerimento posterior anulação das deliberações.

A suspensão da assembleia, para a realização de diligências necessárias ou por outras razões, pode ser proposta por qualquer acionista presente ou pela mesa, mas apenas pode ser decidida pelo voto da maioria dos acionistas presentes (com ou sem direito de voto, uma vez que a continuação da assembleia em nova data afeta igualmente os acionistas sem direito de voto, inclusive em termos de custos de comparecimento para acompanhamento dos trabalhos) (134, § 2º).

No caso de se tratar de assembleia geral ordinária e extraordinária, ou extraordinária e ordinária, cumuladas na mesma data, horário e local, ainda que sejam duas assembleias distintas, por conveniência podem ser convocadas por meio do mesmo edital e registradas conjuntamente na mesma ata (art. 131, § único). A lista de presença e a página do livro de registro de presença de acionistas podem, igualmente, ser as mesmas.

Os requisitos para cada uma, contudo, permanecem específicos, tais como quoruns de instalação e votação, e cada qual continua a ser uma assembleia distinta da outra, conforme se discutirá com um pouco mais de detalhes no item 7.1 a seguir.

Por fim, o art. 130 da Lei das Sociedades por Ações trata da forma de lavratura da ata da assembleia geral. O dispositivo determina que os trabalhos e deliberações da assembleia sejam registrados em ata, a qual será assinada pelos membros da mesa (presidente e secretário) e pelos acionistas presentes, sendo necessária, para sua validade, a assinatura, pelo menos, de quantos bastem para constituir a maioria necessária para as deliberações tomadas em assembleia.

Ou seja, se por qualquer razão, alguns dos acionistas presentes, ainda que tenham assinado o livro de presença, não assinem a ata, esta apenas será válida se contar com assinaturas de acionistas que representem a maioria necessária para a aprovação das deliberações ali constantes. Se houver assinaturas suficientes para a aprovação de parte das deliberações, estas serão válidas, não o sendo válidas as demais deliberações.

De acordo com o dispositivo, ainda, mesmo que o presidente e o secretário não assinem a ata, a assinatura de acionistas que representem a maioria necessária para a aprovação das matérias é suficiente para torná-la válida.

A mesa deverá fornecer certidões (declarações de conteúdo da ata) ou cópias autênticas (declaradas como idênticas à original pelo presidente e secretário, e por estes assinada), a quem as solicitar. O fornecimento de vias originais, ainda que desejável do ponto de vista do bom relacionamento entre administradores e acionistas, especialmente em companhias fechadas com poucos acionistas, não é obrigatório e pode vir a ser um entrave em companhias com muitos acionistas.

Há duas formas de lavratura da ata: na forma de lavratura integral dos fatos ocorridos e na forma de sumário. A mesa assemblear pode sugerir a forma de lavratura e, havendo divergência, a maioria dos acionistas presentes (com ou sem direito de voto) decide a respeito.

A diferença entre uma e outra é que, na primeira, todas as manifestações apresentadas pelos presentes durante a assembleia, por escrito ou verbais, devem ser transcritas no corpo da própria ata; na segunda, as manifestações, por escrito ou verbais, devem ser mencionadas na ata e as escritas, anexadas.

Na prática, a forma sumária é permitida para agilizar os trabalhos assembleares e reduzir custos de publicação. Além disso, também na prática, não há qualquer impedimento em se lavrar, por exemplo, uma ata em forma integral dos fatos ocorridos e a ela anexar as manifestações escritas ao invés de transcrevê-las, ou qualquer outro modo de sobreposição entre uma forma ou outra de lavratura.

O importante é, caso seja decidido pela lavratura da ata em forma de sumário, que todas as manifestações sejam sempre mencionadas no corpo da ata, indicando pelo menos o seu sentido (se foi um voto a favor, um voto contra, um pedido de esclarecimento a respeito de determinado assunto e assim por diante) e que todas as manifestações escritas sejam anexadas à ata, recebidas pela mesa, numeradas sequencialmente, autenticadas também pela mesa e arquivadas na sede da companhia (art. 130, § 1º).

A mesa, ainda, deverá fornecer cópias autênticas de todas as manifestações escritas apresentadas ao acionista, presente ou não na assembleia, que o solicitar.

6. Quoruns

Cabe à mesa assemblear também, como adiantado, verificar e respeitar os quoruns determinados para as assembleias gerais, tanto no que diz respeito à instalação do conclave, quanto para a aprovação das matérias colocadas em deliberação.

As regras de quorum estabelecidas pela lei têm relação direta, de um lado, com a função do princípio majoritário no funcionamento da organização empresarial, discutida neste estudo anteriormente, assim como, de outro lado, com os mecanismos que visam assegurar a participação representativa dos acionistas, ou de grupos específicos, em certas deliberações e atos da vida social¹⁷⁷.

¹⁷⁷ Para discussões específicas sobre quorum, de instalação e de deliberação, ver, por exemplo, BOITEAUX, Fernando Netto, *Voto minoritário e quorum na assembléia geral da sociedade anônima*, in *RDM*, n. 75, 1989, p. 100 e ss.; COMPARATO, Fábio Konder, *A natureza da sociedade anônima e a questão da derogabilidade das regras legais de "quorum" nas assembléias gerais e reuniões do conselho de administração*, in *RDM*, n. 27, 1978, pp. 89 e ss.; COMPARATO, Fábio Konder, *Eleição de diretores em companhia aberta. validade e eficácia de reuniões do conselho de administração de sociedade anônima. quorum deliberativo em assembléias gerais de companhia aberta*, in *Direito empresarial: estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 181 e ss.; e LAMY FILHO, Alfredo, *Aumento de quorum de instalação das ag - conceito de capital social - ações preferenciais*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 293 e ss..

O funcionamento da organização societária pressupõe a relativização do poder individual de cada parte do contrato de sociedade. Assim, a regra geral na organização societária, de inspiração democrática e com objetivos econômicos pragmáticos, é a delegação do poder de decisão à maioria, regra essa aceita pelos sócios no ato da associação àquele contrato.

Assim, o art. 129 da Lei das Sociedades por Ações estabelece a regra geral de que as deliberações da assembleia geral serão tomadas por maioria absoluta de votos, descontados os votos em branco. Ou seja, a aprovação de cada matéria dependerá de votos favoráveis que representem mais do que a metade de todos os votos proferidos na assembleia, de todos os acionistas presentes com direito a voto, desconsiderados aqueles em branco tanto da contabilização da totalidade dos votos proferidos, quanto da contabilização dos votos em determinado sentido, devendo as abstenções ser consideradas justamente votos em branco¹⁷⁸, para todos os fins¹⁷⁹.

¹⁷⁸ “O *quorum* de deliberação é formado unicamente por aquelas ações votantes que efetivamente se manifestaram sobre a proposta respectiva a favor ou contra. Exclui-se desse cômputo os votos em branco, neles compreendidos os que nada declararam, os que se abstiveram ou os que votaram fora da matéria em pauta, ou, ainda, os votos dissidentes em acordo de voto em bloco (art. 118, § 8º)” (CARVALHOSA, Modesto, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 2, ed. 4, Saraiva, São Paulo, 2009, p. 750). De se notar, ainda, que alguns estatutos sociais são expressos no sentido de que as abstenções e os votos em branco não podem contar para o *quorum* de deliberação. Diante do teor do art. 129 da Lei das Sociedades por Ações, parece também vedado que o estatuto social disponha de maneira diversa e estabeleça que os votos em branco ou as abstenções contem como votos favoráveis ou como votos contrários para determinada deliberação.

¹⁷⁹ Cf. PICCHI, Flavio Augusto, *Regras de quorum: espécies, votos em branco e nulos, empate*, in FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.), *Direito societário contemporâneo I*, Quartier Latin, São Paulo, 2009, pp. 183 e ss.. O autor, a propósito, defende que o acionista que se absteve de votar ou que votou em branco na deliberação a respeito das demonstrações financeiras e contas dos administradores, deixa de ter o direito de propor ação de responsabilidade contra os mesmos administradores, exceto nos casos de dolo, erro, fraude ou simulação (p. 198). A afirmação é imprecisa. O que o art. 134, § 3º, da Lei das Sociedades por Ações determina é que a *aprovação* sem reserva das demonstrações financeiras e das contas exonera de responsabilidade os administradores. Quem se abstém ou vota em branco, é verdade, não faz reserva; mas também, e principalmente, não *aprova*. Se o acionista não aprova, seja porque reprovou expressamente, seja porque se absteve ou votou em branco, sequer precisa fazer ressalva. Não aprovando, o acionista, dentro dos prazos de prescrição aplicáveis, e seguindo-se os trâmites necessários para a propositura de ação de responsabilidade, pela própria sociedade ou em seu lugar, permanece com os seus direitos de procurar o questionamento judicial das atitudes dos administradores enquanto gestores de sua propriedade. Na prática, ademais, a abstenção ou o voto em branco consistem em instrumentos não apenas de acionistas desapegados à importância da manifestação de vontade nas deliberações sociais, mas também de acionistas que, justamente ao contrário, pretendem expressar sua vontade por meio da neutralidade na deliberação ou por meio dos efeitos da abstenção ou do voto em branco em cada específica deliberação. A abstenção ou o voto em branco podem servir ainda nas ocasiões em que o substrato informacional disponibilizado pela companhia não foi considerado suficiente pelo acionista para a tomada de decisão, situação em que, sendo legítima, corretamente não poderia implicar perda de direitos para o acionista que assim exercer o seu direito de voto. Também discutível a afirmação de que o disposto no art. 202, § 3º, da Lei das Sociedades por Ações consiste em sanção para o absentismo acionário. A lei societária não parece ter pretendido com esse dispositivo incentivar o comparecimento do acionista na assembleia, sob pena de eventuais prejuízos patrimoniais; ao

Havendo mais do que duas alternativas de votação – três chapas diferentes para o conselho de administração, por exemplo –, se uma delas obtiver 40% dos votos e as outras duas obtiverem 30% dos votos cada, a que recebeu a maior parte dos votos não será considerada aprovada, uma vez que não obteve a maioria absoluta dos votos.

Se, por certa perspectiva, as regras de quorum objetivam o funcionamento da organização societária sem que seja necessário, em geral, o excessivamente custoso consentimento unânime entre as partes do contrato de sociedade, por outra perspectiva, invertida, há um piso e outras regras complementares que determinam os limites inferiores da derrogação do poder de cada parte contratante no contrato de sociedade.

Ao falar de maioria de votos, por exemplo, ainda que tautologicamente, a lei quer dizer que votos válidos que representem menos do que a maioria não são suficientes para aprovar determinada matéria e, por consequência, dentro do esquema societário, obrigar os demais sócios àquela decisão. A mesma lógica é replicada, com mais rigor, em situações nas quais a lei societária identifica interesses especiais a serem tutelados, e para as quais são designados quoruns específicos, para instalação de assembleias ou deliberações, seja para assegurar uma maioria qualificada em deliberações tidas como mais relevantes para a sociedade, seja para assegurar a representatividade de determinado grupo integrante da organização societária.

Assim, o art. 8º da Lei das Sociedades por Ações, por exemplo, determina que a assembleia geral que escolherá os avaliadores de bens a serem aportados ao capital social de nova companhia deverá ser instalada, em primeira convocação, com subscritores que representem, pelo menos, metade do capital social da nova companhia, independentemente de serem acionistas titulares de ações com direito a voto ou não. O mesmo quorum é

contrário, o objetivo é simplesmente não tornar excessivamente custosa a tomada de uma decisão que, do ponto de vista da administração e do interesse da companhia, pode ser fundamental para as atividades sociais, em uma matéria que já goza de proteção legal especial. Com efeito, por se tratar do direito ao dividendo mínimo obrigatório, o dispositivo, em caráter protetivo patentemente excepcional, atribui o extraordinário poder de vetar a deliberação de redução do valor a ser pago a título de dividendo mínimo obrigatório ou de retenção de todo o lucro líquido a qualquer acionista presente, independentemente de participação social e de disposição ou não de direito de voto. Assim, sabiamente, no mesmo dispositivo, a lei tão somente dispensou a impraticável exigência de consentimento expresso, ou não reprovação expressa, por parte da totalidade os acionistas da companhia, o que implicaria na necessidade da presença na assembleia de todos os acionistas da companhia, fato, que, por sua vez, tende a ser impossível em companhias com número expressivo de acionistas.

exigido para a instalação, em primeira convocação, da assembleia de constituição de uma nova companhia e da assembleia convocada para sanar falta ou irregularidade na constituição (arts. 87 e 97, § 1º). Em ambos os casos, a assembleia se instalará, em segunda convocação, com qualquer número de presentes.

O art. 125, diferentemente, determina que, em regra, a assembleia geral, ordinária ou extraordinária, será instalada, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem pelo menos 1/4 do capital social com direito a voto. Em segunda convocação, a assembleia se instalará com qualquer número de presentes.

A assembleia geral extraordinária convocada para a reforma do estatuto social, entretanto, de acordo com o art. 135, apenas poderá ser instalada, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem pelo menos 2/3 do capital social com direito a voto, e, em segunda chamada, com qualquer número. O mesmo ocorre com as assembleias convocadas para deliberar sobre a incorporação, fusão ou cisão de companhia, uma vez que o art. 223 determina que as referidas operações deverão ser “deliberadas na forma prevista para a alteração dos respectivos estatutos”.

As assembleias de debenturistas, de forma equivalente, também devem ser instaladas, em primeira chamada, apenas se contarem com a presença de debenturistas que representem pelo menos a metade das debêntures em circulação, de acordo com o art. 71, § 3º, sendo que as deliberações nunca poderão ser aprovadas por debenturistas que representem menos do que a metade das debêntures em circulação (§ 5º). Esta mesma regra aplica-se às reformas do estatuto social que pretendam reduzir as vantagens conferidas a partes beneficiárias emitidas pela companhia, deliberações essas que deverão ser aprovadas por titulares de pelo menos a metade das partes beneficiárias emitidas.

É a maioria de votos de todos os acionistas da companhia, independentemente de sua espécie ou classe, que poderá escolher os peritos ou empresa especializada responsável pela avaliação da ação, para fins de reembolso, nos casos assim previstos pelo estatuto social (art. 45, § 4º).

O quorum qualificado de, pelo menos a metade das ações com direito de voto, é previsto, de outra feita, e de forma central na Lei das Sociedades por Ações, pelo art. 136.

Esse dispositivo prevê, em seus incisos, que o referido quorum qualificado será necessário para a aprovação das seguintes matérias: (i) criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto; (ii) alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida; (iii) redução do dividendo obrigatório; (iv) fusão da companhia, ou sua incorporação em outra; (v) participação em grupo de sociedades (art. 265); (vi) mudança do objeto da companhia; (vii) cessação do estado de liquidação da companhia; (viii) criação de partes beneficiárias; (ix) cisão da companhia; e (x) dissolução da companhia.

Nos casos mencionados em (i) e (ii), ainda, a aprovação das respectivas matérias depende de prévia aprovação ou ratificação, dentro de 1 ano, contado da deliberação, por acionistas que representem mais do que a metade de cada classe de ações preferenciais prejudicadas, em assembleia especial (§§ 1º e 4º).

O art. 215, § 1º, por sua vez, estabelece que a assembleia geral da companhia em liquidação poderá determinar condições especiais de partilha do ativo remanescente apenas com a aprovação de acionistas que representem pelo menos 90% da totalidade das ações emitidas pela companhia, após pagos ou garantidos os credores.

Já o art. 221 prevê a necessidade de consentimento unânime de todos os sócios, com ou sem direito de voto, para a aprovação da transformação da sociedade, a menos que esta já esteja prevista no estatuto social.

A lei estabelece, adicionalmente, alguns outros quoruns ainda mais especificamente voltados à garantia de representatividade de determinados grupos. Assim ocorre, por exemplo, com o art. 105 (5% do capital social, para requisição de ordem judicial para exibição dos livros da companhia); art. 123, § único, “d” (5% do capital votante ou das ações sem direito de voto, para convocação da assembleia geral, quando pedido fundamentado de convocação não for atendido pelos administradores); art. 126, § 3º (0,5% do capital social, para solicitar relação de endereços dos acionistas); art. 141, *caput* (10% das ações com direito a voto, para solicitar votação por voto múltiplo); art. 141, §§ 4º a 6º (acionistas minoritários titulares de 15% das ações com direito a voto em companhia

aberta, ações preferenciais que representem pelo menos 10% do capital social, ou a soma de ações com direito a voto de acionistas minoritários e de ações preferenciais que representem, em conjunto, pelo menos 10% do capital social, para eleger membro do conselho de administração em separado); art. 157, § 1º (5% do capital social, para solicitar informações relativas aos administradores, como o número de valores mobiliários de emissão da companhia detidos, entre outras); art. 159, § 4º (5% do capital social, para propositura de ação de responsabilidade contra administrador); art. 161, § 2º (10% das ações com direito a voto ou 5% das ações sem direito a voto, para instalação do conselho fiscal); art. 161, § 4º, (acionistas minoritários titulares de pelo menos 10% das ações com direito de voto ou os acionistas preferencialistas, independentemente do número de ações que possuírem, poderão eleger um membro em separado para o conselho fiscal, sendo que a deliberação na votação em separado deverá ser tomada por maioria simples dos votos); art. 163, § 6º (5% do capital social, para solicitação de informações diretamente ao conselho fiscal); art. 239 (acionistas minoritários titulares de qualquer número de ações têm o direito de eleger um membro do conselho de administração de sociedade de economia mista, em separado, deliberação essa a ser tomada por maioria simples dos votantes); art. 240 (acionistas minoritários e acionistas preferencialistas titulares de qualquer número de ações têm o direito de eleger um membro, cada, do conselho fiscal de sociedade de economia mista, em separado, deliberações essas a serem tomadas por maioria simples dos votantes); art. 246, § 1º, “a” (5% do capital social, para propositura de ação para reparação de danos causados por sociedade controladora); art. 277 (5% das ações ordinárias ou das ações preferenciais sem direito de voto, para pedido de instalação de conselho fiscal em companhia filiada a grupo).

O art. 140, IV, estabelece também que o conselho de administração deliberará por maioria dos votos proferidos em cada reunião (e não por maioria do total de membros em exercício), a menos que o estatuto social estabeleça de forma diversa, inclusive com relação à instalação das reuniões do órgão.

A lei utiliza, portanto, na distribuição de quoruns, além dos percentuais para cada situação, delimitações do grupo sobre os quais os percentuais são aplicados. Assim, como se viu, há dispositivos que levam em consideração todos os acionistas, independentemente de espécie ou classe de ações, ou de serem acionistas controladores ou minoritários; há dispositivos que fazem referência à totalidade do capital social, ou a apenas certo grupo de

acionistas; há dispositivos que tratam apenas dos votos presentes para a tomada da maioria (maioria simples) ou para a verificação de quorum qualificado e há dispositivos que levam em consideração ou todo o capital social ou todo o conjunto de ações ou outros títulos emitidos ou em circulação para o cálculo da maioria (maioria absoluta) ou para a verificação de quorum qualificado.

A autonomia prevista em lei para que o estatuto social, em determinados casos, incremente o quorum de deliberação, permite aos acionistas adequarem os referidos quoruns para situações específicas e individuais de cada companhia, para as quais se entenda que o quorum previsto em lei deve ser aumentado para refletir a importância daquela matéria para aquela sociedade e para aquela composição societária.

Os arts. 129, § 1º, e 136, *caput*, preveem expressamente a possibilidade de aumento dos quoruns de deliberação pelo estatuto social, desde que a matéria seja especificada (não pode ser genérica, nem atribuída à decisão da maioria ou dos administradores). Essa faculdade, contudo, é atribuída apenas às companhias fechadas. As companhias abertas devem seguir estritamente os quoruns determinados pela lei, inclusive para que a inserção de quoruns qualificados não se transforme em instrumento de manutenção do *status quo* vigente da administração ou do controle, por exemplo.

A mesma autonomia não parece ter sido conferida pela lei com relação aos quoruns de instalação.

Enquanto os artigos mencionados acima preveem expressamente a possibilidade de aumento dos quoruns de deliberação, ainda que apenas para as companhias fechadas, nada na lei societária indica que a mesma faculdade seria extensível aos quoruns de instalação.

Ainda que a dispositividade fizesse sentido para essa matéria, o fato é que a lei preferiu tratar de forma expressa a situação – equivalente – dos quoruns de deliberação, enquanto se calou com relação aos quoruns de instalação, o que permite a interpretação de que não houve flexibilidade da lei para este último caso.

Além disso, uma vez determinados pela lei os quoruns mínimos de instalação, e já que há liberdade ou expressa preocupação da própria lei, conforme o caso, para a determinação

dos quoruns de deliberação, não haveria de fato grandes ganhos por parte da companhia com o incremento do quorum de instalação. Se a deliberação já está controlada pelo quorum de deliberação, o aumento do quorum de instalação contribuiria apenas para gerar mais óbices e custos para a participação dos acionistas nas discussões sociais.

Para os casos de companhia com capital disperso no mercado, o art. 136, §§ 2º e 3º, permite que a companhia aberta requeira da Comissão de Valores Mobiliários autorização para redução do quorum de deliberação previsto no *caput* do mesmo art. 136, aplicável às matérias elencadas em seus incisos.

A autorização pode ou não ser outorgada pela autarquia e a lei não determina parâmetros específicos que possam balizar uma ou outra decisão, os quais têm sido debatidos nos precedentes administrativos¹⁸⁰, que, até aqui, firmam o entendimento de que a companhia deve ao menos demonstrar “esforço adicional”, para agremiar o número necessário de acionistas em suas assembleias. Como exemplos concretos de “esforço adicional” já foram citadas a publicação dos editais de convocação com prazo de antecedência superior ao previsto em lei, a publicação de edital também em inglês, caso a base de acionistas estrangeiros seja significativa e o comprometimento de realização de pedido público de procuração, por exemplo.

Os únicos requisitos estabelecidos pela lei, no entanto, são: que as três últimas assembleias da companhia tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto, e que a deliberação com o quorum reduzido seja adotada apenas na terceira convocação. O primeiro dos requisitos é objetivo e de fácil constatação. O segundo, no entanto, exige algum esforço de interpretação da lei.

Como o art. 136 não estabelece nenhum quorum de instalação específico, o correto é a aplicação da regra geral estabelecida no *caput* do art. 125: no mínimo 1/4 do capital social com direito a voto em primeira convocação e qualquer número em segunda convocação. Seguindo-se essa regra de forma literal, no entanto, seria difícil encontrar uma justificativa para uma terceira convocação.

¹⁸⁰ Cf., por exemplo, os processos CVM n.º RJ 2012/6610, n.º RJ 2011/9443, n.º RJ 2009/10433.

Como a assembleia seria instalada de qualquer maneira em segunda convocação (mesmo que com nenhum acionista), não haveria necessidade de terceira convocação.

A primeira conclusão a ser extraída desse raciocínio seria que, instalada a assembleia, ainda que em segunda convocação, e não havendo quorum possível de aprovação, a matéria não foi aprovada. Mas como a lei fala de uma terceira convocação, então essa não parece ser a conclusão acertada.

Uma forma de se compatibilizar ambos os dispositivos legais, de modo que em princípio não corrompa o sistema da Lei das Sociedades por Ações ou não acarrete prejuízos a nenhum dos interessados, seria optar pela aplicação da regra geral do *caput* do art. 125 para as duas primeiras convocações e enxergar a terceira convocação, a que faz referência o art. 136, § 2º, como uma convocação extra, assegurada pela lei apenas nos casos em que a Comissão de Valores Mobiliários autorizou a redução do quorum de deliberação.

Ou seja, se não houver a autorização por parte da autarquia (ou se se tratar de companhia fechada), e na segunda convocação a assembleia não contou com a presença de acionistas que representavam, em sua totalidade, o quorum mínimo que seria necessário para a aprovação da matéria, a referida matéria deverá ser considerada não aprovada (ou ineficaz a aprovação pela assembleia geral dos acionistas).

Caso a administração deseje recolocar a matéria em deliberação, deverá renovar todo o procedimento de convocação. Se, de outro lado, a Comissão de Valores Mobiliários autorizou a redução do quorum de deliberação, então uma terceira convocação poderá ser realizada.

A assembleia convocada em terceira convocação poderá ser instalada, igualmente, com qualquer número de presentes e deliberará de acordo com o que foi autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários.

Se o número de presentes também não atingiu o quorum reduzido de deliberação, então a matéria será considerada não aprovada, não havendo justificativa para uma quarta convocação.

Ainda no que diz respeito à possibilidade de redução dos quoruns previstos em lei pela Comissão de Valores Mobiliários, o art. 291 prevê que a autarquia poderá, também, mediante fixação de escalas em função do valor do capital social, e aplicável às companhias abertas, reduzir as porcentagens mínimas indicadas nos arts. 105; 123, § único, “c”; 141, *caput*; 157, § 1º; 159, § 4º; 161, § 2º; 163, § 6º; 246, § 1º, “a”; e 277. Não se trata de quoruns de deliberação, mas de percentuais mínimos, já mencionados acima, criados para garantia de representatividade por parte de determinados grupos em determinadas situações societárias selecionadas pela lei.

Para o caso específico do percentual mínimo necessário para o requerimento de adoção do voto múltiplo, a Comissão de Valores Mobiliários emitiu a Instrução CVM n.º 165/91, com escala de redução do percentual mínimo para essa situação; para as demais hipóteses previstas no art. 291, ainda não há regulamentação específica¹⁸¹.

A disciplina legal relacionada aos quoruns não é, portanto, elementar. E, como seria de se esperar, algumas situações práticas não encontram resposta imediata na lei.

Não há solução clara, por exemplo, para as hipóteses em que uma assembleia inclui, entre os itens de sua ordem do dia, matérias que exigem quoruns de instalação diferentes.

Suponha-se uma assembleia geral extraordinária convocada para a aprovação da celebração um contrato de financiamento, por exigência do estatuto social, e para a alteração de outra disposição, não relacionada, do estatuto social.

A deliberação a respeito da celebração do contrato exige, em primeira convocação, pela regra geral (art. 125), a presença de acionistas representando 1/4 do capital social com

¹⁸¹ Ver, a respeito, correspondência da Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC à Comissão de Valores Mobiliários, datada de 25 de abril de 2013, com sugestões para a regulamentação de outras hipóteses de redução de percentuais mínimos legais (disponível no seguinte endereço eletrônico: http://www.amecbrasil.org.br/doc2/Carta_Presi_02_13_Artigo_291.pdf).

direito de voto; enquanto que a deliberação sobre a alteração do estatuto social exige, em primeira convocação, a presença de acionistas representando 2/3 do capital social.

Se fosse verificada a presença de acionistas representando metade do capital social, a assembleia poderia ser instalada para deliberação apenas a respeito da primeira matéria?

Não parece haver óbice para isso. A assembleia foi convocada, os acionistas estão cientes da matéria a ser deliberada e tiveram oportunidade para comparecer. Não há por que fazer com que a companhia aguarde mais tempo para deliberar sobre matéria que já conta com número mínimo de acionistas presentes para instalação.

É claro que a matéria que não poderá ser votada deverá ser reincluída na pauta da segunda chamada da assembleia, a qual, com a devida ressalva feita no edital de convocação, deliberará apenas sobre o assunto remanescente.

Não haveria segmentação indevida de uma mesma assembleia, a qual poderia simplesmente se desdobrar em dois eventos, desde que respeitados os prazos para a segunda chamada e as obrigações normais de informação. Não há prejuízo prático aos acionistas e pode haver ganho de tempo e eventualmente de custos para a companhia.

Após a instalação para deliberação sobre a primeira matéria, se for do interesse da companhia, e se for aprovado pela maioria dos presentes, nada impede também que toda a pauta seja deixada para a segunda chamada. Mas isso não seria obrigatório.

Situação semelhante ocorreria no caso de convocação de assembleia geral ordinária e extraordinária.

A análise é mais simples, pois, em termos teóricos, trata-se de duas assembleias distintas, apenas aproveitando-se da mesma estrutura de realização. Mas a conclusão é equivalente: se a matéria da assembleia geral extraordinária exigir quorum de instalação qualificado, e este não for verificado, nada impedirá que, havendo quorum para tanto, a assembleia geral ordinária seja instalada e delibere a respeito dos respectivos itens da ordem do dia. Será, então, realizada a segunda convocação apenas para a assembleia geral

extraordinária. Nesse caso, será feita uma lista de presença específica para a assembleia geral ordinária.

Pergunta similar a respeito do quorum de instalação necessário poderia ser feita para a hipótese de assembleia convocada especificamente para a substituição de membro do conselho de administração eleito em separado pelos acionistas ordinaristas minoritários.

Suponha-se que os referidos acionistas representem menos do que 1/4 do capital social com direito de voto. Nesse caso, a totalidade dos interessados diretos na deliberação seria titular de quantidade de ações inferior ao exigido para a instalação da assembleia em primeira chamada.

Não há, contudo, previsão para derrogação automática da exigência de quorum mínimo de instalação previsto no art. 125 da Lei das Sociedades por Ações. Ou seja, a presença de acionistas que representem pelo menos 1/4 das ações com direito de voto deverá ser observada para instalação em primeira convocação, mesmo que parte desses acionistas sequer possa votar na deliberação.

Poder-se-ia falar de assembleia especial para esse caso, ou – com ainda mais propriedade – se se tratasse de eleição em separado por acionistas preferencialistas. Mas o fato é que a lei não traz previsão expressa para esse tipo de assembleia especial, de forma que se deve, mesmo, seguir a regra geral do art. 125¹⁸².

Há ainda ocasiões, raras, mas reais, em que os titulares da maioria das ações da companhia, sendo controladores ou não na acepção do art. 116 da Lei das Sociedades por Ações, comparecem à assembleia, mas não votam ou se abstêm.

A recente lei 12.767/12, resultado da conversão em lei da MP n.º 577/12, e que disciplina a intervenção administrativa em concessionárias de serviço público de energia

¹⁸² Cf. o processo CVM n.º RJ2012/6610, a respeito de requerimento para redução de quorum qualificado, nos termos do art. 136, com dispensa pelo Colegiado de demonstração de esforços adicionais para a convocação de acionistas, em operação de incorporação envolvendo as empresas relacionadas PortX e MMX. Ver também, para assunto distinto, mas igualmente com discussão em matéria de quorum de deliberação, artigo de autoria de Francisco Mussnich e Guilherme Setoguti J. Pereira publicado no jornal Valor Econômico, edição do dia 24 de outubro de 2012, p. E2, que discute o quorum necessário para a deliberação de inclusão de cláusula arbitral no estatuto social.

elétrica, por exemplo, dispõe que, no caso de intervenção, o controlador da concessionária mantém a sua propriedade sobre as ações, mas perde o poder de indicar os administradores e mesmo de convocar assembleias gerais (art. 7º). Na prática, essa disposição gera, e gerou¹⁸³, situações curiosas, nas quais as responsabilidades e direitos do controlador, e seu próprio status de controlador, tornam-se incertos.

Se o controlador não pode mais indicar os administradores e não pode convocar as assembleias, é de se intuir que também terá menor acesso e controle a respeito das atividades sociais e da elaboração das demonstrações financeiras, por exemplo. Nesse caso, ele continuará a ser titular da maioria das ações de emissão da companhia, continuará, provavelmente, a ter pelo menos parte das responsabilidades de controlador, mas deixa de ter o acesso às informações correspondentes.

Não é difícil imaginar, nesse contexto, uma resistência do controlador a ser o responsável direto pela aprovação de propostas e contas que definitivamente não foram produzidas sob o seu monitoramento.

A consequência é a possibilidade de assembleias em que há quorum de instalação suficiente, mas em que a maioria dos votos apresentados é de abstenção.

Em se tratando de aprovação das demonstrações financeiras, e considerando-se que as abstenções contam como voto em branco, e portanto devem ser excluídas da base de votos, a situação se resolveria se a maioria dos acionistas não controladores presentes aprovasse as demonstrações financeiras, mesmo que sejam titulares de parcela pouco relevante do capital social total. Caso a matéria seja outra e o quorum de deliberação seja de maioria absoluta do capital social ou das ações com direito a voto, por exemplo, a matéria não teria como ser aprovada, em razão de abstenção ou voto contrário do próprio controlador.

¹⁸³ Nas assembleias gerais ordinárias de 2013 das distribuidoras de energia elétrica Cemat e Enersul, por exemplo, as demonstrações financeiras e contas da administração foram “aprovadas” com abstenção de voto por parte da própria controladora, a holding Rede Energia S.A.. A Cemat e a Enersul encontravam-se sob administração judicial, nos termos da Lei n.º 12.767/12. Por consequência, eram administradas por administradores indicados pela ANEEL e não pela controladora, a qual não teve acesso, pelo menos de modo proporcional ao ônus de seu voto como controladora, às informações sobre as atividades sociais, produção dos documentos contábeis e trabalhos de auditoria. Nesse contexto, a controladora optou por se abster de votar as demonstrações financeiras e contas dos administradores judiciais. As respectivas atas estão disponibilizadas na página eletrônica da Comissão de Valores Mobiliários.

7. Deliberações

Os procedimentos práticos de deliberação são, curiosamente, negligenciados pela lei. Embora decisões como a ordem de votação e a forma de apresentação das propostas possam ser de extrema relevância para os resultados e, por consequência, para assegurar o adequado exercício do direito de voto, elas passam ao largo da disciplina legal do voto. Mesmo a responsabilidade da mesa assemblear, a quem caberia a observação da justiça e equilíbrio desses procedimentos, é pouco ou nada abordada pela lei societária.

A lei é caracteristicamente detalhista e antecipadora de diversas situações do dia a dia societário em outras matérias. Para os procedimentos de votação e condução dos trabalhos assembleares, no entanto, deixou a desejar. Infelizmente não são procedimentos em que o bom senso seria suficiente para assegurar a equidade das práticas. Da mesma forma, a pouca experiência, morosidade e heterogeneidade das decisões judiciais no país também em nada contribuíram até aqui para a definição de regras e parâmetros para os procedimentos de deliberação.

A consequência é que, nesse espaço não alcançado pela disciplina societária, nascem frequentes e recorrentes oportunidades para abusos por parte de administradores, controladores e mesmo minoritários, com relação à utilização do direito de voto ou dos direitos a ele associados, como o de informação.

Não raro, é justamente na condução dos procedimentos assembleares que são cometidos os abusos mais graves e mais prejudiciais ao direito de voto. Situações que vão desde a criação de dificuldades para que os acionistas minoritários acessem os recintos em que ocorrerão as assembleias, até negação de direito de manifestação.

A omissão da Lei das Sociedades por Ações nesse particular confere mais liberdade para o cometimento das irregularidades e deixa de fornecer instrumentos firmes para que os acionistas questionem essas irregularidades perante a própria administração ou perante o judiciário. Como já registrado anteriormente, o art. 128 da Lei das Sociedades por Ações nada diz a respeito das responsabilidades da mesa assemblear.

São situações não incomuns e que desde sempre povoam com acontecimentos quase que anedotais, mas indignatórios, os anais do direito societário brasileiro. Um direito societário que ainda é formado, em sua grande maioria, por sociedades com controle concentrado, poucos acionistas minoritários, à margem da supervisão regulatória e longe da fiscalização por parte de imprensa especializada ou analistas de mercado.

Estórias como a utilização de seguranças em assembleias de usinas de cana-de-açúcar para impedir a entrada de acionistas na sede da companhia, da realização de duas assembleias diferentes ao mesmo tempo, uma por cada grupo de acionistas, em duas salas diferentes do mesmo edifício da sede social, ou a colocação de máquinas agrícolas e tratores na pista de pouso que servia como o único acesso ao recinto onde se realizaria a assembleia geral de determinada companhia, são conhecidas, reais e convivem no mesmo ambiente jurídico que ora se dispõe a discutir, no outro extremo da escala, assembleias virtuais, *proxy voting* e aluguel de ações.

Não são questões de pouca importância. O controle dos procedimentos assembleares é tão fundamental para a proteção dos direitos dos acionistas, e para o avanço do direito societário, quanto quaisquer outras regras de quorum, conflito de interesse ou responsabilidade dos administradores e controlador, especialmente tendo-se em conta a amplitude do direito societário brasileiro, em termos qualitativos e geográficos.

7.1 Ordem de votação

A votação das matérias deve seguir a ordem indicada no edital de convocação. Essa ordem apenas pode ser alterada mediante a aprovação da maioria dos presentes.

Se forem convocadas assembleias geral ordinária e extraordinária para a mesma data, horário e local, a ordem de votação das matérias ordinárias, de um lado, e extraordinárias, de outro, também deverá seguir aquela indicada no edital de convocação e somente poderá ser alterada, igualmente, com a aprovação da maioria dos presentes.

O acionista que assim o desejar poderá se retirar da assembleia e retirar o seu nome da lista de acionistas presentes no momento em que se passar da assembleia geral ordinária para a assembleia geral extraordinária, ou vice-versa. Do mesmo modo, o acionista

presente no início dos trabalhos pode deixar de participar da primeira assembleia e participar apenas da seguinte. Apenas não o poderá fazer dentro de cada uma das assembleias, entre as deliberações de cada item da respectiva assembleia.

Assim como o acionista tem o direito de se abster nas votações, também tem o direito de não participar da assembleia.

A convocação de assembleias gerais ordinária e extraordinária para a mesma data não pode constituir em instrumento que na prática acabe por coagir o acionista a participar das duas assembleias. Se a atitude do acionista que assim proceder for feita em prejuízo do interesse social, este deverá ser punido posteriormente pelos meios próprios, inclusive abuso de direito de voto, em razão do seu não exercício, sendo este o caso.

Se houver uma lista única de presença, o acionista pode solicitar que seja registrada nela sua presença em apenas uma das assembleias; o quorum de instalação deve ser verificado para cada uma das espécies de assembleia.

Em ambos os casos, se não houver ocorrido a publicação de edital de convocação e a assembleia contar com a presença de 100% dos acionistas, a ordem de votação das matérias pode ser sugerida pela mesa e, se for o caso, votada e aprovada pela maioria dos presentes.

Em cada determinada votação, também não há ordem estabelecida em lei que defina qual acionista, ou grupo de acionistas, que vota em primeiro lugar.

Caso haja impasse, em razão de eventual necessidade estratégica de se conhecer a posição de determinado acionista antes de se proferir o seu próprio voto, a mesa deverá sugerir uma ordem de votação. Permanecendo o impasse, o voto deverá ser secreto e contabilizado apenas após o recolhimento de todos os votos.

Não há sentido, nesse caso, para que a ordem ou a votação aberta ou secreta sejam definidas pelo voto da maioria dos presentes, uma vez que o impasse pode estar justamente entre majoritários e minoritários.

A maioria, a mesa e os administradores eventualmente responsáveis pela condução da assembleia não podem manipular os procedimentos assembleares de modo a prejudicar acionistas ou a companhia. Aplicam-se, nessas hipóteses, as regras de abuso de direito de voto, abuso do poder de controle e responsabilidade dos administradores, ou de responsabilidade privada de maneira geral, conforme o caso.

7.2 Formas de votação

A votação pode ser aberta ou secreta, por cédulas, simples manifestação oral ou qualquer outro meio ou suporte conveniente para a companhia e para os propósitos da assembleia. No caso de eleição de membro para órgão administrativos, a eleição pode se dar individualmente, por cargo vago, ou por chapa.

A votação secreta deve ser designada sempre que houver impasse a respeito da ordem de apresentação dos votos. E nenhum dos mecanismos utilizados para a apresentação, coleta ou aferição dos votos pode resultar em prejuízo aos direitos dos acionistas de exercerem o voto.

A votação por chapa, por exemplo, não pode ser imposta em prejuízo dos objetivos do processo de voto múltiplo ou dos direitos de eleição representativa em separado, previstos em lei.

7.3 Recebimento dos votos, de manifestações, protestos e documentos

Todo acionista, titular de ações com direito de voto ou sem esse direito, pode comparecer, manifestar-se e pedir esclarecimentos durante as assembleias.

As manifestações podem ser feitas por escrito ou verbalmente, ou encaminhadas por outros meios disponibilizados pela companhia.

Caberá à mesa assemblear organizar a ordem das manifestações e o tempo de cada uma. A mesa deverá controlar abusos do direito de se manifestar, sem coibir a expressão de considerações ou questionamentos que sejam pertinentes à ordem do dia.

Todas as manifestações por escrito devem ser recebidas pela mesa. Caso o acionista o solicite, a mesa deve autenticar, com a assinatura do presidente e/ou secretário, uma das vias originais da manifestação entregue ou devolver ao acionista cópia autenticada da mesma manifestação (art. 130, § 1º, “b”). A entrega da manifestação e a autenticação podem, naturalmente, assumir outros formatos eletrônicos que produzam o mesmo efeito.

O art. 130 da Lei das Sociedades por Ações também determina que as manifestações deverão ser registradas na ata da assembleia geral, a menos que esta seja lavrada em forma de sumário. Se for este o caso, todas as manifestações proferidas deverão ser indicadas na ata da assembleia geral e, se por escrito, recebidas, autenticadas e numeradas pela mesa, para arquivamento na companhia. O arquivamento das manifestações juntamente com a ata perante o registro de comércio, ao menos de acordo com o art. 130, é optativo. Para conhecimento dos acionistas e do mercado, caso não se trate de matéria sigilosa ou que leve ao prejuízo do interesse social, a Comissão de Valores Mobiliários, para as companhias abertas, poderá exigir a disponibilização pública das manifestações, votos e demais anexos da ata.

Qualquer acionista, evidentemente, poderá solicitar cópia das manifestações, assim como da própria ata, a qualquer tempo, mesmo após o encerramento da assembleia.

7.4 Contagem dos votos

A mesa da assembleia é responsável pela contagem e registro dos votos, atividade que se complexifica apenas nos casos em que a quantidade de acionistas passa a ser mais expressiva, quando da utilização do processo de voto múltiplo ou nas situações em que há algum tipo de restrição, suspensão ou multiplicação de votos de determinado acionista ou de certa classe de ação¹⁸⁴.

Em qualquer dos casos, a mesa da assembleia deverá seguir as regras e eventuais especificidades aplicáveis no processo de deliberação de certa matéria antes de seu início.

¹⁸⁴ Como ilustração apenas, vale mencionar as assembleias gerais de credores, no âmbito de processos de recuperação judicial, cujos processos de deliberação, contagem de voto e anúncio de resultados, em razão das regras de aprovação determinadas pela Lei n.º 11.101/05, e por sua consequente complexidade, ensejaram a criação de planilhas, programas de computadores e equipes especializadas para essa função.

O procedimento deve ficar claro a todos os presentes, e a contabilização dos votos deve ser feita de modo transparente.

O registro do voto proferido por cada acionista e eventuais planilhas ou relatórios utilizados devem ser entregues aos acionistas que os solicitarem, após o encerramento da votação, autenticados pela mesa.

7.5 Anúncio do resultado da votação

O resultado da votação deve ser anunciado aos presentes e registrado na ata da assembleia. O acionista que o solicitar poderá fazer constar na ata, de modo claro, a orientação (se a favor, contra ou abstenção) de seu voto, mesmo que se trate de ata lavrada em forma sumária¹⁸⁵.

Por maioria, os acionistas presentes podem requerer à mesa a recontagem dos votos.

No caso de empate na deliberação, o art. 129 da Lei das Sociedades por Ações, em seu parágrafo 2º, determina que “se o estatuto não estabelecer procedimento de arbitragem e não contiver norma diversa, a assembleia será convocada, com intervalo mínimo de 2 (dois) meses, para votar a deliberação; se permanecer o empate e os acionistas não concordarem em cometer a decisão a um terceiro, caberá ao Poder Judiciário decidir, no interesse da companhia”.

A solução trazida pela lei não é exatamente detalhada ou refletida diante da realidade nacional, especialmente no que diz respeito ao excessivamente longo intervalo mínimo de 2 meses e à submissão residual do impasse ao judiciário. De outro lado, o dispositivo deixa claro que o estatuto tem ampla liberdade para determinar o procedimento de desempate, atribuindo às companhias a oportunidade, muito pouco explorada na prática, de estabelecer soluções de impasse mais ágeis e consentâneas com a estrutura societária da companhia e

¹⁸⁵ No direito norte-americano e europeu, é comum que haja um fiscal contratado pela companhia para a contagem dos votos, elaboração de relatório a respeito da deliberação e apresentação e registro dos resultados. O art. 130 (2) e (6) da *Aktiengesetz* alemã, para citar um exemplo, disciplina as regras de anúncio e registro dos resultados da deliberação. O mesmo com o art. R225-106-1 do *Code de Commerce* e o art. 594 da *New Companies Ordinance* de Hong Kong. No direito societário português, há, com papel semelhante, a figura, legalmente disciplinada, do secretário da sociedade (art. 446 A a F, do Decreto-Lei n.º 257/96; ver, a respeito, MENEZES CORDEIRO, António, *Manual de direito das sociedades*, v. 2, Almedina, Coimbra, 2006, pp. 35 e ss. e 799 e ss.).

com categorias diversas de matérias. O art. 1.010, § 2º, do Código Civil, por exemplo, traz ainda uma outra alternativa para o desempate, anterior à submissão da questão ao judiciário, ao estabelecer que “[p]revalece a decisão sufragada por maior número de sócios no caso de empate, e, se este persistir, decidirá o juiz”¹⁸⁶.

8. Limitações e suspensão do exercício do direito de voto

O exercício do direito de voto pode ser limitado nas assembleias gerais em diversas circunstâncias, por força de lei, do estatuto, de acordos parassocietários ou contratuais estritos.

Há limitações associadas à espécie e classe de ação, como ocorre com ações preferenciais sem direito ao exercício de voto ou com esse direito restrito, nos termos que vierem a ser estabelecidos no estatuto social, dentro dos limites permitidos em lei.

A existência de conflito de interesses é outro dos fundamentos para a limitação do exercício do direito de voto, seja ele objetivo ou não. Essa limitação pode ser objetiva e impedir o registro do voto em assembleia, ou *à posteriori*, com a anulação do voto proferido em conflito de interesses com a companhia.

O impedimento de voto pode se dar em cada matéria ou com relação à própria assembleia, como ocorre no caso de assembleias especiais de certa classe de preferencialistas, nas quais apenas estes votam, ou nas assembleias que deliberarem sobre matéria a respeito da qual o acionista controlador tenha interesse especial, nas quais, a rigor, apenas acionistas minoritários deveriam votar¹⁸⁷.

¹⁸⁶ Cf., sobre situações de empate em deliberação societária, por exemplo, a Ap. Civ. n.º 274.460-4/8-00, 3ª Câ. Dir. Priv., TJSP, Rel. Des. Alfredo Migliori, julgada em 31 de agosto de 2004. Ver também o parecer de Modesto Carvalhosa sobre o tema, intitulado *Exercício do direito de voto. holding. companhia fechada. vontade das partes. empate. não aprovação da matéria*, in CARVALHOSA, Modesto, EIZIRIK, Nelson, *Estudos de direito empresarial*, Saraiva, São Paulo, 2010, pp. 299 e ss..

¹⁸⁷ Ver, sobre o assunto, por exemplo, FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Acionista controlador: impedimento ao direito de voto*, in RDM, n. 125, 2002, pp. 139 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Proibição de voto e conflito de interesse nas assembléias gerais*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 175 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Impedimento de voto em assembléia*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 771 e ss..

A limitação do voto pode ocorrer ainda em consequência de obrigações assumidas em acordo de acionistas ou outros instrumentos parassocietários. A exigência de deliberação prévia entre os subscritores do grupo e a obrigação de votar em alinhamento com a referida deliberação prévia na assembleia geral é um exemplo comum, não exaustivo, das limitações que podem ser impostas por meio de acordo de acionistas.

Determinados contratos financeiros estipulam também regras que afetam a plena liberdade no exercício do direito de voto por parte, em regra do controlador, e com relação à companhia, mas também, mais raramente, por parte de acionista não controlador e com relação às suas ações, se objeto de determinada garantia, por exemplo.

Ações empenhadas, alienadas fiduciariamente ou dadas em usufruto, podem ter o seu direito de voto restringido, e condicionado à aprovação por parte dos beneficiários dos respectivos ônus, de acordo com os respectivos instrumentos que os formalizam.

O art. 112 da Lei das Sociedades por Ações, de reduzida importância prática atualmente, para refletir a proibição das ações ao portador no direito brasileiro, retira destes títulos o direito de votar.

Alguns fundos de investimento, contratos de administração de fundos e contratos de prestação de serviço de agente fiduciário podem também delimitar a forma de exercício do direito de voto. Em alguns casos, há proibição explícita de votar em certas matérias, em outros, orientações gerais com relação ao voto e, em outras ainda, há a previsão da existência de instrução específica de voto, sem a qual o representante não pode exercer o voto com relação aos respectivos títulos.

É comum que os representantes de entes governamentais que sejam acionistas também dependam de instrução expressa de voto, formalizada, por exemplo, por meio de decretos ou deliberações formais, expedidas na forma de leis ou normas que regulem o exercício do direito de voto associado a títulos detidos pelos referidos entes.

O art. 110 da Lei das Sociedades por Ações prevê expressamente, em seu parágrafo 1º, a possibilidade de limitação dos votos de cada acionista. É uma limitação que atinge o

acionista e não a ação; e é uma limitação que deve ser aplicada de modo homogêneo a todos os acionistas detentores do direito de voto.

Seria ilegal a utilização da faculdade prevista no art. 110, § 1º, para limitar o voto apenas de acionistas titulares de ações ordinárias, ou mesmo preferenciais, de uma certa classe. Além das restrições para a diferenciação de classes de ações ordinárias prevista pelo art. 16, a flexibilização do art. 110, § 1º, não pode levar a uma violação do próprio *caput* do art. 110 e dos objetivos do art. 15, § 2º. Seria ilegal a construção de uma estrutura, cujo resultado seja a multiplicação ainda que relativa dos votos de determinado acionista¹⁸⁸.

A limitação de voto nos termos do art. 110, § 1º, pode assumir funções de garantia da dispersão acionária de determinada companhia ou ter papel estratégico em companhias cujas atividades possam afetar a segurança nacional ou determinado serviço público essencial, na medida em que podem garantir que nenhum acionista terá isoladamente, por exemplo, poder de veto sobre certas matérias.

O art. 110, § 1º, não restringe que a limitação do voto se dê em função da natureza ou qualidade dos acionistas: se estrangeiro ou nacional¹⁸⁹, se pessoa física ou jurídica, se residente ou não no país, se se trata de investidor qualificado ou não, ou por quanto tempo o acionista é detentor da ação, por exemplo. A limitação do voto, portanto, pode se dar com base nesses critérios, desde que, contudo, haja razão para tanto, lastreada na defesa do interesse social e, principalmente, esses critérios não sejam utilizados apenas como forma de burlar a limitação do *caput* do art. 110¹⁹⁰.

¹⁸⁸ A respeito, o caso da empresa aérea Azul, e o debate com a Comissão de Valores Mobiliários sobre estrutura de votos e benefícios às ações preferenciais originalmente proposta em seu estatuto social, para a abertura de capital da companhia, já discutido no item 4, Parte A, do Capítulo I.

¹⁸⁹ O art. 4º do estatuto social da Embraer, por exemplo, dispõe: “(...) III. Nas deliberações da Assembleia Geral: a) nenhum acionista ou grupo de acionistas, brasileiro ou estrangeiro, poderá exercer votos em número superior a 5% do número de ações em que se dividir o capital social; e b) o conjunto dos acionistas e grupos de acionistas estrangeiros não poderá exercer votos em número superior a 2/3 do total de votos conferidos ao conjunto de acionistas brasileiros presentes; IV. Ressalvado o disposto no art. 54, será vedada a pré-constituição de maioria de acionistas na Assembleia Geral, mediante acordos de acionistas sobre exercício do direito de voto que formem blocos com números de votos superior ao limite individual fixado na alínea “a” do item III deste artigo; V. As deliberações e os atos dos órgãos da Companhia de que trata o art. 9º ficarão sujeitos ao veto da União (...)”.

¹⁹⁰ De fundamental importância, a esse respeito, o disposto na alínea “d” do inciso IV do art. 2º da Lei n.º 12.598/12. O dispositivo define a chamada Empresa Estratégica de Defesa – EDD como a pessoa jurídica credenciada no Ministério da Defesa que, em outras condições, “assegurar, em seus atos constitutivos ou nos atos de seu controlador direto ou indireto, que o conjunto de sócios ou acionistas e grupos de sócios ou acionistas estrangeiros não possam exercer em cada assembleia geral número de votos superior a 2/3 (dois terços) do total de votos que puderem ser exercidos pelos acionistas brasileiros presentes”.

A limitação no exercício do direito de voto pode se dar, também, por meio da suspensão de direitos disciplinada pelo art. 120 da Lei das Sociedades por Ações. Esse dispositivo prevê que assembleia geral poderá “suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto”.

A assembleia geral dos acionistas, portanto, por maioria dos presentes, pode deliberar a suspensão de direitos de determinado acionista nos casos previstos por aquele dispositivo.

Trata-se de matéria de interesse procedimental da companhia que se impõe em casos de interesse comum de toda a coletividade de sócios, razões pela qual a matéria deve ser deliberada por todos os acionistas presentes, titulares de ações com ou sem direito de voto, excluído o próprio acionista cujo direito pode ser suspenso, por razões evidentes de conflito de interesses.

A deliberação a respeito da suspensão de direitos não precisa necessariamente constar da ordem do dia ou do edital de convocação. Em diversas situações que justificam a suspensão, os fatos podem ser conhecidos na própria assembleia, como pode ocorrer com os casos de conflito de interesses, por exemplo. Não faria sentido convocar outra assembleia para deliberar sobre a suspensão do exercício do direito de voto que, por sua vez, afetaria as deliberações da assembleia atual¹⁹¹. Se a assembleia entender conveniente, também por maioria poderá deliberar a sua suspensão, para exame dos fatos e documentos.

Em qualquer caso, no entanto, ao acionista em questão, deve sempre ser dado o direito de se defender das acusações, em assembleia. Caso as razões para eventual suspensão sejam conhecidas pela administração e seja a intenção desta convocar assembleia para deliberar a respeito, neste caso não apenas o acionista deverá ser especificamente notificado para se defender, como também a matéria deverá constar da ordem do dia, cuidando-se para que não sejam feitas acusações infundadas ou julgamentos prematuros sobre o assunto.

¹⁹¹ Cf. CARVALHOSA, Modesto, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 2, ed. 4, Saraiva, São Paulo, 2009, p. 587.

O exercício de todos os direitos relativos às ações e previstos no estatuto ou na lei e na regulamentação societária pode ser suspenso, no todo ou em parte, em conjunto ou não, sejam eles políticos, patrimoniais, de coadministração ou, em parte, de fiscalização.

Importante atentar, neste ponto, que o *caput* do art. 109 da Lei das Sociedades por Ações determina que nem o estatuto social, nem a assembleia geral podem privar os acionistas dos direitos essenciais elencados nos incisos que o seguem. A restrição, note-se, é à privação dos próprios direitos e não do seu exercício. É da restrição do exercício de direitos que trata o art. 120.

O efetivo limite à faculdade de suspensão do exercício de direitos conferida pelo art. 120 à assembleia está, na verdade, mais adiante, no parágrafo 2º do mesmo art. 109. O referido parágrafo estabelece que “[o]s meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembléia-geral”.

A referência aqui deixa de ser a direitos, portanto, e passa a ser aos meios, processos ou ações. A conclusão parece ser, portanto, que as ações judiciais previstas na lei societária, e as demais ações judiciais previstas no ordenamento processual brasileiro, bem como a solicitação de documentos e informações à companhia estão fora do alcance do poder de suspensão da assembleia, seja porque são meios que poderiam propiciar a defesa do acionista contra a suspensão, seja porque a lei entende que, mesmo em mora com suas obrigações como sócio, o acionista ainda assim pode ser um fiscalizador de atos irregulares de administradores, controladores e outros acionistas.

Assim, a suspensão do exercício do direito de fiscalização deve se restringir, por exemplo, aos direitos de eleição em separado de membro do conselho fiscal ou de recebimento pessoal do edital de convocação e documentos pertinentes à ordem do dia (arts. 124, § 3º, e 133, § 2º), mas não ao direito geral de obter informações sobre a companhia e mesmo ao de comparecer às assembleias.

Caberá à assembleia, de todo modo, individualizar o direito suspenso e o acionista penalizado. Todos os acionistas que incorram no mesmo descumprimento da lei ou do estatuto devem ter seus direitos igualmente suspensos.

A suspensão inicia-se no momento de sua aprovação pela assembleia geral e pode se aplicar para o próprio conclave, em deliberações posteriores, estando o acionista afetado presente ou não. O encerramento da suspensão deve se dar de forma automática assim que cumprida a obrigação, cujo descumprimento justificou a suspensão.

Assim, por exemplo, o acionista que deixou de integralizar suas ações no tempo e modo devidos (arts. 106 a 108) pode ter o exercício do direito de voto das ações não integralizadas suspenso. Tão logo haja a integralização, com os consectários devidos, a suspensão se encerrará.

Embora fosse desejável, a lei societária não estabelece, nem exige critérios para a suspensão.

Nada exige que o direito cujo exercício foi suspenso tenha relação, qualitativa ou quantitativa, com a obrigação descumprida. Mesmo a afirmação feita acima de que a suspensão deve afetar apenas o exercício do voto das ações não integralizadas (e não o voto de todas as ações do mesmo acionista) decorre de uma lógica de proporcionalidade coerente, mas não expressa na lei.

Os limites devem ser, assim, mais uma vez, aqueles que decorrem da utilização abusiva do voto pelos acionistas que, em assembleia geral, deliberaram por aprovar a suspensão, sem que haja, infelizmente, qualquer baliza confiável na jurisprudência nacional que contribuisse para identificação da fronteira a partir da qual a suspensão deixa de ser razoável.

Uma última hipótese que afeta o exercício do direito de voto é a aquela disciplinada pelo art. 30, § 4º, segundo o qual as ações mantidas em tesouraria não terão direito a voto. Trata-se de exclusão do próprio direito, em realidade, e não apenas do exercício, e justifica-se pelo fato de não poder ser a companhia acionista de si própria.

Caso, por fim, determinado acionista tenha o exercício de seu direito de voto suspenso, mas ainda assim ele compareça à assembleia, suas ações poderão ser consideradas para

formação de quorum, mas o número de votos correspondentes a suas ações deverá ser desconsiderado da base de votação, como se se tratasse de votos em branco ou abstenções.

Em todas as situações descritas acima, cumprirá à mesa assemblear levantar e informar as limitações e suspensões existentes, e considerá-las, nos termos expostos, para a formação dos quoruns de instalação e votação.

9. *Bundling, entrenchment* e outras formas de interferência no exercício do direito de voto

Este estudo discute, em diversas passagens, a respeito dos incentivos e desincentivos que afetam o acionista no que diz respeito ao seu interesse pelo exercício do direito de voto¹⁹².

O exercício do direito de voto, visto pelo seu viés econômico, representa uma composição entre um instrumento de monitoramento e uma ferramenta de legitimação das decisões dos administradores ou do controlador.

Em regra, as legislações societárias reservam para a decisão dos acionistas as modificações consideradas fundamentais para a estrutura da sociedade, tais como a alteração do estatuto social, operações de fusão ou incorporação, entre outras.

Ao proceder dessa maneira, a lei restringe a autonomia de decisão dos administradores e, a depender da estrutura acionária, dos quoruns aplicáveis e da própria legislação, também do acionista majoritário ou do controlador.

¹⁹² Sobre o tema deste item, especificamente, e a respeito das obstruções ao exercício do direito de voto, de modo geral, no direito estrangeiro e nacional, ver, por exemplo, CHIANTI, Antonietta, *L'ostruzionismo nell'assemblea delle società per azioni*, Giuffrè, Milão, 2000; CAMARA, K. A. D. Alejandro Danao, *Shareholder voting and the bundling problem in corporate law*, in *Wisconsin law review*, 2004, pp. 1425 e ss.; BEBCHUK, Lucian A., KAMAR, Ehud, *Bundling and entrenchment*, in *Harvard law review*, v. 123, n. 7, 2010, pp. 1551 e ss.; ALEXANDER, Frederick H., *Reining in good intentions: common law protections of voting rights*, in *Delaware journal of corporate law*, v. 26, 2001, pp. 897 e ss.; MCBRIDE, David C., GIBBS, Danielle, *Interference with voting rights: the metaphysics of blasius industries v. atlas corp.*, in *Delaware journal of corporate law*, v. 26, 2001, pp. 927 e ss.; CORRÊA, Raphael Nehin, *Livre manifestação de voto de acionista em assembleias gerais*, in *RDM*, n. 105, 1997, pp. 190 e ss.; CASSOTTANA, Marco, *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 120, Giuffrè, Milão, 1991.

Assim, para implementar determinado projeto, os administradores ou o controlador deverão submeter o assunto à aprovação da assembleia dos acionistas. Não se trata, portanto, de uma prestação de contas, e de sua aprovação, mas da permissão ou não para que a companhia siga em frente com a iniciativa dos administradores ou do controlador.

Essa é uma outra forma de se enxergar a função de instrumentos que facilitem o acesso dos acionistas à votação. Enquanto a regulação percebe, nesses instrumentos e no ativismo societário, um meio de aperfeiçoar o mercado, os administradores e controladores os veem como uma forma de, pontualmente, fazer com que sua ideia seja aprovada e, portanto, com que seu projeto possa seguir em frente.

Em consequência, a regulação tende a encontrar soluções estruturais para a participação dos acionistas nas assembleias, entre as quais a disciplina do voto por procuração e do voto à distância.

Administradores e controladores, de seu lado, ainda que possam se valer das mesmas soluções, não desejam exatamente o ativismo societário, mas apenas que suas propostas sejam aprovadas.

Outras soluções de incentivo são, portanto, desenhadas, buscando a aprovação pelos acionistas, com o menor custo possível aos interesses dos controladores e administradores.

Os acionistas nem sempre têm interesse ou incentivo para votar certas matérias; e quando há interesse, nem sempre a tendência é votar no sentido desejado pelos administradores ou controlador. Como há casos em que os administradores ou o controlador precisam da aprovação dos acionistas, seja para legitimação, seja por imposição legal (nesse caso, por conta de quorum ou de impedimento do controlador), uma das formas utilizadas para trazer os acionistas para a votação e aumentar as chances de aprovação de determinada matéria proposta pelos administradores ou controlador, é incluir na ordem do dia outra matéria que seja de interesse imediato dos acionistas, se possível, com a aprovação de ambas interligadas¹⁹³.

¹⁹³ Cf. EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel R., *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, Cambridge, 1996, pp. 80 e ss..

É exatamente esse o mecanismo para o qual se conferiu a designação de *bundling*¹⁹⁴. A alocação de recursos relevantes para a realização de uma nova aquisição pela companhia pode não ser um assunto que inspire os acionistas a irem para assembleia votar e, talvez, para votar favoravelmente. Caso a administração consiga justificar que uma das consequências da aquisição a médio prazo é o incremento da lucratividade da companhia e que, por consequência, se a aquisição for aprovada, será possível também aprovar um programa de recompra¹⁹⁵ de ações, com certo prêmio sobre o valor de mercado, então pode ser que a ideia de comparecer à assembleia e aprovar a matéria passe a ser mais atraente para os acionistas.

Esse recurso é de especial significado no mercado norte-americano, em que há predominância de companhias com controle gerencial. Parte importante das propostas de alteração estatutária que interessa aos administradores propor aos acionistas guarda relação com dispositivos que dificultam a tomada hostil do controle da companhia.

Para os administradores, dificultar a tomada hostil do controle pode significar a perpetuação de sua permanência no cargo e de seu controle sobre os recursos da companhia e sobre os benefícios particulares de sua posição. Para os acionistas, obstruir a possibilidade de entrada de um controlador, ou de um novo grupo de comando, pode significar a eliminação de uma ameaça saudável aos atuais administradores ou grupo de comando, com prejuízo ao incentivo destes para serem eficiente e atuarem dentro da legalidade¹⁹⁶.

¹⁹⁴ Cf. BEBCHUK, Lucian A., KAMAR, Ehud, *Bundling and entrenchment*, in *Harvard law review*, v. 123, n. 7, 2010, pp. 1551 e ss.. Para comentários a respeito da utilização do mecanismo na política, porém em sentido inverso, associando-se uma matéria de pouco apelo popular à matéria cuja aprovação não se deseja, ver SHEPSON, Kenneth A., *Analyzing politics – rationality, behavior, and institutions*, ed. 2, W. W. Norton & Company, Nova Iorque, 2010, p. 174 e ARNOLD, R. Douglas, *The Logic of congressional action*, Yale University Press, New Haven, 1990, pp. 102 e 03, 219, 255 e 56.

¹⁹⁵ Sobre o resgate acionário, ver COMPARATO, Fábio Konder, *Funções e disfunções do resgate acionário*, in *RDM*, n. 73, 1989, pp. 66 e ss..

¹⁹⁶ Ver, a respeito, as discussões apresentadas em GILSON, Ronald J., *Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy*, in *Harvard law review*, v. 119, n. 6, 2005, pp. 1642 e ss.; GILSON, Ronald J., GORDON, JEFFREY N., *Controlling controlling shareholders*, in *University of pennsylvania law review*, n. 152, 2003, pp. 785 e ss.; DYCK, Alexander, ZINGALES, Luigi, *Private benefits of control: an international comparison*, in *The journal of finance*, v. LIX, n. 2, 2004, p. 537 e ss.; LISTOKIN, Yair, *Corporate voting vs. market price setting*, in *American law and economics review*, v. 11, 2009, pp. 608 e ss.; e NENOVA, Tatiana, *The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis*, in *Journal of Financial Economics*, v. 68, 2001, pp. 325 e ss..

Nesse contexto, a associação entre duas matérias, uma cuja aprovação dos acionistas é provável e outra cuja aprovação geraria mais resistência por parte dos acionistas, tende a trazer mais chances de sucesso para a proposta de interesse dos administradores e controladores.

No estudo de Lucian A. Bebchuk e Ehud Kamar, foram avaliadas as diferentes probabilidades de se aprovar a alteração do estatuto social para a inclusão de regra que estabelece mandatos não unificados, contrapondo-se os casos em que a alteração é proposta isoladamente e aqueles em que ela é proposta em associação, por exemplo, com a aprovação de uma fusão. Os dados do estudo mostram que a probabilidade de aprovação no segundo caso é efetivamente maior, o que demonstra a capacidade dos administradores de manipular a estrutura das deliberações, de modo a compensar eventual predisposição contrária dos acionistas a certa proposta de interesse dos administradores.

De um lado, é difícil identificar eventual irregularidade nessa prática, uma vez que, no final das contas, aos acionistas são fornecidas todas as informações exigidas sobre a matéria a ser deliberada, e são eles que aprovam ou não aprovam a proposta. De outro, os dados empíricos citados no estudo de Lucian A. Bebchuk e Ehud Kamar comprovam que uma mesma matéria que seria reprovada pelos acionistas, por ser vista como relativamente prejudicial a seus interesses, pode ser levada à aprovação, em associação com determinada outra deliberação.

Considerando-se que a função da obrigatoriedade legal de se submeter certas deliberações aos acionistas é justamente a de proteger os seus interesses, não há dúvida de que existe, no caso de *bundling*, ao menos um potencial de ilegalidade, em princípio mais distante do alcance das regras de responsabilização.

A hipótese de utilização de *bundling* pela administração é mais evidente, o que não significa, e isso interessa ao mercado brasileiro, que o mesmo não possa se repetir em companhias com controlador definido, seja ele majoritário ou não. Para situações, como pontuado acima, em que a lei ou o estatuto social exigem maioria qualificada para instalação ou aprovação (a própria alteração do estatuto social, por exemplo), ou em que se exige que o acionista controlador não participe da deliberação (hipóteses de benefício particular, por exemplo), o mecanismo pode ser igualmente útil para os controladores.

Os limites de sua utilização devem ser pautados, com base nas ferramentas disponíveis na legislação e regulamentação societária brasileira, nos mesmos parâmetros gerais de responsabilização dos administradores¹⁹⁷ e dos controladores.

Em cada caso, especificamente, será necessário avaliar se a associação é feita de forma a prejudicar os acionistas e a atender de alguma forma interesse individual dos administradores ou do controlador, ou não. Se as matérias forem incluídas na ordem do dia da mesma assembleia geral, mas em itens diferentes, sendo que à aprovação de uma não está atrelada à aprovação de outra, a identificação de irregularidade torna-se ainda mais difícil. Outra forma de se atenuar o risco de caracterização de irregularidade é a divulgação, de forma clara, das consequências da aprovação de cada uma das matérias, separadamente, na proposta da administração para a assembleia ou no material de pedido público de procuração.

Propostas ou práticas que contribuam apenas para o chamado *entrenchment*, ou entrincheiramento, dos administradores ou do controlador, eliminando os benefícios do mercado de controle, sem ganho contraposto dos acionistas e para a companhia, devem ser combatidas. Aqui, novamente, será necessário esticar para um outro lado a aplicação das regras de responsabilização dos administradores e do controlador, incluindo-se aquelas relativas ao exercício do direito de voto, para que se possa abranger também as situações de *bundling* irregular no país. Aqui, novamente, ainda há um longo caminho a ser percorrido pela regulação e pela jurisprudência para que sejam definidos parâmetros e *bright lines* que distingam as práticas violadoras da lei societária daquelas que simplesmente se aproveitam, regularmente, do fundamento primordialmente informacional dos mecanismos legais de proteção ao acionista e do princípio da autonomia dos acionistas para a tomada de decisões dentro da estrutura societária.

¹⁹⁷ A respeito, cf. ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Responsabilidade civil dos administradores de s/a e as ações correlatas*, Saraiva, São Paulo, 2009. Ver também LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *A prévia deliberação assemblear como condição de legitimatio ad causam na ação social*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 461 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Ação social derivada de responsabilidade civil dos administradores*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 705 e ss.; YARSHELL, Flávio Luiz, PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (orgs.), *Processo societário*, Quartier Latin, São Paulo, 2012.

Outra situação, bastante distinta, é a utilização de acionistas interpostos, ou esquemas que se beneficiam de ações alugadas ou outros instrumentos, para burlar regras de votação em separado ou representativa.

As fraudes mais comuns, nessa categoria, envolvem a participação em votação em separado para a eleição de membros do conselho de administração ou do conselho fiscal, de acionista que, formal ou publicamente, não faz parte do bloco de controle, mas que, na prática, atua em alinhamento e sob o comando deste, para que seja eleito candidato para a vaga em separado que também esteja sob influência do controlador.

Nessas situações, não apenas os votos do acionista que atua em alinhamento com o controlador devem ser desconsiderados da base de votos, como também a deliberação como um todo pode ser anulada, caso, embora os votos daquele acionista não sejam suficientes para aprovar ou reprová-lo certo candidato, a sua participação no processo de votação tenha influenciado a votação dos demais acionistas¹⁹⁸.

A irregularidade se caracteriza desde que comprovada a ligação do acionista votante com o controlador e a influência deste último naquele primeiro, mesmo que o acionista não seja signatário de acordo de acionistas com o bloco de controle ou mesmo que não haja participação societária que interligue um ao outro.

O acionista que atuar dessa forma praticará abuso de seu direito de voto e, além da anulação de seus votos e eventualmente de toda a deliberação, poderá responder pelos prejuízos causados aos outros acionistas e à companhia (inclusive reembolso com as despesas de realização e participação da assembleia). Ademais, os administradores que contribuíram para a irregularidade e o próprio controlador devem igualmente ser punidos e responsabilizados pelos prejuízos.

10. Encerramento e formalização

Realizadas as votações, contabilizados e anunciados os resultados, registrados os fatos na ata, a assembleia pode ser suspensa por alguns instantes, para que a ata seja finalizada.

¹⁹⁸ Ver, a respeito, reportagem do jornal Valor Econômico, edição de 20 de agosto de 2012, intitulada “Assembleia da Petrobras é investigada pela CVM”.

Retomada a assembleia, deverá se proceder à leitura da ata, ou alternativamente uma cópia dela, física ou eletrônica, pode ser fornecida para a leitura do acionista que o solicitar. Os acionistas, desde que de forma ordenada e sem prejuízo ao encerramento da assembleia em tempo adequado, tem o direito de reler a ata e solicitar ajustes, que poderão ser ou não aceitos pela mesa assemblear, justificadamente.

Procedida à leitura e revisão da ata, a assembleia será dada como encerrada, e a ata deverá ser assinada pelos presentes. A versão principal da ata de assembleia geral é aquela lavrada no livro de registro de assembleias gerais. Por lei (art. 130), essa versão deve ser assinada por todos os acionistas, ou pelo menos por acionistas que bastem para a aprovação das matérias deliberadas, para que tenha validade. Outras versões poderão ser impressas e assinadas apenas pelo presidente e secretário do conclave ou também pelos acionistas, para fins de registro perante a junta comercial competente¹⁹⁹, ou para outros fins.

De acordo com a lei, a assinatura apenas da lista de presença não basta para os efeitos do art. 130. De outro lado, a assinatura da ata não precisa se dar exclusivamente de modo físico, sobre o mesmo documento em que a ata está lavrada. Meios eletrônicos alternativos, ou declarações de que a assinatura aposta serve como assinatura da própria ata, bastam igualmente para os referidos fins.

Uma cópia da ata, autenticada pela mesa assemblear, em via física ou por qualquer outro meio, deve ser entregue a todo acionista que o requisitar.

Em seguida, nas hipóteses em que a lei o exige, a ata da assembleia deverá ser publicada nos jornais de fidelidade da companhia (art. 289), disponibilizada na página eletrônica da Comissão de Valores Mobiliários (no caso das companhias abertas) e registradas perante a junta comercial competente (arts. 87, § 4º, 95 e 97, no caso de

¹⁹⁹ O Manual de Atos de Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins, do extinto Departamento Nacional de Registro do Comércio – DNRC, em seu capítulo referente às sociedades por ações, em diversos itens, orientava que o fecho da ata da assembleia deve conter: “a) As assinaturas, de próprio punho, dos acionistas que subscreveram o original lavrado no livro próprio e as do presidente e secretário da assembléia; ou b) Os nomes de todos os que assinaram, com a declaração de que a mesma confere com o original e a indicação do livro e folhas em que foi lavrada, devendo ser assinada pelo presidente, secretário da assembléia ou diretor”.

assembleia de constituição; art. 134, § 5º, no caso de assembleia geral ordinária; art. 135, § 1º, no caso de alteração do estatuto social; art. 146, § 1º, no caso de eleição de administrador pela assembleia; arts. 166, § 1º e 174, c.c. o art. 135, § 1º, nos casos de aumento e redução de capital, respectivamente; art. 271, para o caso de assembleia geral que aprova participação da companhia em grupo de sociedades; ressalvadas as exceções do art. 294).

O registro da ata da assembleia geral, nos casos em que é exigido pela lei, indicados acima, é requisito de eficácia da deliberação tomada perante terceiros. A ata assinada é, além de documento probatório, título válido para que os acionistas requeiram da companhia, dos administradores ou do acionista controlador a execução da deliberação tomada e, se for o caso, o registro da ata. A companhia, entretanto, não poderá opor nenhum tipo de exigência ou requerer qualquer tipo de direito com base na ata não registrada. O terceiro de boa-fé, diferentemente, pode usar a ata não registrada para defesa de seus direitos (art. 135, § 1º, expressamente para os casos de alteração do estatuto social, e, por analogia, em outras hipóteses).

Após a assembleia, se a existência de uma decisão liminar informada ao registro de comércio, ou exigências formais da própria junta comercial, impedir o registro de um aumento de capital, o referido aumento não pode gerar efeitos, nem para a sociedade, nem para seus acionistas, nem para terceiros²⁰⁰.

O art., 137, § 3º, por fim, disciplina a hipótese em que a assembleia geral pode ser reconvocada para ratificar ou reconsiderar deliberação tomada que tenha dado ensejo ao exercício do direito de retirada por parte dos acionistas. Para que o direito de retirada seja suspenso, a nova assembleia geral deverá ser convocada em até 40 dias contados da publicação da ata da primeira assembleia geral ou da ata da assembleia especial de ratificação, no caso de haver dissidente na assembleia especial (art. 137, inc. V).

11. A questão da nulidade, da anulabilidade e da ineficácia no direito societário

²⁰⁰ Sobre a operação de aumento do capital social das companhias, de modo geral, ver PENTEADO, Mauro Rodrigues, *Aumentos de capital das sociedades anônimas*, ed. 2, Quartier Latin, São Paulo, 2012.

O exame dos vícios do voto e das ilegalidades que comprometem o aperfeiçoamento jurídico de qualquer dos elementos que consubstanciam os processos de tomada de decisão dentro de uma sociedade por ações, com seus efeitos para a validade das deliberações tomadas, é tarefa tão complexa quanto fundamental dentro do estudo do direito societário²⁰¹.

²⁰¹ Sobre o regime da nulidade, anulabilidade e ineficácia dos atos societários, ver, para a doutrina nacional e para o direito comparado, o seguinte conjunto de obras: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Anulação de assembléia de transformação de sociedade anônima*, in *RDM*, n. 119, 2000, pp. 255 e ss.; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Ilegitimidade de parte e falta de interesse processual da companhia para requerer a anulação das próprias deliberações*, in FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Temas de societário, falimentar e teoria da empresa*, Malheiros, São Paulo, 2009, pp. 378 e ss.; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidade das deliberações de assembleias das s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1999; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidade de deliberações conexas de companhia*, in *RDM*, n. 145, 2007, pp. 255 e ss.; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Legitimação do sócio da sociedade controladora para pleitear a anulação de assembléia da controlada subsidiária integral*, in *RDM*, n. 129, 2003, pp. 229 e ss.; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Lineamentos da reforma do direito societário italiano em matéria de invalidade das deliberações assembleares*, in *RDM*, n. 134, 2004, pp. 12 e ss.; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Da invalidade da deliberação assemblear contrastante com as regras de fixação de preço de emissão de ações (LSA, art. 170, § 1º)*, in *RDM*, n. 161/162, pp. 17 e ss.; LOBO XAVIER, Vasco da Gama, *Anulação de deliberação social e deliberações conexas*, Atlântida, Coimbra, 1976; ASCARELLI, Tullio, *L'interesse sociale dell'art. 2441 C.C., la teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazione assembleari*, in *Rivista delle società*, 1956, pp. 93 e ss.; ASCARELLI, Tullio, *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, Saraiva, São Paulo, 1945, pp. 395 e ss.; ASCARELLI, Tullio, *Problemi giuridici*, Giuffrè, Milão, 1959; ASCARELLI, Tullio, *Saggi di diritto commerciale*, Giuffrè, Milão, 1955; RIPERT, Georges, ROBLOT, René, *Traité de droit commercial*, t. 1, ed. 17, L.G.D.J., Paris, 1998, pp. 367 e ss.; COZIAN, Maurice et al., *Droit des sociétés*, ed. 18, Litec, Paris, 2005, pp. 201 e ss.; SACCHI, Roberto, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. - profili procedurali*, in *Il diritto attuale*, n. 9, Utet, Torino, 1990, pp. 197 e ss.; CASSOTTANA, Marco, *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 120, Giuffrè, Milão, 1991; CIVERRA, Enrico, *L'assemblea dei soci nelle società di capitali: delibere e invalidità*, Giuffrè, Milão, 2011, pp. 181 e ss.; GALGANO, Francesco, *Diritto commerciale - le società*, ed. 16, Zanichelli, Bolonha, 2006, pp. 285 e ss.; BULGARELLI, Waldirio, *Sociedade anônima - ação visando à declaração de nulidade de assembleias que elegeram o conselho fiscal (25.4.77) e a nova diretoria (2.5.78) e aprovou o novo estatuto social (31.10.77). medida cautelar deferida. demandas acolhidas em ambas as instâncias*, in *RDM*, n. 45, 1982, pp. 72 e ss.; BULGARELLI, Waldirio, *Sociedade anônima - anulação de deliberação tomada em assembléia geral extraordinária - estatuto da companhia fechada pode estabelecer "quorum" maior para certas deliberações, desde que especifique as matérias*, in *RDM*, n. 57, 1985, pp. 73 e ss.; BULGARELLI, Waldirio, *Sociedade comercial - anônima - assembléia geral ordinária - aprovação das contas da empresa mediante simulação de venda de ações - anulação*, in *RDM*, n. 59, 1985, pp. 95 e ss.; BULGARELLI, Waldirio, *Questão referente a livros societários e documentos relativos à presença e às deliberações das assembleias-gerais - irregularidades de menor monta que não se confundem com falsidade nem justificam a sua anulação*, in *RDM*, n. 114, 1999, pp. 253 e ss.; COMPARATO, Fábio Konder, *Da imprescritibilidade da ação direta de nulidade de norma estatutária de sociedade anônima*, in *RDM*, n. 29, 1978, pp. 57 e ss.; COMPARATO, Fábio Konder, *Incorporação de companhia aberta, subsequente à aquisição de seu controle acionário por operação registrada em bolsa de valores - exceção ao regime especial do art. 264 da lei de sociedades por ações - ilegitimidade dos acionistas da incorporada para pleitear judicialmente a anulação da assembléia da incorporadora*, in *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1981, pp. 204 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Convalidação e revogação de deliberações assembleares*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1315 e ss.; GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Prova - testemunha - impedimento - dispensa pelo juiz - sociedade comercial - anônima - assembléia geral - contas da administração - aprovação fraudulenta - nulidade*, in *RDM*, n. 47, 1982, pp. 61 e ss.; PENTEADO, Mauro Rodrigues, *Junta comercial: deliberação de assembléia geral e atentado*, in *RDM*, n. 72, 1988, pp. 83 e ss.; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, ROSMAN, Luiz Alberto Colonna, *Aprovação das demonstrações financeiras, tomada de contas dos administradores e seus efeitos. Necessidade de prévia anulação da deliberação que*

Como outros autores já trataram do tema, inclusive e especificamente para o direito societário brasileiro, com extrema competência e completude, não é o caso nesta obra de se pretender inovar ou exaurir o assunto²⁰².

É necessário, por outro lado, retomar e discutir as especificidades do regime de nulidades, anulabilidades e ineficácias que se aplica aos processos de deliberação dentro da organização societária, para que não seja omitida parte fundamental do roteiro de raciocínio do tema tratado neste estudo.

A regra geral no direito privado brasileiro, trazida pelo art. 104 do Código Civil, é a de que “[a] validade do negócio jurídico requer: I - agente capaz; II - objeto lícito, possível, determinado ou determinável; III - forma prescrita ou não defesa em lei”.

O art. 167 do Código Civil, de seu lado, estabelece que “[é] nulo o negócio jurídico quando: I - celebrado por pessoa absolutamente incapaz; II - for ilícito, impossível ou indeterminável o seu objeto; III - o motivo determinante, comum a ambas as partes, for ilícito; IV - não revestir a forma prescrita em lei; V - for preterida alguma solenidade que a lei considere essencial para a sua validade; VI - tiver por objetivo fraudar lei imperativa; VII - a lei taxativamente o declarar nulo, ou proibir-lhe a prática, sem cominar sanção”.

Por fim, o art. 171 do Código Civil dispõe que, “[a]lém dos casos expressamente declarados na lei, é anulável o negócio jurídico: I - por incapacidade relativa do agente; II - por vício resultante de erro, dolo, coação, estado de perigo, lesão ou fraude contra credores”.

aprovou as contas dos administradores para a propositura de ação de responsabilidade, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, ARAGÃO, Leandro Santos de, (orgs.), *Sociedade anônima – 30 anos da lei 6.404/76*, Quartier Latin, São Paulo, 2007, pp. 41 e ss.; RECART, Rodrigo, *Anulação da assembléia geral. voto do acionista controlador contrário ao interesse da companhia*, in *RDM*, n. 108, 1997, pp. 197 e ss.; WALD, Arnoldo, *Da irresponsabilidade da sociedade anônima por decisões nulas ou abusivas da assembléia geral*, in *RDM*, n. 12, 1973, pp. 11 e ss.; TROPARDI, Nelcina Conceição de Oliveira, *Dano moral. anulação de assembléia geral e exclusão indevida de acionistas de sociedade comercial*, in *RDM*, n. 109, 1998, pp. 157 e ss.; PIRES, Carlos Eduardo da Costa, *Cobrança judicial de dividendos prioritários: desnecessidade de anulação de deliberação assemblear*, in *RDM*, n. 127, pp. 189 e ss..

²⁰² Especialmente o Prof. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e o mestre Tullio Ascarelli, conforme indicado na nota de rodapé anterior.

A ideia que estrutura as regras legais, nesse particular, é a de que é nulo aquilo que é intolerável para o funcionamento geral da ordem jurídica. Devem ser nulos os atos para os quais o direito não pode reconhecer qualquer efeito jurídico, a qualquer tempo. Atos que existem fisicamente, mas não podem existir para o direito senão para que este o declare inexistente.

Dentro dessa ideia, a lei determina o que de forma geral é intolerável para todo e qualquer negócio que se pretenda jurídico (art. 167 do Código Civil) e também o que é intolerável para cada específico contexto disciplinado juridicamente. Neste último caso, em complementação ao art. 167 do Código Civil, o próprio Código Civil e as leis especiais determinam, seja pela culminação expressa de nulidade, seja pela proibição, atos específicos que, em alinhamento com os valores especificamente protegidos em cada hipótese, devem ser considerados nulos.

O ato considerado anulável pelo direito é aquele que, embora violador de regras legais, pode conviver no mundo jurídico. As violações causadas pelos atos considerados anuláveis afetam, naturalmente, interesses individuais, mas não afetam a ordem pública de modo intolerável.

De outro lado, a lei reconhece a existência de custos no desfazimento de atos realizados. Nas hipóteses de atos anuláveis, portanto, a lei permite que as forças atuantes em cada situação interajam de modo relativamente livre, para que se determine em cada situação concreta, a melhor solução, entre o desfazimento do ato, a limitação de seus efeitos no tempo (sempre a partir da sentença que o anule - art. 177 do Código Civil), ou a sua manutenção.

O indivíduo prejudicado, nas hipóteses de atos anuláveis, tem a faculdade de procurar a anulação do ato e impedir seus efeitos.

Como outro valor a ser protegido pelo direito é também a estabilidade jurídica dos atos, não sendo nulo o ato, é do interesse do funcionamento da ordem jurídica que haja uma limitação temporal para que os indivíduos prejudicados busquem sua anulação, após a qual o ato se convalida, deixa de ser anulável e é incorporado definitivamente, com plenos efeitos, no fluxo de fatos da ordem jurídica.

Assim, e da mesma forma que ocorre com os atos nulos, o Código Civil determina em seu art. 167 os vícios que caracterizam a anulabilidade de qualquer negócio que se pretenda jurídico, enquanto que o próprio Código Civil e as leis especiais, em complemento, indicam atos específicos que, em cada contexto, são expressamente considerados anuláveis, seja pela aplicação direta ou decorrente do quanto disposto no referido art. 167. Os prazos de decadência e prescrição para que se busque a anulação de determinado ato são, igualmente, previstos de forma geral no Código Civil (arts. 178 e 179), e, no caso da prescrição, também podem ser previstos especificamente em lei especial²⁰³.

Para o direito societário, é importante ainda identificar a categoria dos atos ineficazes. São ineficazes, naquilo que concerne às deliberações sociais, os atos que, embora regulares em seus procedimentos, dependem de aprovação específica daqueles cujos direitos especiais foram modificados pela deliberação²⁰⁴. Para o estudo do direito de voto, a

²⁰³ Com fundamento em ideias de Ascarelli, Leães sintetiza o regime de nulidade, anulabilidade e ineficácia dos atos societários do seguinte modo: “1.º) a violação das normas que disciplinam as assembleias e as suas deliberações, assim como os direitos individuais renunciáveis dos acionistas, acarreta a *anulabilidade* da deliberação; 2.º) a violação das normas de ordem pública, ou emanadas no interesse de terceiros, acarreta a *nulidade* ou a *ineficácia* da deliberação”.

²⁰⁴ “De maneira geral, a doutrina entende como sendo *ineficazes* as deliberações que alteram, ou sejam suscetíveis de alterar, *direitos especiais* dos sócios, sem que estes consentam. A Lei n. 6.404 seguiu essa orientação, sujeitando expressamente a eficácia dos atos de reforma estatutária, que modifiquem referidos direitos, à prévia aprovação ou posterior ratificação, no prazo improrrogável de um ano, ‘por titulares de mais da metade de cada classe de ações preferenciais prejudicadas, reunidos em assembleia especial convocada pelos administradores e instalada com as formalidades desta lei’ (§ 1º do art. 136 c/c incisos I e II). A mesma sanção de *ineficácia* ocorrerá na hipótese de alterações estatutárias que digam respeito à diversidade de classes (parágrafo único do art. 16), ou das que estejam sujeitas à prévia aprovação dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais (parágrafo único do art. 18). Aqui é mister também fazer-se uma distinção: o que a lei considera ineficaz é o *estabelecimento de uma disciplina*, realizada propriamente através de reforma estatutária, que atinja os direitos especiais dos acionistas; se, porém, numa assembleia em concreto, forem desrespeitados esses direitos (por exemplo, o direito estatutário de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração, permitido pelo art. 18), a deliberação será, então, *anulável*, nos termos do art. 286. Outras hipóteses de *ineficácia* dizem respeito às deliberações de alteração do estatuto que possam atingir, direta ou reflexamente, os direitos de credores titulares de partes beneficiárias, de debêntures conversíveis em ações, ou de debêntures simples, nos termos, respectivamente, dos arts. 51, 57, § 2º, 174, § 3º, e 231 (ressalvado o disposto nos §§ 1º e 2º deste último dispositivo). Até o consentimento desses credores, reunidos em assembleia especial, na forma da lei, referidas disposições não produzirão efeito. São também *ineficazes* as deliberações que possam trazer prejuízo aos credores da sociedade, referentes: (a) à redução de capital com restituição aos acionistas de parte do valor das ações, ou pela diminuição do valor destas, quando não integralizadas, à importância das entradas (art. 174 §§ 1º e 2º); (b) à transformação da sociedade (art. 222); (c) à cisão (art. 233, parágrafo único). Por fim, as deliberações de reforma estatutária são *ineficazes*, com relação a terceiros, enquanto não forem arquivadas e publicadas (art. 135, § 1º)”. (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidez das deliberações de assembleias das s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1999, pp. 111 a 113). Ver também COMPARATO, Fábio Konder, *Alienação de bens do ativo permanente: legitimação para a prática do ato. ratificação em assembleia: legitimação para o voto*, in *Ensaio e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1978, pp. 16 e ss..

categoria dos atos ineficazes é de extrema importância, uma vez que a ineficácia decorre justamente de poder suplementar de aprovação (ou veto) conferido a determinados agentes relacionados à estrutura societária e acoplado expressamente pela lei ao direito de voto, sejam estes os próprios acionistas, no caso de modificação de direitos especiais de determinada classe de ações preferenciais, por exemplo; sejam estes credores, no caso de debenturistas ou credores pignoratícios; sejam estes outros terceiros, no caso do usufrutuário, por exemplo; sejam estes novamente os acionistas, no caso de acordo de voto disciplinado em acordo de acionistas.

As regras do Código Civil, e os mesmos princípios que as informam, evidentemente se aplicam também ao direito societário e, portanto, aos atos que compõem e asseguram todo o procedimento relativo ao exercício do direito de voto.

Ocorre que nem as regras, nem os princípios resultam sempre em comandos de aplicação evidente em todos os casos concretos. Afora os casos de previsão expressa de nulidade ou de anulabilidade, a utilização das regras gerais previstas pelo Código Civil exige esforço interpretativo e consubstanciador em cada situação real, sempre influenciado pelos valores especificamente protegidos juridicamente em cada subsetor do direito privado, em especial no que toca à determinação de anulação dos efeitos de determinada deliberação, *vis à vis*, os custos da referida deliberação.

No direito societário, não é diferente. Como em diversas outras áreas do direito privado e da economia, as necessidades de estabilidade jurídica dos atos, de previsibilidade e de velocidade são prementes. Assim, o regime de nulidade, anulabilidade e ineficácia deve tender, tanto quanto possível, a facilitar o fluxo normal dos atos, restringindo-o apenas naquilo que seja fundamental para a manutenção do equilíbrio na própria ordem jurídica e econômica.

As necessidades referidas acima são próprias desta era e dos padrões atuais de comércio e relacionamento comercial, atingindo, portanto, a economia e o direito privado como um todo. A especificidade do direito societário, nesse contexto, decorre do próprio formato jurídico conferido para as relações entre os diversos agentes que atuam dentro da estrutura societária. O direito societário é construído sobre a criação de uma vontade específica do ente empresarial, vontade esta destacada da vontade de cada um dos

indivíduos que, ao celebrarem o contrato de sociedade, deram vida independente àquele novo ente jurídico.

O princípio majoritário, assim, é chave para a compreensão dos limites para a validade dos atos dentro do sistema de deliberação societária.

A derrogação parcial da vontade de todo e cada sócio, substituída por mecanismos de votação por meio dos quais a vontade da sociedade é criada, nem sempre com alinhamento unânime das vontades dos sócios, é a forma encontrada pelas legislações ao longo do histórico de evolução do direito societário, para viabilizar a existência de empresas que pudessem congregar, de forma relativamente mais eficaz, recursos econômicos e/ou técnicos de indivíduos com interesses empresariais gerais comuns, mas com interesses específicos nem sempre idênticos. Essa forma é tanto mais importante na medida em que as sociedades, especialmente as companhias de capital aberto, podem congregar um de grupo de milhares de sócios, mutável a todo instante, com a negociação de ações em bolsa de valores, por exemplo.

A flexibilização da importância da vontade individual dos contratantes, no caso do contrato de sociedade, é contraposta com a criação legal de diversos mecanismos que asseguram a participação do sócio nas deliberações sociais e, dentro das limitações específicas, o exercício do direito de voto, assim como de direitos que garantem a proteção dos interesses individuais ligados ao objetivo empresarial (os chamados direitos irrevogáveis e irrenunciáveis), por vias outras que não necessariamente a imposição da vontade individual, visto que esta nem sempre será suficiente por si só.

Uma vez que as decisões sociais serão dadas, de forma geral, por meio de deliberação, o foco da proteção jurídica, e portanto do regime da nulidade, anulabilidade e ineficácia, está nos elementos que compõem a estrutura de deliberação e na proteção de seus objetivos, bem como daqueles direitos que, ainda que não ligados ao processo deliberativo, podem ser por meio deste afetados.

Dentro da moldura estabelecida pelo Código Civil, é preciso, assim, entender o regime da nulidade, da anulabilidade e da ineficácia a partir da perspectiva de um contrato que de plano derroga a necessidade de conjunção unânime de vontades justamente em favor do

funcionamento da organização criada por esse contrato e que, em substituição, cria mecanismos que garantem não o atendimento da vontade de cada sócio, mas a participação deste nos mecanismos de formação da vontade da sociedade.

No que se refere às deliberações sociais, aquilo que confronta o esquema posto pela legislação societária, retirando, em violação à lei, os direitos de participação do acionista nos mecanismos de deliberação social, ou os direitos conferidos justamente em substituição à impositividade da vontade individual de cada sócio, não é tolerável no direito societário e tende a caracterizar a nulidade do ato.

Aqueles atos, contudo, que não comprometem o objeto fundamental dos mecanismos de deliberação societária, ou seja, que não comprometem a adequada e eficiente formação da vontade da sociedade, nos termos da lei, ou os direitos afetáveis pelas deliberações societárias, dados em substituição à derrogação parcial da vontade individual, podem ser considerados anuláveis²⁰⁵.

11.1 Atos nulos

Não resta dúvida de que a figura da nulidade incide no direito societário brasileiro, inclusive no âmbito da Lei das Sociedades por Ações²⁰⁶. Essa aplicação decorre não apenas da previsão expressa e aplicabilidade das regras gerais do Código Civil, como também de previsões expressas da própria Lei das Sociedades por Ações. A nulidade pode, portanto, alcançar os atos de uma companhia, seja via aplicação do regime geral de nulidades do negócio jurídico do Código Civil, o qual não é excluído pela Lei das Sociedades por Ações, seja pelas previsões específicas desta lei.

São nulos o ato assim expressamente determinado pela lei, o ato que contraria norma proibitiva da lei e o ato que implica a não realização de algo imperativamente exigido pela lei, em especial, nos dois últimos casos, se do ato resultar a criação de comando ou

²⁰⁵ Ver Proc. CVM n.º RJ2009/13179.

²⁰⁶ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidez das deliberações de assembleias das s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1999, pp. 71 e ss..

disciplina²⁰⁷ permanente que viole os direitos essenciais inderrogáveis e irrenunciáveis dos acionistas, ou se se tratar de norma que visa a proteção do interesse de terceiros.

Desse modo, por exemplo, a Lei das Sociedade por Ações determina, expressa e literalmente, que é nula a emissão de ações por preço inferior ao seu valor nominal (art. 13, § 1º); é nula a emissão de certificados de ações antes de cumpridas as formalidades necessárias ao funcionamento legal da companhia (art. 23, § 1º); é nula a negociação de ações de companhia aberta antes de realizado ao menos 30% do preço de emissão (art. 29, § único); é nula a aquisição de ações de própria emissão, por companhia aberta, que não respeite as normas específicas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários (art. 30, § 2º); é nulo o termo de posse de administrador eleito, que não contenha a indicação de pelo menos um domicílio no qual o administrador receberá as citações e intimações em processos administrativos e judiciais relativos a atos de sua gestão (art. 149, § 2º); são nulas as ordens de venda firmadas com relação a uma oferta pública de aquisição de ações no caso de superveniência de oferta pública de aquisição concorrente, nos termos da lei (art. 262, § 1º).

Serão nulos também os atos que desrespeitarem, por exemplo, as seguintes proibições determinadas pela Lei das Sociedades por Ações, para as quais a lei não comina sanção específica: é nulo o ato que determine a distribuição pública de valores mobiliários no mercado sem prévio registro perante a Comissão de Valores Mobiliários (art. 4º, § 2º); é nulo o ato que formalize a incorporação ao patrimônio da companhia de bem por valor diverso daquele que lhe foi conferido pelo respectivo acionista subscritor (art. 8º, § 4º); é nulo o ato ou disposição estatutária que atribua às ações de uma companhia valor nominal inferior ao mínimo estabelecido, quando for o caso, pela Comissão de Valores Mobiliários (art. 11, § 3º); é nula a distribuição de dividendos em prejuízo do capital social, salvo nos casos expressamente previstos em lei (art. 17, inc. III, § 3º, e art. 201); é nula a penhora, penhor, arresto e outros ônus que vierem a ser promovidos sobre ações em depósito junto a instituição financeira depositária e para as quais tenha sido emitido certificado (art. 43, § 2º); é nulo o ato ou disposição estatutária que confira a partes beneficiárias participação superior a 10% dos lucros ou qualquer direito privativo de acionista, salvo o de fiscalizar os atos dos administradores, assim como é nula a criação de mais de uma classe ou série

²⁰⁷ Idem, p. 99.

de partes beneficiárias (art. 46, §§ 2º, 3º e 4º); é nula a emissão de partes beneficiárias por companhia aberta (art. 47, § único); é nulo o ato que estabeleça prazo de duração superior a 10 anos para partes beneficiárias atribuídas gratuitamente, salvo as destinadas a sociedades ou fundações beneficentes dos empregados da companhia (art. 48, § 1º); são nulas as deliberações ou disposições estatutárias que privem o acionista, de modo permanente, de participar nos lucros sociais, de participar do acervo da companhia, em caso de liquidação, de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, do direito de preferência, na forma da lei, de retirar-se da sociedade nas hipóteses legalmente previstas, ou dos meios, processos e ações que a lei lhe confira para assegurar os seus direitos (art. 109); é nulo o ato ou disposição que atribua voto plural a qualquer classe de ações (art. 110, § 2º); é nulo o voto exercido por credor garantido por alienação fiduciária (art. 113, § único); são nulos os atos que impliquem a negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão de ações vinculadas a acordo de acionistas (art. 118, § 4º); é nulo o voto proferido por administrador, na qualidade de acionista ou de procurador, relativo à aprovação do relatório da administração, demonstrações financeiras e proposta de destinação do resultado (art. 134, § 1º); é nula a disposição estatutária que determine prazo de gestão dos membros do conselho de administração superior a 3 anos (art. 140, inc. III); é nula a eleição para cargos de administração de pessoas que não preencham os requisitos estabelecidos no art. 147, §§ 1º e 2º; é nula a deliberação que aprove a retenção de lucros em reserva estatutária ou para cumprimento de orçamento de capital, em prejuízo do pagamento do dividendo mínimo obrigatório (art. 198); é nula a distribuição de lucros fictícios (art. 201, § 1º); é nula a deliberação e disposição estatutária que determinem dividendo mínimo obrigatório inferior a 25% do lucro líquido ajustado, em estatuto social antes omissos nessa matéria (art. 202, § 2º); são nulos os atos que violem as normas que visam assegurar a integridade do capital social (arts. 8º, 170, 226, 251, § 1º, 252, § 1º, entre outros); é nulo o ato que implique a participação recíproca entre uma companhia e suas coligadas ou controladas fora das hipóteses de exceção previstas em lei (art. 244); é nulo o instrumento de oferta pública de ações que imponha prazo de validade da oferta inferior a 20 dias (art. 258, inc. V).

Finalmente, são atos nulos, por contrariarem norma imperativa, de comando positivo e não proibitivo, os seguintes, exemplificativamente: é nula a disposição estatutária que atribua a um ou mais sócios responsabilidade ilimitada em relação às obrigações da companhia (art. 1º); é nula a constituição de companhia com objeto ilícito (art. 2º), cuja denominação não atenda aos requisitos legais (art. 3º), em que o capital social não seja

expresso em moeda corrente nacional (art. 5º) ou que não cumpra os requisitos e formalidades previstos nos arts. 80 a 88 e 94 a 96; o voto em violação ao art. 115 pode ser nulo e torna anulável a deliberação, caso ele tenha sido determinante para a aprovação da respectiva matéria; é nula a delegação de matéria privativa da assembleia geral a outros órgãos (art. 122); é nula a assembleia que não foi convocada e cuja falta de convocação não foi sanada nos termos do art. 124, § 4º²⁰⁸; é nula a modificação de quoruns obrigatórios, fora das exceções previstas em lei, assim como é nulo o aumento de quorum determinado em lei pelo estatuto social de companhia aberta (arts. 125 e 129, por exemplo); é nula a exclusão, pelo estatuto social, dos direitos de eleição representativa previstos nos arts. 141, 161, 239 e 240; é nula a operação em que intervier o administrador com interesse conflitante com o da companhia, bem como é nula a deliberação que a esse mesmo respeito for tomada, caso o referido administrador dela participe (art. 156, *caput*), entre diversas outras hipóteses.

A nulidade, que depende apenas de sua declaração judicial, compromete todos os efeitos gerados pelo ato, desde sua ocorrência, os quais não podem ser ratificados. A nulidade pode ainda ser decretada de ofício pela autoridade judicial, não sendo necessária a provocação por parte de acionistas ou outros agentes diretamente relacionados à companhia e, naturalmente, não elimina a responsabilidade daqueles que perpetraram o ato nulo, se houver dano ou prejuízo, efetivo ou potencial, conforme o caso.

11.2 Atos anuláveis

São anuláveis, no direito societário, os atos que, em violação da lei ou do estatuto social, em situação concreta e não permanentemente, afetam direitos apenas dos acionistas e que não sejam irrevogáveis e irrenunciáveis.

²⁰⁸ Cf., para uma reflexão exauriente sobre nulidade da assembleia não convocada e sobre os efeitos da ausência de quorum legal ou estatutário de instalação, verificada posteriormente à assembleia, devido a erro ou dolo da mesa assemblear, FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidez das deliberações de assembleias das s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1999, p. 90, nota de rodapé n.º 57. Ver também, a esse respeito, a já citada e recente decisão do STJ, no âmbito do Recurso Especial n.º 1152849, de 7 de novembro de 2013, a qual anula deliberações acerca de itens que não constaram do edital de convocação, mas que mantém a validade de outras deliberações, relativas a outros itens constantes da ordem do dia. Nessa mesma decisão, o Tribunal decidiu pela não obrigatoriedade da divulgação no edital de convocação do fato de que os acionistas titulares de ações preferenciais teriam direito ao exercício do voto na assembleia convocada, nos termos do art. 111, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações, e que, portanto, a ausência dessa informação no anúncio de convocação não afeta a validade da assembleia.

As hipóteses de anulabilidade, em alguns casos, são expressas na Lei das Sociedades por Ações, inclusive nos casos em que decorrem de erro, dolo, fraude ou simulação, e, em outros casos, são resultado da interpretação do regime de nulidade e anulabilidade segundo a lógica própria do direito societário.

A Lei das Sociedades por Ações considera anuláveis, expressamente, os seguintes atos, por exemplo: é anulável a deliberação tomada em decorrência de voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia (art. 115, § 4º); é anulável o negócio jurídico celebrado entre a companhia e seu administrador que, embora cumpra os requisitos do *caput* do art. 156, não é contratado em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros; é anulável a incorporação ou fusão que prejudique credor anterior ao ato (art. 232); é anulável a constituição da companhia por vício ou defeito que, naturalmente, não implique a nulidade do ato (art. 285); é anulável a deliberação tomada em assembleia geral ou especial irregularmente convocada ou instalada²⁰⁹, em violação da lei ou do estatuto social, assim como é anulável a deliberação eivada de erro, dolo, fraude ou simulação (art. 286).

São também anuláveis, em decorrência da aplicação dos princípios pontuados acima como sendo informadores de um regime próprio de nulidade e anulabilidade no direito societário, em razão principalmente de não afetarem direitos indisponíveis dos sócios, ou direitos de terceiros, os seguintes atos: deliberação de ordem do dia não constante do edital de convocação; inobservância dos itens da ordem do dia, ou da sequência dos itens divulgada no edital de convocação; deliberação tomada com quorum inferior a quorum especial estabelecido no estatuto social; falta de disponibilização de documentos e informações pertinentes à ordem do dia; é anulável ato que viole disposição estatutária (a menos que a disposição seja reprodução de comando legal); é anulável, assim, a criação de reserva estatutária que não atenda aos requisitos do art. 194; é anulável a retenção de lucros em desacordo com o art. 202, § 6º, entre outras hipóteses²¹⁰.

²⁰⁹ O Prof. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, na mesma nota de rodapé n.º 57, à página 90 de seu *Invalidez das deliberações de assembleias das s.a.*, defende, em alinhamento com alguns autores e contrariamente a outro, que a assembleia não convocada é nula, enquanto que aquela convocada irregularmente é anulável.

²¹⁰ Em tensão com a possibilidade de afastamento da anulação das deliberações irregulares, persiste constantemente o argumento dos efeitos deletérios da desconstituição de um ato e do retrocesso de suas consequências diante do fluxo da existência da empresa, e com ela, a alternativa de resolução da situação litigiosa exclusivamente em perdas e danos. Nesse sentido, o REsp 1.190.755-RJ, cujo relator foi o Ministro Luis Felipe Salomão, julgado em 21 de junho de 2011, assim sintetizado: “o recorrente pretende anular as

Os efeitos dos atos anuláveis deixam de ser produzidos apenas após a decisão judicial que o declarar anulado. A anulação deve ser proposta pela parte legítima e o ato pode ser ratificado ou, caso não contestado, tornar-se definitivo, com o decurso dos prazos prescricionais e de decadência.

Os arts. 232, 285 e 286 trazem os prazos decadenciais e prescricionais específicos da Lei das Sociedades por Ações, para a anulação de negócio jurídico viciado, enquanto que os arts. 178 e 179 do Código Civil trazem as regras gerais aplicáveis no direito privado a esse mesmo respeito.

11.3 Vícios da assembleia, do voto e das deliberações

Por um outro prisma, a questão da nulidade, anulabilidade e ineficácia dos atos societários pode ser examinada também a partir de cada etapa do processo que envolve o exercício do direito de voto do acionista.

Assim, podem ser separadamente identificados os vícios que implicam a nulidade, anulabilidade ou ineficácia, ocorridos com relação aos procedimentos do conclave assemblear, na emissão da manifestação do voto ou na tomada das deliberações²¹¹.

Os vícios da assembleia podem decorrer de irregularidade em sua convocação ou em sua instalação, por exemplo. Se se tratar de convocação realizada, porém realizada de forma irregular (fora do prazo ou sem a disponibilização de todos os documentos que

deliberações para aumento de capital da companhia da qual é sócio minoritário, uma vez que, segundo alega, os atos causaram diluição injustificada de sua participação acionária na sociedade recorrida, o que não seria permitido em face do § 1º do art. 170 da Lei n. 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas – S/A). A Turma negou provimento ao recurso pelos fundamentos, entre outros, de que a não observância da norma insculpida no referido dispositivo legal na fixação do preço de emissão da ação ou a escolha de critério diferente, na hipótese de aumento de capital, não tornam o ato deliberativo nulo, mesmo porque esse dispositivo não prevê tal consequência. A suposta má escolha do critério de fixação do preço de emissão das ações, se comprovada, poderá ensejar hipótese de responsabilidade civil dos controladores, que se resolve em perdas e danos, e não em declaração de nulidade de assembleia (art. 117 da mesma lei). Ademais, tal como salientou o acórdão recorrido, a pretensão autoral choca-se com o princípio da preservação da empresa, pois a anulação da deliberação da assembleia inviabilizaria o próprio funcionamento da companhia, além de causar imensuráveis transtornos aos demais acionistas e a terceiros”.

²¹¹ A respeito da classificação, com fins pragmáticos e alinhados com a nomenclatura da lei societária, que distingue vícios da assembleia, vícios das deliberações e vícios do voto, cf. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidez das deliberações de assembleias das s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1999, p. 86, nota de rodapé n.º 47.

deveriam acompanhar a convocação, por exemplo), a consequência é a anulabilidade, por força do art. 286 da Lei das Sociedades por Ações. Sendo anulada a assembleia, serão anuladas todas as deliberações nela tomadas²¹².

Os vícios do voto podem decorrer de erro, dolo, fraude ou simulação (art. 286 da Lei das Sociedades por Ações), pelo menos teoricamente, de incapacidade relativa do agente, de coação, estado de perigo, lesão ou fraude contra credores (art. 171), ou de violação a deveres gerais para o exercício do direito de voto (arts. 115, 117, 134, § 1º, e 228, § 2º).

Caso, por exemplo, as demonstrações financeiras publicadas contenham erros, o voto que as aprovou conterà vício na manifestação de vontade por ele encerrado suficiente para determinar sua anulabilidade.

Uma vez anulado o voto, esta anulação acarretará a anulação da respectiva deliberação apenas se o voto anulado houver sido determinante para a aprovação da deliberação. Se a deliberação seria aprovada de qualquer modo, mesmo sem o voto viciado, então a deliberação permanecerá válida. A determinância do voto, ressalve-se, pode ser verificada se esse voto for fundamental para a obtenção do quorum de deliberação necessário, mas também se o exercício irregular do voto, especialmente como consequência de abuso do direito de voto ou voto em conflito de interesses, tiver contribuído também para incentivar outros acionistas a votarem no mesmo sentido, o que poderia não ocorrer se o voto viciado não tivesse sido proferido²¹³.

São exemplos de vícios nas deliberações, no que tange à sua forma, a aprovação de matéria sem que o quorum necessário tenha sido verificado; sem que se tenha respeitado a votação em separado para matérias em que a lei o exige; em violação ao processo de voto múltiplo, quando regularmente requerido. São igualmente exemplos de vícios nas deliberações aqueles contidos no conteúdo da decisão tomada pela assembleia, ou seja, a decisão de se alterar o estatuto social em desacordo com a lei ou de se distribuir lucros inexistentes. A anulabilidade ou nulidade do ato, conforme o caso, acarreta a anulabilidade

²¹² Sobre os vícios da assembleia, cf. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidez das deliberações de assembleias das s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1999, pp. 88 e ss..

²¹³ Ver, sobre os vícios do voto, SACCHI, Roberto, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – profili procedurali*, in *Il diritto attuale*, n. 9, Utet, Torino, 1990, pp. 197 e ss. e FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidez das deliberações de assembleias das s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1999, pp. 113 e ss..

ou nulidade de toda a deliberação. Em regra, a anulação ou nulidade de uma deliberação não compromete a validade de outras deliberações que a esta não forem conexas²¹⁴.

11.4 Atos ineficazes

Pode ser identificada na Lei das Sociedades por Ações, ainda, a categoria de atos ineficazes. São deliberações regulares, mas que, por força de disposição legal expressa, não produzem efeitos enquanto não forem ratificadas por grupo específico, cujos interesses tenham sido, ou possam ser, afetados pela referida deliberação, ou enquanto não cumprirem determinada formalidade²¹⁵.

Não são atos nulos porque podem, e neste caso devem, ser ratificados. Não são anuláveis porque, a rigor, sequer geram efeitos antes de sua ratificação; e após esta ratificação, passam a ser integralmente válidos, eliminando qualquer base para sua anulação.

Alguns exemplos de atos cuja eficácia a Lei das Sociedades por Ações condiciona à sua ratificação, ou prévia aprovação, ou ainda cumprimento de determinada formalidade são: as alterações do estatuto social que, dentro dos limites legais, podem afetar direitos conferidos a certa classe de ações preferenciais, alterações essas que devem ser previamente aprovadas ou ratificadas, no prazo de 1 ano, por acionistas representando mais da metade da classe de ações preferenciais prejudicada (art. 136, §§ 1º e 4º); da mesma forma, alterações do estatuto social que afetem direitos das partes beneficiárias deverão ser aprovadas por mais do que a metade de seus titulares, em assembleia especial (art. 51); a redução do capital social com restituição aos acionistas de parte do valor das ações, ou pela diminuição do valor destas, quando não integralizadas, à importância das entradas, só se tornará efetiva 60 dias após a publicação da ata da assembleia geral que a tiver deliberado, se não houver oposição de credores (art. 174, *caput* e §§ 1º e 2º) e, havendo debêntures em circulação, se houver aprovação prévia por parte da maioria dos debenturistas, reunidos em assembleia especial (art. 174, § 3º); ressalvadas as exceções previstas em lei, a

²¹⁴ Sobre os vícios das deliberações sociais, cf. ASCARELLI, Tullio, *L'interesse sociale dell'art. 2441 C.C., la teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazione assembleari*, in *Rivista delle società*, 1956, pp. 93 e ss. e FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidez das deliberações de assembleias das s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1999, pp. 97 e ss..

²¹⁵ Com relação à ineficácia de atos societários, ver FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidez das deliberações de assembleias das s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1999, pp. 111 e ss..

incorporação, fusão ou cisão da companhia que tenha debêntures em circulação dependerão da prévia aprovação dos debenturistas, reunidos em assembleia especialmente convocada com esse fim (art. 231).

12. Acordos de acionistas

A possibilidade da pactuação de acordos de voto entre acionistas é, desde que a respeito de objeto lícito, compatível com a liberdade de disposição da propriedade e dos direitos relativos à ação, com a autonomia contratual privada das pessoas dos acionistas e com o ideal de livre embate de ideias dos acionistas dentro da organização societária²¹⁶.

Os acordos de votos entre acionistas propiciam, assim, não uma restrição à sua liberdade de exercício do direito de voto, mas sim comprovam a sua liberdade de dispor desse exercício em arranjos que atendam aos objetivos econômicos e políticos associados

²¹⁶ A respeito da disciplina jurídica dos acordos de acionistas, ver, por exemplo, em adição às obras especificamente citadas neste item, SEMINO, Giorgio, *Il problema della validità dei sindacati di voto*, Giuffrè, Milão, 2003; CANTIDIANO, Luiz Leonardo, *Reforma da lei das s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2002, pp. 127 e ss.; COMPARATO, Fábio Konder, *Ineficácia de estipulação, em acordo de acionistas, para eleição de diretores, em companhia com conselho de administração*, in *Direito empresarial: estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 174 e ss.; COMPARATO, Fábio Konder, *Restrições à circulação de ações em companhia fechada: nova et vetera*, in *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1981, pp. 32 e ss.; COMPARATO, Fábio Konder, *Validade e eficácia de acordo de acionistas. execução específica e suas estipulações*, in *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1981, pp. 52 e ss.; COMPARATO, Fábio Konder, *Eficácia dos acordos de acionistas*, in *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1981, pp. 74 e ss.; LAMY FILHO, Alfredo, *Acordo de acionistas - averbação de intransferibilidade das ações - informações não divulgadas* in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 299 e ss.; LAMY FILHO, Alfredo, *Acordo de acionistas - observância dos administradores aos termos do acordo*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 323 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Efeitos sobre terceiros de acordos de acionistas*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 123 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Restrições à livre transmissibilidade das ações no acordo de acionistas*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 233 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Pacto de preferência em acordo de acionistas*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 277 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Sucessão na relação obrigacional oriunda de acordo de acionistas*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 785 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Acordo de acionistas com promessa de fato de terceiro*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1101 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Acordo de acionistas a prazo indeterminado*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1141 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *O acordo de acionistas como negócio fiduciário*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1369 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Acordo de comando e poder compartilhado*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1309 e ss.; PENTEADO, Arthur Bardawil, *CVM – decisão administrativa sobre alienação de controle – ações vinculadas a acordo de acionistas - o caso votorantim*, in *RDM*, n. 126, 2002, pp. 178 e ss.; RAMOS, Felipe de Freitas, *Responsabilidade dos signatários de acordo de voto no regime da lei nº 10.303/01*, in *RDM*, n. 125, 2002, pp. 114 e ss.; ROCHA, João Luiz Coelho da, *Os compromissos de voto nos acordos de acionistas e sua eficácia executiva*, in *RDM*, n. 127, 2002, pp. 63 e ss.; SACCHI, Roberto, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – profili procedurali*, in *Il diritto attuale*, n. 9, Utet, Torino, 1990; SALOMÃO FILHO, Calixto, *O novo direito societário*, ed. 4, Malheiros, São Paulo, 2011, pp. 126 e ss..

pelo acionista à sua participação societária, seja essa participação majoritária ou minoritária, vinculada ao bloco de controle ou não.

A validade dos acordos de voto foi e continua a ser ponto de controvérsia na doutrina estrangeira e nacional²¹⁷. Os questionamentos à sua validade baseiam-se em argumentos que vão desde a falta de previsão legal expressa, nas legislações e épocas nas quais esse foi o caso, passando pela dúvida a respeito da possibilidade de segmentação do voto em relação aos demais direitos e deveres relativos à ação²¹⁸, até a desnaturação da estrutura societária, ao permitir a restrição contratual do livre exercício do direito de voto em cada assembleia, ou mesmo ao permitir que parte das deliberações seja deslocada das assembleias para as reuniões prévias dos signatários dos acordos.

Para que a razoabilidade e validade dos acordos de acionistas sejam compreendidas, é preciso, primeiro, separar algumas diferentes figuras que poderiam ser incluídas dentro da categoria de acordos de votos.

Genericamente, os acordos de voto podem envolver a negociação, ou não, dos votos e a cessão, ou não, do voto, assim como podem se dar entre acionistas e terceiros ou apenas entre acionistas.

A venda ou a negociação do voto, que não são contempladas em princípio na celebração dos acordos de acionistas, são tratadas no item 6, da Parte B do Capítulo I.

²¹⁷ A discussão doutrinária a respeito, e sua evolução, é sintetizada em RIBEIRO, Renato Ventura, *Direito de voto nas sociedades anônimas*, Quartier Latin, São Paulo, 2009 pp. 335 e ss..

²¹⁸ “A ideia fundamental subjacente a essa interpretação é a analogia entre o direito de voto do acionista e o direito de voto do cidadão; é a transposição para o direito mercantil dos princípios que informam o direito eleitoral. Mas essa analogia é inadmissível. As prerrogativas políticas do cidadão fundam-se, diretamente, nos atributos de sua personalidade, enquanto ser livre e fonte de todo o Direito. Eis por que a liberdade política é inalienável e a sua supressão sempre ilegítima, embora muita vez legalizada. O direito de voto do acionista, ao contrário, não se funda em sua personalidade, mas numa ‘fração de sua esfera patrimonial’. Ele se mede exatamente, em princípio, pela quantidade ou montante das ações que o seu titular possui, ações essas que representam, por sua vez, unidades-alíquotas do capital da companhia. E assim como não se pode mercantilizar um sufrágio político, da mesma forma é inadmissível impor a politização do voto acionário. Uma assembleia geral de acionistas, afinal, não é uma ‘festa cívica’, ‘não é um sacramento, é um ato comercial’. Ora, na esfera das relações patrimoniais, a autonomia privada consiste, justamente, em poder negociar e ceder, livremente, os seus direitos. Se o acionista não é obrigado a comparecer às assembleias gerais, se pode a todo tempo ceder suas ações, por que atentaria contra a sua liberdade a estipulação de votar neste ou naquele sentido?”. (COMPARATO, Fábio Konder, SALOMÃO FILHO, Calixto, *O poder de controle na sociedade anônima*, ed. 5, Forense, Rio de Janeiro, 2008, p. 221).

A cessão do voto, que também não é necessária em regra nos acordos de acionistas, é discutida especificamente no item 3 da Parte A do Capítulo III.

Os acordos de acionistas, como é natural, são celebrados entre acionistas. Os acordos de voto celebrados entre acionistas e terceiros são, comumente, de dois tipos. Há os acordos de voto decorrentes de oneração das ações com penhor, alienação fiduciária ou usufruto. E há os contratos com terceiros, normalmente instituição financeira ou investidores não acionistas, pelos quais o acionista, em regra o controlador, obriga-se a não orientar a companhia, por meio do voto inclusive, a praticar determinados atos.

Eventuais acordos de voto celebrados em razão da existência de penhor, alienação fiduciária ou usufruto são analisados no item 3 da Parte A do Capítulo III.

Se se tratar de outros contratos celebrados entre o acionista – este como parte ou interveniente anuente –, e terceiro, como por exemplo certas obrigações de não fazer relativas à companhia controlada pelo acionista, comuns em instrumentos de financiamento e em compromissos de compra e venda de controle, a obrigação é pessoal do acionista, ou, se for o caso, da companhia, não afetando diretamente os demais acionistas não contratantes. Esse tipo de acordo de voto, embora válido e eficaz, não é oponível aos demais acionistas como obrigação contratual destes. É claro que seus efeitos podem na prática afetar os demais acionistas, mas não há tutela na lei, por exemplo, para exigir que outros acionistas exerçam seu direito de voto em consonância com aquele contrato. A mesa assemblear não tem obrigação de conhecimento, nem de observação do acordo de voto contratado nem mesmo com relação ao voto do acionista contratante. E assim como ocorre com o próprio acordo de acionistas, as responsabilidades associadas ao direito de voto não são elididas em nenhuma medida em decorrência da obrigação assumida ou imposta pelo contrato com terceiro.

O acordo de acionistas, por fim, no caso brasileiro, é expressamente previsto em lei, eliminando também qualquer dúvida a respeito de sua legalidade.

Na Lei das Sociedades por Ações, o art. 118 disciplina o acordo de acionistas²¹⁹.

²¹⁹ De acordo com a Exposição de Motivos da lei societária: “[o] artigo 118 regula o acordo de acionistas - modalidade contratual de prática intensa em todas as latitudes, mas que os códigos teimam em ignorar.”

O acordo de acionistas, portanto, é celebrado exclusivamente entre acionistas, podendo contar com a assinatura da companhia ou de administradores, como intervenientes anuentes, para que se reforce a obrigação de verificação das obrigações de voto estipuladas, nas deliberações sociais. Não é necessário que implique a cessão do voto ou sua negociação.

Por força do *caput* do art. 118, o acordo de acionistas pode estipular a respeito da compra e venda de ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle. Dentro dessas categorias, encaixam-se as mais diversas estipulações, entre elas o mecanismo de *tag along* e *drag along*, eleição de diretores pelo conselho de administração eleito pelos acionistas, exercício do direito de voto em sociedades controladas, mecanismos de regulam a alienação do controle de holdings que controlam a companhia, entre outros.

Outras matérias que não se subsumem às categorias indicadas no *caput* do art. 118, desde que não ilícitas, também podem ser previstas no acordo de acionista, sem invalidá-lo ou sem invalidar as demais disposições. Nesse caso, essas disposições terão apenas força contratual entre os acionistas, vinculando a companhia apenas se ela for parte legítima do acordo, e ainda assim, fora do mecanismo de proteção das disposições de acordos de acionistas previstos no art. 118.

O mesmo ocorrerá com disposições que, embora condizentes com as referidas categorias, não dizem respeito diretamente à companhia da qual os subscritores são acionistas, mas de holdings de cada acionistas por exemplo. Não há como se utilizar dos mecanismos decisórios e sancionatórios internos de uma companhia para garantir a execução de obrigações alocadas na esfera jurídica de outra companhia, ainda que,

Ocorre que essa figura jurídica é da maior importância para a vida comercial, e a ausência de disciplina legal é, certamente, a causa de grande número dos abusos e malefícios que se lhe atribuem. Com efeito, como alternativa à *holding* (solução buscada por acionistas que pretendem o controle pré-constituído, mas que apresenta os inconvenientes da transferência definitiva das ações para outra sociedade) e ao acordo oculto e irresponsável (de eficácia duvidosa em grande número de casos), cumpre dar disciplina própria ao acordo de acionistas que, uma vez arquivado na sede da companhia e averbado nos registros ou nos títulos, é oponível a terceiros e tem execução específica. Trazidos, pois, à publicidade (§ 5º do art. 118), esses acordos representam ponto médio entre a *holding* e o acordo oculto, com as vantagens legítimas que ambos podem apresentar, e sem os inconvenientes para a companhia ou para os sócios, que também podem acarretar” (grifado).

contratualmente, uma tal disposição permaneça válida e, para fins interpretativos ou probatórios dos objetivos pretendidos pelas partes, possa inclusive se valer do fato de se encontrar inscrita em um acordo de acionistas de determinada companhia.

As maiores vantagens trazidas pela disciplina do art. 118 foram a certeza jurídica da validade do acordo de acionistas e o incremento de sua executabilidade, propiciado pelas previsões que expressamente obrigam a companhia e terceiros a observar suas disposições, desde que arquivados na sede social e averbados nos livros societários competentes (*caput* e § 1º), e permitem a execução específica das obrigações estipuladas no acordo (§ 3º).

É responsabilidade do presidente da mesa assemblear, do conselho de administração ou de outro órgão colegiado de deliberação da companhia, respeitar os termos de acordo de acionistas arquivado na sede social (§ 8º). O ato do presidente da assembleia contrário a disposição do acordo de acionistas, ou que permita sua violação, gera responsabilização por meio das regras de responsabilização de administradores e ou de responsabilidade civil, conforme seja o presidente administrador ou não.

A manifestação do voto em violação a acordo de acionistas é ineficaz se não computada pela mesa assemblear, na forma como exigido pelo parágrafo 8º do art. 118. Isso significa que o ato formal pelo qual o acionista presente, ou seu representante, manifestou sua vontade a respeito da aprovação ou não de determinada matéria não surte qualquer efeito jurídico perante a companhia, seus administradores e acionistas.

Não se trata aqui, contudo, da categoria de atos ineficazes examinada no item 11.4 da Parte A deste Capítulo II, que consistem em deliberações regulares, mas que dependem de ratificação de determinado grupo de interessados, nos termos da lei, para se tornarem válidas e definitivas.

A ineficácia do voto não computado pela mesa assemblear traduz-se simplesmente pela ausência concreta de efeitos jurídicos para os fins da assembleia. Tanto assim que, se o voto for computado na deliberação, por erro ou dolo do presidente da mesa, por exemplo, o voto passa então a ser anulável, assim como a deliberação a ele relacionada, caso o referido voto tenha sido determinante para a aprovação da matéria em deliberação.

Nesse caso, tanto o voto quanto a deliberação apresentam vícios que comprometem sua validade e que, dentro do regime da Lei das Sociedades por Ações, podem ser comparados a uma violação do estatuto social. Nessa hipótese, em regra, a consequência é justamente a anulabilidade do ato.

É claro que se, por exemplo, o voto e a deliberação, além de violarem disposição do acordo de acionistas, acarretarem alterações no estatuto social que afetem de modo permanente direitos irrevogáveis e irrenunciáveis dos acionistas, tanto voto quanto deliberação serão nulos. Nesse caso, entretanto, os efeitos da violação do acordo de acionistas passam a ser subsidiários para a determinação do grau da invalidade do ato.

De acordo com o parágrafo 9º do art. 118, “[o] não comparecimento à assembléia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissa e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada”.

Há, na referida disposição, clara autorização legal para a cessão do exercício do direito de voto. Por razões práticas mais do que justificadas, a lei acertadamente confere força e executabilidade aos acordos de acionistas ao permitir a pura e simples assunção do exercício do direito de voto relativo às ações do signatário do acordo de acionistas ausente ou que se absteve pelo acionista prejudicado, ou, *mutatis mutandis*, pelo conselheiro de administração eleito pelo acionista prejudicado.

Não há condições especiais para a referida cessão do exercício do direito de voto. Basta que o acionista signatário ou o conselheiro de administração por ele indicado esteja ausente da respectiva deliberação ou nela se abstenham.

A cessão é válida exclusivamente para a deliberação em relação à qual haja pacto de voto regulado em acordo de acionistas, e nos termos do acordo de acionistas. O voto assim exercido deverá ser computado pelo presidente da assembleia geral ou da reunião do órgão de administração, e quem o exerce, ainda que sob a permissão do art. 118, § 9º, é responsável por fazê-lo de acordo com disposições legais atinentes ao abuso do direito de

voto, abuso de poder de controle e conflito de interesses, inclusive por parte de administradores, conforme o caso.

O parágrafo 7º do art. 118, de maneira igualmente pragmática, soluciona outro impasse legal e doutrinário, em benefício da eficiência do acordo de acionistas, ao permitir que o mandato outorgado com o fim de garantir o cumprimento do acordo de acionistas por parte de seus signatários não está sujeito à limitação de prazo estabelecida pelo art. 126, § 1º.

Isso significa, concretamente, que o acordo de acionistas pode prever a outorga de poderes para o exercício do direito de voto entre seus signatários, por qualquer prazo, não superior ao próprio acordo de acionistas, para que aquele que seja o outorgado garanta que o voto do outorgante seja proferido em respeito ao acordo de acionistas.

Trata-se, nesse caso, não de cessão do voto ou de seu exercício, mas de representação.

Por consequência, se o outorgante estiver presente, é a sua manifestação, e não a do procurador que deve prevalecer, e a responsabilidade pelo voto proferido será, em princípio, do outorgante e não do outorgado. De outro lado, se o cumprimento do mandato importar violação das disposições legais atinentes ao abuso do direito de voto, abuso de poder de controle e conflito de interesses, e o outorgante tiver ciência da violação, ou for o seu causador, deverá ser também responsabilizado pelo voto proferido, mesmo que em representação.

Conforme adiantado, ademais, o parágrafo 2º do art. 118 é expresso ao determinar, de modo amplo, que os acordos de acionistas “não poderão ser invocados para eximir o acionista de responsabilidade no exercício do direito de voto (art. 115) ou do poder de controle (arts. 116 e 117)”.

As estipulações do acordo de acionistas obrigam seus subscritores, mas aderem também às ações sobre as quais o próprio acordo determinar que deverão recair seus efeitos. Assim, não apenas um determinado acionista pode vincular apenas parte, ou a totalidade de suas ações, ao acordo de acionistas, como também as obrigações incidentes

sobre as ações vinculadas deverão ser observadas por eventuais sucessores do subscritor original, se assim dispuser o acordo de acionistas.

Assim como as ações podem carregar consigo direitos, como dividendos já declarados e não pagos, por exemplo, podem também ser oneradas com obrigações decorrentes de acordo de acionista que as vinculam e que serão transmitidas em conjunto com elas.

Também por essa razão que as obrigações ou ônus decorrentes dos acordos de acionistas devem ser averbados no livro de registro de ações, ou nos certificados de ações, para que sejam oponíveis a terceiros (art. 118, § 1º).

Não por outra razão, que o parágrafo 4º do art. 118 estabelece que “[a]s ações averbadas nos termos deste artigo não poderão ser negociadas em bolsa ou no mercado de balcão”. O dispositivo não apenas reconhece que são as ações que estão averbadas, como admite que as obrigações e ônus estabelecidos no acordo de acionistas as seguirão, caso sejam negociadas; do contrário, não faria sentido a existência dessa proibição, cujo objetivo é exatamente evitar que ações oneradas ou com restrições em seus direitos políticos fossem livremente negociadas em bolsa ou mercado de balcão.

Embora seja prática no direito societário, já houve dúvidas a respeito da possibilidade de vinculação do voto de conselheiros de administração às disposições de acordo de acionistas.

A utilidade da vinculação do voto proferido em reuniões do conselho de administração é evidente, e alinhada com os objetivos do acordo de acionistas. Como no Brasil é possível que o poder de eleição dos diretores seja delegado ao conselho de administração, e isso é o que ocorre em parte significativa das companhias brasileiras, não faria sentido deixar de fora das estipulações permitidas para um acordo de acionistas justamente a eleição dos executivos e representantes legais da companhia.

Além disso, outras decisões importantes a respeito da companhia podem também ser delegadas ao conselho de administração, razão pela qual eventuais pactos de voto disciplinados por acordo de acionistas devem alcançar também as deliberações desse

órgão, sob pena de tolher a eficácia do acordo de acionista, tal como desenhado pela Lei das Sociedades por Ações.

Eventuais dúvidas a respeito do alcance do acordo de acionistas às deliberações do conselho de administração, ou de outros órgãos equivalentes eventualmente criados pelo estatuto, foram dissipadas com a modificação promovida pela Lei n.º 10.303/01 no *caput* do art. 118 e com a inclusão dos parágrafos 8º e 9º, pela mesma lei. A nova redação incluiu a possibilidade expressa de o acordo de acionistas versar sobre o “poder de controle”, e deixou claro nos parágrafos 8º e 9º que as obrigações do acordo de acionistas devem ser observadas em assembleias e reuniões do órgão de administração, pelos respectivos presidentes, pelos signatários do acordo e pelo conselheiro de administração eleito nos termos do acordo de acionistas.

Ao prever a possibilidade de incluir disposições a respeito do poder de controle no acordo de acionistas, a lei abre margem para que sejam disciplinados acordos que versem sobre a eleição dos diretores, bem como sobre deliberações que estejam a cargo do conselho de administração (ambos requisitos para a própria definição de controle, de acordo com o art. 116).

E ao mencionar especificamente “reuniões dos órgãos de administração” e “membros do conselho de administração”, no parágrafo 9º do art. 118, a lei encerra qualquer dúvida a respeito de suas intenções, reafirmando, ainda que talvez não com a melhor técnica legislativa, que as disposições de um acordo de acionistas podem, sim, vincular o voto de conselheiro de administração eleito nos termos do mesmo acordo, mesmo que este não seja signatário do instrumento e mesmo que a deliberação do conselho de administração não se refira especificamente à eleição de diretores ou à eleição de diretores vinculados ao acionista controlador ou bloco de controle, podendo versar sobre qualquer matéria em relação à qual o membro do conselho de administração tenha poder de voto nas deliberações do órgão.

Não há, na lei, disposição que limite o prazo de vigência de um acordo de acionistas. Com fundamento no princípio de que ninguém é obrigado a permanecer vinculado a um contrato por tempo indeterminado, e para se evitar que a possibilidade de rescisão comprometa os objetivos do acordo, é praxe que os acordos de acionistas sejam celebrados

por tempo determinado de vigência, que não seja irrealisticamente longo, a ponto de se confundir com um contrato por prazo indeterminado. O art. 118, § 6º, reafirma a mesma ideia ao determinar que o acordo de acionistas que estabeleça prazo de vigência ou condição resolutiva somente poderá ser denunciado segundo suas próprias estipulações.

A publicidade do acordo de acionistas a todos os sócios, e também a terceiro, é assegurada pela obrigatoriedade, para que valha como tal, de seu arquivamento na sede social (*caput*), da averbação de sua existência junto aos lançamentos das ações a ele vinculadas no livro de registro de ações (§ 1º), pela divulgação obrigatória de estipulações relativas a políticas de reinvestimento ou distribuição de dividendos, no relatório anual (§ 5º) e, no caso de companhias abertas, pela divulgação de aviso de fato relevante a respeito da celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia (art. 2º, § único, incs. II e III, da Instrução CVM nº 358/02), pela disponibilização eletrônica do próprio acordo de acionistas (Ofício-Circular CVM/SEP/Nº 01/2013, item 3.4, e art. 30, inc. XIX, da Instrução CVM nº 480/09) e pela atualização do formulário de referência da companhia, nos campos e prazo apropriados (art. 24, § 3º, X, da Instrução CVM nº 480/09).

Finalmente, os parágrafos 10 e 11 do art. 118, também inseridos pela Lei nº 10.303/01, determinam que os acionistas vinculados a acordo de acionistas deverão indicar, no ato de arquivamento do acordo, representante para comunicar-se com a companhia e para prestar ou receber informações a respeito do acordo de acionistas, quando solicitadas; e que a companhia poderá solicitar aos membros do acordo esclarecimento sobre suas cláusulas. São disposições de caráter pragmático, que, embora não acrescentem ao que já seria naturalmente esperado, viabilizam um controle e aplicação mais ágeis das disposições do acordo de acionistas e são compatíveis com as obrigações impostas pelo mesmo art. 118 aos administradores da companhia. Se estes são responsáveis pela observação das cláusulas do acordo de acionistas pela companhia, nada mais razoável que tenham à sua disposição um canal claro pelo qual possam extrair, das próprias partes contratantes, a interpretação das cláusulas do acordo ou esclarecer outras dúvidas.

13. As assembleias especiais de acionistas

Além das assembleias gerais dos acionistas, a lei regula também a realização de assembleias especiais, que, seguindo o mesmo formato, prestam-se a tomar as deliberações de grupos específicos de titulares de interesses relativos à companhia, acionistas ou não²²⁰.

Neste item, serão examinadas as assembleias especiais reservadas a determinados grupos de acionistas da companhia, enquanto que o item seguinte tratará das assembleias especiais de debenturistas e de titulares de partes beneficiárias.

O parágrafo único do art. 18 da Lei das Sociedades por Ações, por exemplo, permite que o estatuto social confira aos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais o poder de veto sobre determinadas alterações estatutárias. A aprovação prévia ou ratificação de eventual alteração estatutária, eventualmente submetida ao poder de veto dos acionistas titulares de determinada classe de ações preferenciais, será decidida em assembleia geral especial dos referidos acionistas.

Do mesmo modo, o art. 44, § 6º, condiciona o resgate de ações de determinada classe, preferenciais ou não (a lei não faz distinção neste caso) à sua aprovação, em assembleia especial, por acionistas que representem pelo menos a metade das ações da referida classe.

O art. 136, § 1º, estabelece que a “criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto” e que a “alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de

²²⁰ Cf., entre outras, GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Problemas atuais das debêntures*, in *RDM*, n. 52, 1983, pp. 128 e ss.; GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Sociedade anônima - assembléia geral extraordinária de debêntures - emissão - conversão em ações preferenciais com e sem direito de voto - direito de recesso dos acionistas minoritários*, in *RDM*, n. 93, 1994, pp. 114 e ss.; LAMY FILHO, Alfredo, *Debêntures - conversibilidade em ações - opção assegurada à empresa emissora*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 305 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *A conversão de debêntures em ações e o correspondente aumento do capital social*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 99 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Debêntures conversíveis em ações*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 777 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Debêntures conversíveis em ações de sociedade controlada*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1083 e ss.; EIZIRIK, Nelson, *Emissão de debêntures*, in *RDM*, n. 101, 1995.; NETO, Pedro Marini, *A assembléia especial dos preferencialistas e os procedimentos de reestruturação das empresas*, in *RDM*, n. 114, 1999, pp. 199 e ss.; PEREIRA NETO, Edmur de Andrade Nunes, *Aspectos jurídicos da emissão de debêntures conversíveis em ações*, dissertação de mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1986.

ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida”, “depende de prévia aprovação ou da ratificação, em prazo improrrogável de um ano, por titulares de mais da metade de cada classe de ações preferenciais prejudicadas, reunidos em assembleia especial convocada pelos administradores e instalada com as formalidades” prevista na Lei das Sociedades por Ações.

Nas hipóteses trazidas pelos arts. 44, § 6º, e 136, § 1º, a deliberação levada à assembleia especial dependerá de voto afirmativo de titulares de pelo menos a metade das ações da classe ou classes objeto da proposta de regate, no primeiro caso, e prejudicada(s), no segundo caso.

Na hipótese disciplinada pelo art. 18, § único, o próprio estatuto social poderia estabelecer um quorum de deliberação. Não o fazendo, é razoável que se aplique, por analogia, a regra geral da lei para as assembleias gerais, fixada pelo *caput* do art. 129 (maioria absoluta dos votos). Para as companhias abertas, é razoável também que se aplique a vedação contida no parágrafo 1º do mesmo art. 129.

Embora seja mais clara com relação ao quorum de deliberação, a lei não especifica nenhum quorum de instalação para as referidas assembleias especiais.

Assim como ocorre com relação ao quorum de deliberação, na hipótese disciplinada pelo art. 18, § único, o próprio estatuto social poderia estabelecer um quorum de instalação para as assembleias especiais que regula. Sendo omissa o estatuto social a esse respeito, há dúvidas não respondidas pela lei sobre qual seria o quorum de instalação aplicável.

As mesmas dúvidas se aplicam também para os casos regulados pelos arts. 44, § 6º, e 136, § 1º.

Nos três casos, a lei deixa de fazer qualquer menção a eventual quorum de instalação. A aplicação da regra geral do art. 125, também por analogia, parece igualmente fazer sentido para esses casos. Assim, as referidas assembleias especiais poderiam se instalar em primeira chamada com acionistas titulares de pelo menos 1/4 das ações da classe ou classes em questão e, em segunda chamada, com acionistas titulares de qualquer quantidade das ações da mesma classe ou classes.

O que dificulta a plena aplicabilidade da regra geral do art. 125, no entanto, é o disposto nos parágrafos 1º e 2º do art. 136. Pela combinação desses parágrafos, a lei permite que a Comissão de Valores Mobiliários, para as companhias abertas, autorize a redução do quorum de deliberação estabelecido no *caput* e no parágrafo 1º do art. 136 (metade das ações com direito de voto e mais do que a metade das ações da classe ou classes prejudicada(s), respectivamente). Além disso, o art. 136, § 2º, estabelece como requisitos para que a Comissão de Valores Mobiliários autorize a redução do quorum de deliberação que as três últimas assembleias da companhia tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto, e que a deliberação com o quorum reduzido seja adotada apenas na terceira convocação. Conforme adiantado no item 6 da Parte A do Capítulo II, a interpretação das implicações da referida “terceira convocação” não é elementar.

A mesma conclusão a que se chegou no referido item 6 da Parte A do Capítulo II, para o caso das assembleias gerais, aplica-se também para a determinação do quorum de instalação aplicável para as assembleias especiais disciplinadas pelo art. 136, § 1º: a regra geral do *caput* do art. 125 se aplica para as duas primeiras convocações, sendo a terceira, a que faz referência o art. 136, § 2º, uma convocação extra, assegurada pela lei apenas nos casos em que a Comissão de Valores Mobiliários autorizou a redução do quorum de deliberação.

Ou seja, se não houver a autorização por parte da autarquia (ou se se tratar de companhia fechada), e na segunda convocação a assembleia não contou com a presença de acionistas que representavam, em sua totalidade, o quorum mínimo que seria necessário para a aprovação da matéria, a referida matéria deverá ser considerada não aprovada (ou ineficaz a aprovação pela assembleia geral dos acionistas). E caso a administração deseje recolocar a matéria em deliberação, deverá renovar todo o procedimento de convocação.

Se, de outro lado, a Comissão de Valores Mobiliários autorizou a redução do quorum de deliberação, então uma terceira convocação poderá ser realizada. A assembleia convocada em terceira convocação poderá ser instalada, igualmente, com qualquer número de presentes e deliberará de acordo com o que foi autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários. Se o número de presentes também não atingiu o quorum reduzido de

deliberação, então a matéria será considerada não aprovada, não havendo justificativa para uma quarta convocação.

Como as assembleias especiais reguladas nos arts. 18, § único, e 44, § 6º, não podem se valer da possibilidade de autorização da Comissão de Valores Mobiliários para a redução de quorum, restrita às hipóteses previstas nos parágrafos 2º e 3º do art. 136, então a essas assembleias restam a aplicação estrita da regra geral do *caput* do art. 125 e a realização de no máximo duas convocações.

Assim, a assembleia especial do parágrafo único do art. 18, caso o estatuto social não determine quorum diverso de instalação, será instalada em primeira convocação com a presença de acionistas representando pelo menos 1/4 das ações preferenciais da classe ou das classes em questão. Em segunda convocação, a assembleia especial será instalada com qualquer número de presentes.

Se em segunda convocação a presença dos acionistas ficou abaixo do próprio quorum de deliberação, então a matéria deve ser considerada não aprovada pela assembleia especial (e portanto ineficaz a eventual deliberação da assembleia geral dos acionistas). Se, por acaso, o estatuto social, ao invés de prever a necessidade de aprovação pela assembleia especial, prever que determinada matéria será considerada aprovada caso não seja reprovada expressamente por assembleia especial convocada com esse objetivo, então o comparecimento de acionistas em número inferior ao quorum de deliberação, já na primeira convocação, será suficiente para afastar a possibilidade de reprovação pela assembleia especial e validação da deliberação tomada pela assembleia geral dos acionistas.

A mesma lógica se aplica para a assembleia especial prevista pelo art. 44, § 6º. Por analogia ao *caput* do art. 125, a referida assembleia especial será instalada em primeira convocação com a presença de acionistas representando pelo menos 1/4 das ações da classe ou das classes em questão. Em segunda convocação, a assembleia especial será instalada com qualquer número de presentes. Não havendo quorum de instalação ou de aprovação em primeira convocação, proceder-se-á à segunda convocação. Não havendo quorum de instalação ou de aprovação em segunda convocação, o resgate das ações será considerado reprovado (ou ineficaz), sem que reste justificativa para uma terceira

convocação. Se a companhia insistir em aprovar a matéria, novo ciclo de convocações, provavelmente com ajustes nas condições do resgate, deverá ser iniciado.

As demais regras de convocação das assembleias especiais, inclusive quanto a prazo e publicidade, devem seguir as mesmas regras determinadas pela lei para as assembleias gerais, exceto quanto às questões de quorum discutidas acima e quando expressamente disposto de outra forma na própria lei, como também indicado anteriormente neste item. O mesmo ocorre com relação aos procedimentos de instalação e condução das assembleias. Para o caso de assembleias especiais de acionistas, as respectivas atas tanto podem ser lavradas no livro de registro de assembleias gerais ou em livro específico, desde que a forma escolhida pela companhia seja sempre mantida²²¹.

Ressalve-se que uma assembleia especial não se confunde com uma assembleia geral e não pode ocorrer de forma concomitante. Ainda que sejam convocadas para a mesma data e local, a assembleia especial deve ser convocada em edital próprio, realizar-se em horário distinto e ser lavrada em ata individual, com mesa assemblear especificamente eleita e sem a presença dos acionistas aos quais ela não diz respeito, a menos que para a prestação de esclarecimentos ou condução dos trabalhos, se forem administradores.

Não fosse assim, a lei determinaria apenas a necessidade de votação em separado e não a realização de assembleia especial. E assim a lei o faz, para garantir individualidade, isenção e publicidade compatíveis com a importância dos direitos por ela assegurados aos grupos específicos de interesses respectivos a cada uma das espécies de assembleia especial.

14. As assembleias especiais de debenturistas e de titulares de partes beneficiárias

Ainda no que diz respeito às assembleias especiais, o art. 51 da Lei das Sociedades por Ações determina que “[a] reforma do estatuto que modificar ou reduzir as vantagens conferidas às partes beneficiárias só terá eficácia quando aprovada pela metade, no mínimo, dos seus titulares, reunidos em assembleia-geral especial”²²². Não sendo aprovada

²²¹ Cf. MIGNOLI, Ariberto, *Le assemblee speciali*, Giuffrè, Milão, 1960.

²²² A rigor, o correto seria assembleia *especial* de partes beneficiárias, e não assembleia-geral *especial* de partes beneficiárias. COSTA, Philomeno J. da, *As partes beneficiárias*, São Paulo, Saraiva, 1965.

expressamente a referida alteração estatutária, por falta de quorum de deliberação ou por reprovação expressa, nos termos discutidos no item anterior, a deliberação da assembleia geral a esse respeito será ineficaz.

A convocação da referida assembleia especial deverá ser realizada com 1 mês de antecedência, no mínimo. Não instalada a assembleia especial em duas convocações, novo ciclo de convocações poderá ser realizado apenas após transcorridos 6 meses (§1º).

De acordo com o art. 57, § 2º, “[e]nquanto puder ser exercido o direito à conversão [de debêntures em ações], dependerá de prévia aprovação dos debenturistas, em assembleia especial, ou de seu agente fiduciário, a alteração do estatuto para: a) mudar o objeto da companhia; b) criar ações preferenciais ou modificar as vantagens das existentes, em prejuízo das ações em que são conversíveis as debêntures”.

A referida deliberação, por falta de regra específica, se não for substituída pela decisão do agente fiduciário, deverá ser tomada pela maioria absoluta dos presentes na assembleia especial dos debenturistas convocada com esse fim.

As formalidades para a convocação da assembleia especial estão fixadas no art. 71 da Lei das Sociedades por Ações. Esse dispositivo prevê, por exemplo, que a assembleia especial se instalará, em primeira convocação, com a presença de debenturistas que representem pelo menos a metade das debêntures em circulação, e, em segunda convocação, com qualquer número, e que a escritura de emissão das debêntures estabelecerá a maioria necessária, que não será inferior à metade das debêntures em circulação, para aprovar modificação nas condições das debêntures (o que não autoriza a escritura a criar quorum qualificado para a aprovação das matérias referidas no art. 57, § 2º, embora o estatuto social da companhia fechada possa fazê-lo).

O art. 174, § 3º, por sua vez, condiciona à prévia aprovação pela maioria dos debenturistas, reunidos em assembleia especial, a redução do capital social com restituição aos acionistas de parte do valor das ações, ou pela diminuição do valor destas, quando não integralizadas, à importância das entradas. Nesse caso, portanto, a lei não apenas determina que a aprovação deve ser prévia, como também determina que a maioria dos debenturistas

deverá aprovar a redução do capital, não se tratando, portanto, apenas da maioria dos presentes na assembleia especial.

Salvo as disposições específicas indicadas acima, as assembleias de debenturistas e de partes beneficiárias seguem os mesmos procedimentos de convocação, instalação e condução das assembleias gerais, e as respectivas atas deverão ser lavradas em livros próprios e específicos de registro.

Parte B: Ativismo acionário

1. Introdução

“The problem of who watches the watchers is as old as government, and not much more tractable for corporate than for government organizations. In theory, the shareholders of public companies elect directors, who watch corporate officers, who manage/watch the company on the shareholders' behalf. But since Berle and Means, we have understood that this theory is a fiction. The managers — the current officers and directors — pick the directors, and the shareholders rubberstamp the managers' choices. Perhaps thrice in a thousand cases, unhappy shareholders mount a proxy fight. About one fourth of the time, they win. Most modern corporate scholars, especially those with a law-and-economics bent, accept shareholder passivity as inevitable. They rely on market forces, especially takeovers, to limit managerial discretion. The critics' claim, stripped to its essentials, is that shareholders don't care much about voting except in extreme cases and never will. Collective action problems, which arise because each shareholder owns a small

*fraction of a company's stock, explain why shareholders can't be expected to care. I will call this view the 'passivity story'.*²²³

Em estreita relação com a compreensão dos mecanismos jurídicos e econômicos relacionados ao exercício do direito de voto estão as discussões a respeito dos benefícios e dos obstáculos ao ativismo acionário. Essas discussões, especialmente para os fins deste estudo, podem ser resumidas a partir das seguintes três perguntas: os acionistas querem realmente votar? Vale a pena para os acionistas votar? É importante para a companhia que os acionistas votem?

A busca pelas respostas para essas perguntas, além de guiarem as reflexões que serão desenvolvidas nos próximos itens, contribuem para uma inspeção mais detalhada das razões da existência do direito de voto e de seu exercício, ou não, pelos acionistas. Por consequência, é a partir da busca pelas respostas para aquelas questões que se pode averiguar com maior acuidade a estrutura jurídica que disciplina o exercício do direito de voto e, principalmente, os custos e benefícios das iniciativas de regulação do direito societário e do mercado que tenham como ponto de partida o incentivo ao ativismo acionário²²⁴.

E, para que essa busca seja realizada de modo estritamente técnico, e portanto mais eficaz, é importante, antes de iniciá-la, que três paradigmas que afetam esse assunto sejam, senão superados, ao menos flexibilizados.

Em primeiro lugar, é importante adotar como premissa que o ativismo societário não é necessariamente bom. Isso não significa dizer que ele é sempre ruim, mas tão somente que é errada a percepção genérica e exclusivamente positiva que atualmente se associa à ideia

²²³ BLACK, Bernard S., *Shareholder passivity reexamined*, in *Michigan law review*, v. 89, 1990, pp. 520 e ss..

²²⁴ Cf., por exemplo, BAINBRIDGE, Stephen M., *Shareholder activism and institutional investors*, 2005, disponível em www.ssrn.com; BLACK, Bernard S., *Shareholder passivity reexamined*, in *Michigan law review*, v. 89, 1990, pp. 520 e ss.; CZIRAKI, Peter, RENNEBOOG, Luc, SZILAGYI, Peter G., *Shareholder activism through proxy proposals: the european perspective*, 2009, disponível em www.ssrn.com; DE JONGH, Matthijs, *Shareholder activists avant la lettre: the complaining shareholders in the dutch east india company*, 2008, disponível em www.ssrn.com; HELWEGE, Jean, INTINTOLI, Vincent, ZHANG, Andrew (Jianzhong), *Voting with their feet or activism? institutional investors' impact on ceo turnover*, 2010, disponível em www.ssrn.com; KAHAN, Marcel, ROCK, Edward B., *The hanging chads of corporate voting*, in *Georgetown law journal*, v. 96, 2008, pp. 1227 e ss.; LEIST, Anna C., *Voting with their feet and dollars: the role of investors and the influence of the mutual fund market in regulating fees*, in *William and mary law review*, v. 51, 2009, pp. 261 e ss.; RENNEBOOG, Luc, SZILAGYI, Peter G., *Shareholder activism through the proxy process*, 2009, disponível em www.ssrn.com.

de ativismo dos acionistas. Os acionistas serão tão mais ativos, quanto pior for a situação que enfrentam; constatação humana que, por si só, mostra que, em um dos pontos extremos das possibilidades de análise, o ativismo não está atrelado ao bom funcionamento dos mercados. Um equilíbrio dos conceitos é desde logo necessário, e os questionamentos aos benefícios do ativismo, tendo-se em vista principalmente os custos pelos quais ele é implantado e os objetivos para os quais ele é lançado, são fundamentais para instaurar esse equilíbrio.

Em segundo lugar, e como já se discutiu no item 7 da Parte A do Capítulo I, é preciso lembrar que o direito de voto do acionistas não é um direito irrevogável e irretratável; não é um direito essencial do acionista. Assim, a existência do direito de voto, entrelaçado ao direito de informação, serve apenas de instrumento para proteção de outros direitos, esses sim fundamentais para os acionistas. Isso significa que o direito de voto, ou qualquer mecanismo que o facilite, é necessário apenas na medida em que for útil para a proteção dos demais direitos e pode ser descartado, sem a quebra de princípios e estruturas legais, se a referida proteção for assegurada por outros meios.

Em terceiro lugar, não se pode esquecer que o objetivo da sociedade empresarial, como toda companhia, é o lucro e não a participação política. O voto e seu exercício, mais uma vez, são funções somente de sua utilidade para a persecução, pelos acionistas, do lucro, nos termos da lei e aceitos pelo direito societário. Assim, a implementação de mecanismos que visam incrementar a participação do acionista nas deliberações sociais depende necessariamente da correspondente ponderação a respeito dos efeitos desses mecanismos para os fins lucrativos da companhia, sob o risco de que esses mecanismos ou sejam ignorados pelos acionistas ou se tornem uma mera fonte de novos custos para as companhias.

O voto, portanto, nada mais é do que uma ferramenta a serviço de um fim – o de assegurar outros direitos – para a qual a realidade e as regras jurídicas ainda não encontraram substituto completo.

O direito de voto, no plano jurídico, assume um papel de primazia por estar associado ao fundamento contratual da sociedade, em que a parte contratante é definitivamente a fonte de toda a vontade e poder necessários para a geração e execução do contrato. É o

sócio, como contratante, que sopra a vida no contrato de sociedade. Ainda no plano jurídico, o voto está associado também à justiça contida no direito de expressão da vontade e controle sobre a propriedade privada.

No plano econômico, no entanto, o direito de voto assume papel muito mais modesto e pragmático. Espremido entre os custos da votação e a capacidade relativa de fazer diferença na votação, de um lado, e a possibilidade de simplesmente vender as ações, existente a liquidez necessária para isso, de outro lado, o interesse do acionista pelo exercício do voto é bem menos glorioso do que a relevância que lhe é conferida pelo plano jurídico poderia fazer crer.

Por consequência, as atitudes legislativas, iniciativas de regulação e contribuições doutrinárias que pretendam estimular o ativismo societário, devem cuidar para não misturar ou desordenar os valores e objetivos realmente envolvidos, sob pena de errarem o objeto para o qual alocarão suas energias, de gastarem mais do dinheiro público do que seria necessário, ou de onerarem desnecessariamente as próprias companhias e acionistas.

A despeito do tom das considerações acima – que não são ceticistas, mas compensadoras de uma percepção desviada do que vem a ser o ativismo societário – ressalve-se que não é o caso aqui de diminuir a importância do voto. É o caso, sim, de acertar sua importância²²⁵.

2. O custo, a função e a ilusão do ativismo societário.

É possível que os acionistas, em regra, sejam pessoalmente simpáticos à ideia de serem titulares do direito de votar. Qualquer parcela adicional de controle sobre sua propriedade e seu patrimônio, que não traga ônus ou custos suplementares e à qual se pode recorrer em situações de necessidade, é sem dúvida bem recebida.

Se os acionistas forem advogados ou entusiastas em geral do direito societário, é quase certo que, além disso, gostem de participar das assembleias gerais e de efetivamente exercer o direito de voto.

²²⁵ EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel R., *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, Cambridge, 1996, pp. 70 e ss..

Para os que não se enquadram nessas categorias e enxergam em suas ações exclusivamente um instrumento de investimento ou de reserva patrimonial, como é mais comum, o exercício do direito de voto é logicamente um ônus; mesmo para os acionistas, pessoas físicas ou não, cuja profissão ou atividade seja justamente o investimento em ações, ou naquelas específicas ações.

Se tudo corre bem com as atividades da companhia, não há razão econômica para ir até a assembleia e exercer o direito de voto. Primeiro porque não é desejável, nesse caso, utilizar o direito de voto como instrumento de mudança; segundo, porque, como a situação está boa, o provável é que, quem quer que compareça à votação, ratifique em nome dos demais a manutenção do *status quo*; e terceiro porque atualmente praticamente toda informação disponível da companhia está, e deve estar, ao alcance do acionista, mesmo que ele não compareça à assembleia.

Se, por outro lado, o desempenho da companhia está aquém do esperado, a necessidade de comparecimento na assembleia e exercício do direito de voto será objetivamente um ônus, passando a uma situação de obrigação e não de impulso meramente contributivo.

É provável, portanto, que, embora o acionista seja em geral simpático à ideia de ser titular de direito de voto, em regra, não tem predileção especial por exercer esse direito.

As constatações acima são feitas, além do mais, em um plano neutro, em que não se consideram ainda os custos em que o acionista pode incorrer para participar da assembleia e exercer o seu direito de voto, independentemente de ser uma votação útil ou não.

Comparecer à assembleia, em grande parte dos casos, implica um custo de deslocamento, um custo do tempo de duração da assembleia, um custo de organização dos documentos de representação ou comprobatórios da titularidade da ação e um custo de avaliação mais detida das propostas a serem deliberadas. As próprias gestoras de fundos de investimento detentores de participações acionárias tendem, na maior parte das assembleias, a reduzir seus custos com as assembleias, prescrevendo para as administradoras ou representantes instruções para votar em alinhamento com o que

propuser a administração, concentrando os votos de diversas gestoras e fundos em um mesmo procurador, ou simplesmente deixando de comparecer²²⁶.

Esses custos devem ainda, em complemento do cálculo da utilidade do exercício do direito de voto, ser descontados pela probabilidade de que o voto exercido faça diferença para a aprovação ou não da deliberação. Explica-se: se o acionista for detentor de parcela significativa do capital social, não apenas seus custos são diluídos, inclusive porque os benefícios de sua participação na assembleia são maiores, relativamente, como também a probabilidade de que este acionista consiga fazer prevalecer a vontade manifestada em seu voto é maior.

Se, diferentemente, o acionista for detentor de ações que representem parcela mínima do capital social, ele saberá de antemão que, provavelmente, seu voto não fará qualquer diferença na decisão sobre a matéria colocada em pauta, o que tende a desincentivá-lo ainda mais a incorrer nos custos certos de participar da assembleia²²⁷.

Assim, a tendência do acionista é deixar para exercer o seu direito de voto apenas nas situações mais graves.

²²⁶ “Collective action problems make shareholder passivity inevitable, and we must rely on other constraints, especially takeovers, to keep managerial discretion within reasonable bounds. The modern, law-and-economics rendition of the passivity story developed in response to the rarity of successful proxy fights and the corporate social responsibility movement of the 1970s. We see so few proxy fights, the story runs, because most companies run fine without them and even when performance lags, proxy fights are not economically viable. And the low support for social responsibility proposals shows that most shareholders aren't interested in the proposals. Passivity story advocates have special disdain for the SEC's shareholder proposal rule. Allowing shareholders to include proposals in company proxy statements, they argue, imposes costs on the company, borne by all shareholders, to permit a few activists to advance their political agendas. Moreover, collective action problems make manager proposals unlikely to fail and shareholder proposals unlikely to succeed, almost regardless of the merits of the proposals. The act of voting, and becoming informed enough to vote intelligently, requires an investment of time, which is a scarce resource. Yet a shareholder's vote is unlikely to affect whether a proposal wins or loses. The cost and futility of becoming informed leads shareholders to choose rational apathy: They don't take the time to consider particular proposals, and instead adopt a crude rule of thumb like ‘vote with management’.” (BLACK, Bernard S., *Shareholder passivity reexamined*, in *Michigan law review*, v. 89, 1990, pp. 520 e ss., p. 527).

²²⁷ Esse é o raciocínio fundamental para a teoria da ação coletiva, em termos práticos, com as conhecidas implicações e lógicas econômicas. Por todos, sobre a teoria da ação coletiva, cf. OLSON, Mancur, *The logic of collective action – public goods and the theory of groups*, Harvard University Press, Cambridge, 1971.

O grande problema que pode decorrer da apatia dos acionistas é a abertura de espaço para os administradores e/ou controladores cometerem abusos em suas funções. É claro que os próprios acionistas perderiam com isso. Porém, além deles, acabam perdendo também o mercado e a economia, em um ciclo que envolve diminuição da confiança nas instituições de mercado e a correlata diminuição de investimentos em propriedade produtiva.

Não apenas isso. A falta de cultura de fiscalização por parte dos acionistas leva a uma diminuição geral dos instrumentos disponíveis para essa fiscalização, o que pode tornar o recurso a esses instrumentos mais difícil quando os próprios acionistas resolverem que é necessário. O esforço mútuo e contínuo da regulação, dos acionistas, da imprensa e de outros agentes sociais interessados no desempenho das empresas, mantém os meios de monitoramento ativos e em evolução.

Desse modo, pelo ponto de vista da companhia, tomado em sua vertente institucional, do mercado e da economia, o exercício do direito de voto assume a função principal de monitorar os atos dos administradores e controladores, reduzindo-lhes os meios para a prática de abuso e extração de benefícios particulares ilegais²²⁸ e gerando, com isso, aumento da confiabilidade e eficiência do mercado, em favor, inclusive, da avaliação mais justa das ações dos acionistas votantes.

Pelo ponto de vista dos administradores e do controlador, diferentemente, o voto dos acionistas não controladores será útil apenas se assumirem um papel de legitimação das decisões pretendidas pelos próprios administradores e controlador. Ou seja, o voto dos acionistas não controladores será incentivado somente se a aprovação daqueles for exigida pela lei ou for, por qualquer razão, um modo de distribuição do risco inerente à decisão. Fora desses casos, e principalmente nos casos em que certa decisão tende a beneficiar mais os administradores e controlador do que os demais acionistas, a tendência é a de que a

²²⁸ A respeito dos benefícios particulares, regulares ou não, sua lógica e efeitos, para a precificação das ações e para as correlações com o estágio de desenvolvimento dos mercados de capitais nacionais, ver DYCK, Alexander, ZINGALES, Luigi, *Private benefits of control: an international comparison*, in *The journal of finance*, v. LIX, n. 2, 2004, p. 537 e ss.; NENOVA, Tatiana, *The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis*, in *Journal of Financial Economics*, v. 68, 2001, pp. 325 e ss..

administração faça o menor esforço possível, ou nenhum, para viabilizar a participação dos acionistas não controladores na votação.

Esse fato torna-se ainda mais relevante para a organização societária na medida em que a base acionária da companhia se dispersa. Com acionistas não controladores difusos no mercado, detentores de parcelas relativamente pequenas do capital social, não restam agentes de fiscalização acima da linha em que os benefícios do exercício do voto superam os seus custos, criando uma situação de ampla capacidade de manipulação dos recursos da companhia por parte dos administradores e do controlador. Se o controlador, então, é definido e majoritário, essa situação de desincentivo para o exercício do direito de voto é levada ao limite.

Nessas hipóteses, o monitoramento fica por conta apenas de elementos indiretos: fica por conta da preservação reputacional pelos administradores; do risco de tomada hostil de controle; da possibilidade de venda das ações pelos acionistas em mercado; da força dos valores e instituições da sociedade em que a companhia está inserida; e do risco a que está submetido o patrimônio do próprio controlador.

No ambiente brasileiro, logo se constata que esses elementos têm muito pouca eficácia no monitoramento sobre os administradores e controladores.

Como na maioria das companhias o controle é concentrado, e é o controlador que nomeia os administradores, a reputação (e o emprego) destes está muito mais atrelada à satisfação do controlador do que dos acionistas.

Em função também da concentração do controle societário, no Brasil nunca houve um efetivo mercado de controle. O risco constante de tomada hostil de controle, no mercado norte-americano, faz com que os administradores e controladores não majoritários tendam a se empenhar mais em suas funções, mantendo o preço das ações (e portanto da aquisição do controle) altos e os acionistas, que poderiam vender suas ações em uma oferta pública de aquisição, satisfeitos²²⁹. Esse instrumento de monitoramento não está disponível no país²³⁰.

²²⁹ Ver, a respeito, EDELMAN, Paul H., THOMAS, Randall S., *Corporate voting and the takeover debate*, in *Vanderbilt law review*, v. 58, 2005, pp. 453 e ss.; JENSEN, Michael C. e RUBACK, Richard S., *The market for*
228

Tomando-se o mercado societário brasileiro como um todo, ou mesmo apenas o universo das companhias abertas, sabe-se que a liquidez das ações é de modo geral baixa no país. Com exceção de companhias listadas no Novo Mercado e de algumas outras grandes companhias de outros segmentos da BM&FBovespa, a capacidade de alienação imediata de ações de companhias brasileiras, a preços justos, é bastante baixa. A simples alienação das ações, portanto, é um instrumento que nem sempre está à disposição dos investidores brasileiros que não estão satisfeitos com o desempenho das companhias das quais são acionistas.

O histórico brasileiro de cumprimento de leis, o respeito cívico e a eficiência da justiça também não são favoráveis a quem espera contar apenas com esses elementos para o monitoramento de administradores e controladores.

Desses instrumentos indiretos de monitoramento, o relativamente mais eficaz para o ambiente brasileiro parece ser o risco que recai sobre a parcela do patrimônio do controlador comprometida com a companhia. O controlador, por definição, é aquele que aloca o maior risco patrimonial relativo nas atividades da companhia, o que gera um alinhamento natural e efetivo entre os seus interesses e os interesses da companhia como um todo.

O desafio da legislação societária, nesse contexto, é impedir, via instrumentos que facilitem o monitoramento pelos acionistas ou outros meios, que o controlador não relativize os seus riscos com a utilização de artifícios que gerem o incremento ilegal de seus ganhos com a companhia (salário excessivo como conselheiro de administração, benefícios indiretos não relacionados com a sua função para a companhia, desvio de caixa,

corporate control: the scientific evidence, in *Journal of financial economics*, v. 11, 1983, pp. 5 e ss.; JENSEN, Michael C., *A theory of the firm*, Harvard University Press, Cambridge, 2003; JENSEN, Michael C., *Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers*, in *American economic review papers and proceedings*, v. 76, 1986, pp. 323 e ss.; JENSEN, Michael C., *Takeovers: folklore and science*, 1984, disponível em www.ssrn.com; JENSEN, Michael C., MECKLING, William H., *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of financial economics*, n. 3, fasc. 4, out., 1976, pp. 305 e ss.; THOMPSON, Robert B., EDELMAN, Paul H., *Corporate voting*, in *Vanderbilt law review*, v. 62, 2009, pp. 129 e ss..

²³⁰ E antes mesmo que houvesse qualquer perspectiva mais concreta da existência de um contexto que permitisse a criação de um mercado de controle no Brasil, a disseminação em série, e não refletida, das chamadas *poison pills* brasileiras pelos estatutos sociais das companhias do Novo Mercado já deixou clara a baixíssima predisposição dos controladores das companhias nacionais em negociar desempenho em troca da preservação de suas posições de privilégio político e econômico dentro dessas companhias.

entre outros), nem que limitem abusivamente os próprios riscos (retenção irregular de lucros, celebração de negócios entre a companhia e sociedades do próprio controlador ou pessoas relacionadas etc.).

Toda e qualquer iniciativa de regulação que pretenda estimular o ativismo societário, portanto, deve ter como objetivo final a facilitação do monitoramento dos administradores e controladores pelos acionistas, dentro de um equilíbrio entre, de um lado, necessidade desse monitoramento e, de outro, custos desse monitoramento para os acionistas e para a própria companhia. Uma e outra ponta da balança devem ser medidas, por sua vez, dentro das especificidades de cada ambiente e nunca deixarem de levar em consideração a inércia natural dos acionistas em relação ao exercício do direito de voto.

O ativismo pelo ativismo, em regra, nada mais que acarreta ineficiências e custos para a companhia e, indiretamente, para os acionistas.

O que o ativismo legítimo deve buscar, enfim, é justamente reduzir a necessidade de ativismo.

3. Voto por procuração ou correio, votação eletrônica, participação virtual e a redução do custo individual de atuação do acionista

Feitas as ressalvas ao alcance da utilidade do voto e ao significado do ativismo acionário, é necessário reafirmar que o voto tem definitivamente sua função dentro da organização societária²³¹.

O equilíbrio entre os custos para o fomento do exercício do voto e o potencial de benefício daí resultante para o benefício da companhia é que precisa ser sempre avaliado²³².

²³¹ E essa função é comprovada de modo inquestionável pela diferença de precificação, normalmente verificada, entre ações com direito de voto e ações sem direito de voto, e sempre verificada, entre ações cujo direito de voto confere também o controle da companhia e ações não representativas do controle. A respeito, cf., por exemplo, LEASE, Ronald C., MCCONNELL, John J., MIKKELSON, Wayne H., *The market value of control in publicly-traded corporations*, in *Journal of Financial Economics*, n. 11, 1983, pp. 439 e ss. e LEVY, Haim, *Economic evaluation of voting stock*, in *The Journal of Finance*, v. 38, n. 1, 1983, pp. 79 e ss..

²³² Sobre os impactos, e razões, das alternativas de exercício do direito de voto a partir de locais e momentos externos à assembleia geral, ver, introdutoriamente, os seguintes estudos: GORDON, Jeffrey N., *Proxy contests in an era of increasing shareholder power: forget issuer proxy access and focus on e-proxy*, in

Entre os instrumentos disponíveis para estimular o exercício do voto pelos acionistas, os principais atuam de modo a reduzir os custos que os acionistas precisam incorrer para participar das deliberações.

Seja a iniciativa de um grupo de acionistas que pretende angariar votos suficientes para eleger a maioria dos administradores na próxima assembleia, seja dos administradores que pretendem ver aprovada determinada operação societária, seja do controlador que precisa da ratificação dos acionistas minoritários da decisão que implicará a incorporação de sociedade controlada, ou seja ainda do agente regulador ou autorregulador que entende que um ambiente com acionistas mais ativistas tende a atrair mais companhias e mais investidores, o primeiro passo é simplificar o acesso do acionista à deliberação.

Uma solução comum é a possibilidade de outorga de procuração a um representante contratado e pago pelo grupo interessado na obtenção do voto. Trata-se, em linhas gerais, do pedido público de procuração (que pode não ser público, como será visto adiante neste trabalho). Bastaria ao acionista, para exercer o seu direito de voto, assinar a procuração e entregar os documentos pertinentes ao procurador.

Outra possibilidade é o envio do voto por correio. Esse sistema é utilizado em outras legislações²³³, inclusive para eleições políticas. No Brasil, como a lei exige a presença do acionista ou de procurador (ainda que seja por mecanismos de participação remota), o voto por correio acaba se confundindo com o voto por procuração. Muito embora não haja

Vanderbilt law review, v. 16, n. 2, 2008, pp. 299 e ss.; SMITH, Blake, *Proxy access and the internet age: using electronic shareholder forums to improve corporate governance*, in *Columbia business law review*, v. 2008, 2008, pp. 1111 e ss.; ROSSI, Serenella, *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Giuffrè, Milão, 1997; ZETZSCHE, Dirk A., *Corporate governance in cyberspace - a blueprint for virtual shareholder meetings*, 2005, disponível em www.ssrn.com; ZETZSCHE, Dirk A., *Virtual shareholder meetings and the european shareholder rights directive - challenges and opportunities*, 2007, disponível em www.ssrn.com. Ver, ainda, o relatório *Model business corporation act: amendments to shareholder voting provisions authorizing remote participation in shareholder meetings and bifurcated record dates* (The Committee on Corporate Laws, Aba section of business law), in *Business lawyer*, v. 65, 2010, pp. 1119 e ss.. Com relação à teoria da ação coletiva, substrato lógico-econômico da necessidade, utilidade e eficácia das iniciativas regulatórias para redução de custos para a participação dos acionistas em assembleia, ver a já citada, e clássica, obra de Mancur Olson: *The logic of collective action - public goods and the theory of groups*, Harvard University Press, Cambridge, 1971.

²³³ Ver, a respeito, por exemplo, para o direito francês, COZIAN, Maurice et al., *Droit des sociétés*, ed. 18, Litec, Paris, 2005, pp. 321 e ss.; LE CANNU, Paul, DONDERO, Bruno, *Droit des sociétés*, ed. 4, Montchrestien, Paris, 2012, pp. 565 e ss.; RIPERT, Georges, ROBLOT, René, *Traité de droit commercial*, t. 1, ed. 17, L.G.D.J., Paris, 1998, pp. 343 e ss.. Para o direito italiano, ver ROSSI, Serenella, *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Giuffrè, Milão, 1997, pp. 7 e ss..

razões legais que definitivamente impeçam que o voto assinado pelo acionista e entregue na sede social até o horário da assembleia possa contar também como presença, o fato é que, se ao invés de assinar apenas o voto, o acionista assinar um documento muito semelhante, que além da manifestação de voto inclui também a outorga de poderes a um representante nomeado e contratado pela companhia, por exemplo, qualquer dúvida a respeito da validade do ato estará resolvido, ao mesmo baixo custo, conforme também discutido no item 6 da Parte B do Capítulo VII.

A criação de plataformas eletrônicas por meio das quais o acionista pode, durante ou antes da assembleia, registrar o seu voto, tem sido uma alternativa cada vez mais comum para facilitar o exercício do direito de voto nas companhias. A tecnologia disponível atualmente permite perfeitamente que, pela internet, o acionista acesse a plataforma, identifique-se com segurança (por certificação digital, por exemplo) e compute o seu voto, muitas vezes com a vantagem de poder verificar a ordem do dia e documentos pertinentes no mesmo ambiente virtual²³⁴.

Além do registro do voto, tecnologia semelhante permite que o acionista também participe da assembleia geral, por meio de vídeo conferência, *chats* e outras ferramentas eletrônicas já bastante disseminadas no dia a dia.

São ferramentas que, sem prejuízo de outras existentes, já resolvem boa parte dos obstáculos tidos como dificultadores da participação dos acionistas nas assembleias. Um primeiro passo, ainda necessário, envolve a disseminação desses sistemas, a assimilação da cultura de utilizá-los pelos acionistas, a redução de alguns dos custos envolvidos para sua utilização com grandes bases de acionistas e a adaptação da legislação, via interpretação ou modificação, para que conceitos como presença física e presença virtual deixem de ser empecilhos formais para a plena validade dos atos realizados por meio desses sistemas²³⁵.

²³⁴ Ver, a respeito, reportagem no jornal Valor Econômico, edição de 4 de julho de 2012, p. B2, com o ex-diretor da Comissão de Valores Mobiliários, Marcos Barbosa Pinto.

²³⁵ Cf. reportagem da revista Capital Aberto de abril de 2013, p. 38 e ss., intitulada “Feita para minorias? Especialistas discutem as barreiras que impedem nossas assembleias de acionistas de se modernizarem”.

4. O papel das *proxy advisory firms* e a indústria da governança corporativa

Em auxílio às companhias (ou a outros grupos interessados em angariar votos para suas assembleias), determinadas empresas passaram a oferecer serviços especializados nessa atividade. Profissionais e empresas que saem em busca de procurações ao redor do mundo existem no mercado norte-americano, de modo especializado, desde o início do desenvolvimento de seu mercado de capitais, ainda no século 19²³⁶.

Mais recentemente, com o benefício dos ganhos de escala propiciados pela prestação dos serviços a diversas companhias e outros interessados, essas empresas passaram a viabilizar estruturas e a oferecer soluções de logística que efetivamente reduzem os custos de coleta de procurações dos acionistas.

Em associação aos serviços de coleta de procurações, e ao oferecimento de plataformas para voto eletrônico e outros produtos congêneres, essas mesmas firmas, aproveitando-se dos mecanismos de relacionamento e conhecimento desenvolvido junto às companhias, passaram também a produzir relatórios e opiniões a respeito das companhias e a respeito das intenções e comportamentos dos acionistas quanto ao voto, em geral em assuntos relacionados a governança corporativa, especialmente composição da administração, e às propostas levadas pela administração à deliberação dos acionistas.

As firmas de *proxy advisory*, por consequência, negociam seus produtos e serviços para os dois lados da relação – administração e acionistas – e acumulam informações e controle de recursos que igualmente interessam aos dois lados.

Por certa perspectiva, o papel das *proxy advisory firms* é excelente, pois enriquece o mercado com mais informações a respeito das companhias e do comportamento dos acionistas, por um ponto de vista, ademais, que nem sempre é priorizado pelos analistas financeiros²³⁷.

²³⁶ A respeito dos serviços relacionados e dos principais pontos de preocupação por parte da regulação, ver relatório para discussão pública preparado pela *Securities and Exchange Commission* (Release 34-62495, de 14 de julho de 2010), disponível em www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf, pp. 22 e ss. e 105 e ss..

²³⁷ Outra iniciativa, diversa e digna de nota, de assessoria coletiva a acionistas é o *Harvard Shareholders Rights Project*, que auxilia fundos de pensão e associações sem fins lucrativos a submeter propostas de governança em companhias nas quais investem, nas assembleias anuais ([www.http://srp.law.harvard.edu/](http://srp.law.harvard.edu/)).

Além disso, é fato que o trabalho dessas empresas leva a uma efetiva facilitação da participação dos acionistas nas deliberações sociais, com custos mais reduzidos, normalmente, do que aqueles que seriam incorridos pela companhia, ou pelo grupo de acionistas patrocinador de um pedido público de procuração, se estes procurassem tomar todas as providências necessárias por si só (como por exemplo, desenvolver uma plataforma eletrônica de votação para uma única assembleia geral).

Tanto assim que, em 2004, a Securities and Exchange Commission expediu duas *no-action letters*, com relação a situações envolvendo a Egan-Jones Proxy Services e a Institutional Shareholder Services, Inc., segundo as quais para o órgão regulador norte-americano, haveria uma presunção de regularidade nos votos exercidos por gestores e outros *investment advisers*, em nome de seus clientes, que seguissem a recomendação de voto expedida por entidade independente²³⁸.

As recomendações de voto das *proxy advisory firms*, ganharam, em consequência, ainda mais força, na medida em que a indústria financeira dos Estados Unidos passou a enxergá-las, em uma interpretação algo extensiva das *no-action letters*, como um documento que pudesse presumir o cumprimento de todas as obrigações fiduciárias dos gestores e *investment advisers*.

Ocorre que a situação de conflito de interesses em que se colocam as empresas de *proxy advisory* é evidente. E passa a ser tanto maior, quanto mais serviços de assessoria aos acionistas e às companhias são adicionados a seus portfólios. Quanto mais informações essas empresas dispuserem sobre as companhias analisadas, maior a qualidade de seus relatórios; quanto melhor a qualidade de seus relatórios, mais pessoas procuram os seus serviços e produtos; quanto mais pessoas procurarem os seus serviços e produtos, maior poder de obtenção de informações essas empresas terão, inclusive junto às próprias companhias.

Além disso, as empresas de *proxy advisory* naturalmente não compartilham das mesmas preocupações, riscos e responsabilidades das entidades ou profissionais que efetivamente, e fiduciariamente, deverão exercer o voto em nome de seus clientes. Assim

²³⁸ Cf. em <http://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/iss091504.htm>.

como, obviamente, não estão comprometidas com as mesmas estratégias e políticas de investimento que vinculam os gestores e *investment advisers*.

Nesse contexto, e considerando o poder de influência assumido pelos *proxy advisors* nos últimos anos, e a forma como o mercado interpretou a Egan-Jones e a Institutional Shareholder Services *no-action letters*, a própria Securities and Exchange Commission e outros agentes que atuam no interesse dos investidores e acionistas começaram, muito recentemente, a questionar o modelo regulatório aplicável às atividades daquelas empresas, inclusive a própria manutenção da validade das *no-action letters*²³⁹.

Está cada vez mais claro que não apenas não faz sentido conferir tanto poder assim para as recomendações de voto dos *proxy advisors*, como também não faz sentido que as empresas que emitem as recomendações não tenham responsabilidades mais rígidas sobre sua atuação, a exemplo do movimento que ocorreu com a regulação das empresas de auditoria, e de outros *gatekeepers*, que desde principalmente as quebras e crise do início dos anos 2000, passaram a responder com muito maior nível de responsabilidade por seus serviços junto às companhias e pelas consequências da utilização dos números e documentos que produzem para as companhias²⁴⁰.

De um lado, portanto, o caminho de aperfeiçoamento da regulação relacionado às empresas de *proxy advisory* passa por delimitar a utilização das recomendações de voto como instrumentos que asseguram o cumprimento dos deveres fiduciários por parte das instituições responsáveis fiduciariamente pelo exercício do direito de voto em nome de investidores e acionistas. A recomendação independente pode, sem dúvida, contribuir como um elemento de um conjunto de elementos que eventualmente possam comprovar a diligência dos gestores e *investment advisers* no desempenho de suas funções e apontar para o cumprimento de seus deveres fiduciários no exercício do direito de voto, mas não pode ser uma presunção absoluta de seu cumprimento.

²³⁹ Cf. trecho do discurso do *Commissioner* Daniel M. Gallegher, da Securities and Exchange Commission norte-americana, na 12ª Conferência Europeia de Governança Corporativa e Direito Societário, realizada no início de 2013, em Dublin, na Irlanda: “*I am concerned that unless these no-action letters are reviewed and possibly revisited, the SEC may find it difficult to ensure that fiduciaries are conducting proper due diligence with respect to proxy votes*” (<http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1365171515712>).

²⁴⁰ Cf. o memorando que registra as principais discussões e conclusões do *Subcommittee on Capital Markets*, do *Committee on Financial Services*, da *House of Representatives* do governo norte-americano, realizadas sob o título de “*Examining the Market Power and Impact of Proxy Advisory Firms*” e disponível em http://financialservices.house.gov/uploadedfiles/060513_cm_memo.pdf.

De outro lado, a emissão das opiniões, inclusive por serem consideradas elementos que contribuem para a presunção de cumprimento de deveres fiduciários, e pelo poder de influência de que dispõe, deve também assumir sua parcela de responsabilidade na cadeia de funcionamento do mercado.

Embora a experiência com empresas de *proxy advisory* no Brasil ainda seja incipiente²⁴¹, e a realidade do mercado nacional, com poucas empresas com base de acionistas dispersa e os votos ainda largamente exercidos pelos próprios acionistas (quando exercidos), reduza em parte sua capacidade de influência, os volumes financeiros negociados na BM&FBovespa não deixam dúvida de que o potencial de dano no ambiente brasileiro decorrente de eventual manipulação de informações por intermediários do mercado é muito grande²⁴². No devido tempo, este é mais um dos itens da pauta regulatória que pretenda manter o mercado de capitais brasileiro em rumo de evolução²⁴³.

²⁴¹ No Brasil, pelo menos por enquanto, as empresas de assessoria em serviços de governança corporativa ainda estão testando o mercado. Evidentemente não há regulação diretamente aplicável ainda. De se notar, no entanto, por exemplo, que recentemente a Glass Lewis, empresa norte-americana líder em consultoria em governança corporativa participou das discussões públicas relacionados a pedido público de procuração da Gafisa, em episódio em que se envolveu também, com opiniões diversas da Glass Lewis, outra empresa internacional de grande renome no setor de *proxy advisory*, a ISS Proxy Advisory Services. Ver, sobre o assunto, por exemplo, reportagens publicadas nos dias 7 e 8 de maio no jornal Valor Econômico. Em reportagem do mesmo jornal, na edição de 29 de novembro de 2012, p. B11, discute-se as recomendações da Glass Lewis em outro caso, envolvendo a Eletrobrás.

²⁴² Não se pode deixar de mencionar, a respeito, o caso da OGX, e de outras empresas do grupo de Eike Batista, em que relatórios e informações de empresas especializadas e bancos, direta ou indiretamente relacionados à capacidade de produção dos poços de petróleo a serem explorados pela companhia, refletidos em documentos disponibilizados publicamente pela companhia ao mercado, levaram investidores a equivocadamente confiar em resultados futuros para o grupo mais otimistas do que aqueles que a realidade dos poços de petróleo permitiria projetar. A revelação de que os poços de petróleo eram capazes de produzir muito menos do que, corretamente ou não, o mercado esperava acabou por gerar prejuízos gigantescos aos acionistas e a acarretar o maior processo de recuperação judicial da história do país. O OGX, na véspera de seu pedido de recuperação judicial, havia perdido 99% de seu valor em bolsa. Apesar da existência de algumas ressalvas entre os fatores de risco constantes dos prospectos das emissões da OGX, e muito embora ainda se esteja em fase inicial de discussão e investigação de eventual culpabilidade de administradores e intermediários de mercado nesse caso, a necessidade da atuação com responsabilidade, e supervisão regulatória, dos referidos intermediários ficou ainda mais clara no ambiente brasileiro.

²⁴³ Ainda sobre o papel e a regulação das *proxy advisory firms*, ver BELINFANTI, Tamara C., *The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control*, in *Stanford journal of law, business and finance*, v. 14, 2009, pp. 384 e ss.; CHOI, Stephen J., FISCH, Jill E., KAHAN, Marcel, *Director elections and the influence of proxy advisors*, 2008, disponível em www.ssrn.com; CHOI, Stephen, FISCH, Jill, KAHAN, Marcel, *The power of proxy advisors: myth or reality?*, in *Emory law journal*, v. 59, 2010, pp. 869 e ss..

5. O papel dos fundos de investimentos como ativistas acionários

As regulações de mercado de capitais são, ao redor do mundo, e por influência direta do modelo adotado pelo *Securities Act* de 1933 e pelo *Securities Exchange Act* de 1934, fundamentalmente construídas sobre o conceito de *disclosure*.

A ideia essencial é que, havendo informação adequada, o mercado deve ser livre e os investidores, responsáveis por suas decisões. O papel da regulação, assim, é assegurar que as companhias e outros agentes que ofertem produtos e serviços no mercado apresentem as informações aos investidores com conteúdo e em forma adequada, para que estes tomem as decisões e assumam os riscos que preferirem, de modo consciente.

Esse modelo, com suas exceções e ajustes, que se expandem e retraem de acordo com o contexto econômico, político e social de cada época e local, guarda coerência evidente com o ideal mais amplo de liberalismo de mercado refletido na própria existência e evolução do mercado de capitais.

O modelo regulatório baseado em *disclosure* tem seu sucesso refletido na adoção unânime e natural por todos os mercados mais relevantes no mundo capitalista, ao longo da construção das respectivas regulações, durante o correr do século XX.

Parte das principais críticas a esse modelo estão relacionadas ao custo de produção de informação, ao custo de análise das informações e ao interesse geral dos investidores em obter e examinar essas informações.

O *disclosure* para as companhias, administradores e controladores é, sem dúvida, um custo e um ônus, nos quais, em regra, se deve incorrer como condição de acesso aos benefícios da obtenção de capital próprio publicamente, e que são necessários para o equilíbrio do mercado de capitais como um todo.

Ocorre que a busca pela informação e o exame da informação implicam também em custos para seus beneficiários diretos, que são os investidores. A capacidade de disponibilização e de sintetização das informações pelas companhias, embora sejam alvo de constante cobrança e aperfeiçoamento pelas normas que disciplinam o direito societário

e o mercado de capitais, são limitadas. A partir de certo ponto, o custo de disponibilização e de sintetização de informações supera sua utilidade para o mercado. Isso significa que, em alguma medida, será sempre necessário da parte dos investidores algum esforço para obtenção e análise de informações.

O limite do equilíbrio para a produção de informações pelas companhias, e outras entidades do mercado, nem sempre, contudo, é fronteiro com o equilíbrio entre custos para o investidor de obtenção e análise dessas informações e seus benefícios. Em outras, palavras, muitas vezes a lei obriga que uma companhia emissora de valores mobiliários incorra em custos relevantes para a produção de um prospecto de distribuição de ações, por exemplo, que simplesmente não será lido ou compreendido integralmente pelos investidores potenciais.

Nesse caso, nem um pouco incomum, a legislação cumpriu o seu papel ao exigir a produção da informação, a companhia cumpriu o seu papel ao produzir a informação de acordo com as especificações da lei, mas, mesmo assim, o investidor não tem incentivo suficiente, ou conhecimento específico, para empenhar tempo na compreensão integral das informações produzidas. As três esferas de competência, responsabilidade e interesse nem sempre se sobrepõem.

Quanto menor a participação econômica de um investidor em certa operação ou companhia, pelas razões de ação coletiva já tratadas neste estudo, menor o incentivo que ele terá para incorrer em custos relacionados à administração dessa operação ou companhia. O mesmo ocorre para a análise de informações. Quanto menor a participação relativa de um investidor, menos tempo ele tenderá a empenhar na análise das informações e menor a probabilidade do investidor contratar assessores que o auxiliem na utilização dessas informações, por exemplo.

O modelo de *disclosure*, portanto, gera uma clara ineficiência ao produzir situações recorrentes em que a companhia incorre em custos para a produção de materiais que não serão aproveitados pelos seus destinatários, ao mesmo tempo em que esses destinatários continuarão a tomar decisões que não se lastreiam na totalidade das informações disponíveis a esse respeito.

Nesse contexto, os fundos de investimento passaram e passam a cumprir um papel de certa forma inesperado dentro da dinâmica do mercado de capitais e de sua regulação. Colocando-se como intermediários entre investidores relativamente menores e as companhias investidas, ou atuando nas companhias em paralelo a acionistas relativamente menores, os fundos de investimento surgiram como os protagonistas ideais para o funcionamento do modelo de *disclosure*, e os destinatários como maior capacidade de aproveitamento e otimização das informações produzidas pelas companhias e demais emissores de valores mobiliários.

Ao agregarem investidores, ou somas investidas relativamente maiores, dentro de uma estrutura profissional de gestão, os fundos de investimento atingem a escala ótima para o aproveitamento das informações produzidas dentro do modelo de *disclosure*. Dada a magnitude relativamente maior dos valores investidos, os custos de obtenção e análise profissional das informações são aceitáveis para os fundos de investimento. Sendo aceitáveis esses custos, os fundos investem justamente em profissionais e tecnologia que auxiliam na análise das mesmas informações, extraindo-se mais utilidade delas ou gerando a produção de ainda mais informações, com ainda mais qualidade, das companhias e emissores.

Além disso, se a coordenação entre acionistas relativamente menores para a atuação ativa nas deliberações das companhias é pouco realista e restrita a situações extremas, por conta dos custos de ação coletiva, o mesmo não tende a ocorrer entre os fundos de investimento. Os investidores institucionais tendem a ser em número muito menor do que os investidores individuais, o que por si só facilita os movimentos de coordenação. Além disso, a escala, riscos e interesses dos fundos de investimento permitem, e incentivam, que estes apliquem recursos na atuação ativa junto às companhias. Por fim, há na prática muito mais incentivos para a coordenação entre si dos profissionais de mercado que trabalham nos fundos de investimento e demais estruturas institucionais de investimento, do que entre a população genérica de investidores.

A coordenação entre os profissionais que trabalham nos fundos, demais investidores institucionais e instituições financeiras em geral, é de mais a mais, para o bem ou para o mal, uma realidade irrefutável.

O papel positivo que é e pode ser desempenhado pelos investidores institucionais para o mercado de capitais definitivamente não foi antecipado pelas legislações e regulamentações criadas ao longo do último século, cujas lógicas fundamentais pressupõem apenas as dicotomias entre centros de interesses ligados aos acionistas não controladores, de um lado, e acionistas controladores, de outro, ou ligados aos acionistas, de um lado, e aos administradores, de outro.

Os investidores institucionais ingressaram no quadro regulatório, em geral, como acionistas que nem assumem o poder e as responsabilidades de quem controla societariamente ou gerencialmente a companhia, e nem apresentam uma posição de vulnerabilidade comum aos acionistas individuais. São investidores que, normalmente, não controlam, mas que podem deter capacidade relevante de influência.

Reconhecer essa realidade e incorporá-la à legislação e regulação societária e do mercado de capitais é, no caso brasileiro, outra prioridade. É incontestável a amplitude e abrangência da importância já alcançada pelos investidores institucionais no mercado brasileiro. E é também, incoerentemente, muito grande a distância entre essa importância e a estrutura da lei societária nacional, que, sabidamente, leva ao extremo a bipolarização dos centros de interesse nas companhias brasileiras, fomentando uma insistente e inócua discussão teórica se o país resiste em seu padrão de concentração acionária ou se tende à dispersão, enquanto que os fatos, acima de tudo, e as melhores alternativas de aperfeiçoamento do mercado residem no meio termo já atualmente representado pelos investidores institucionais.

6. *Wolf packs*: o risco dos investidores institucionais predatórios

Os investidores institucionais, por outro lado – como não poderia deixar de ser –, podem representar também riscos ao funcionamento apropriado do mercado de capitais. Esses riscos, tais quais os potenciais benefícios relatados no item anterior, e por razões equivalentes, também consistem em desdobramentos trazidos pela criatividade do mercado financeiro de forma não antecipada, ou antecipável, pelas estruturas jurídicas que as precedem.

Se é verdade que a inserção dos fundos de investimento em posição intermediária e concentradora entre os investidores institucionais e as companhias pode gerar incrementos para a eficiência do mercado de capitais, como os ganhos de escala, de supervisão, os informacionais e um novo nível de distribuição de riscos, é fato que se adiciona também uma camada a mais de interesses nesse sistema de alinhamentos já sempre instáveis²⁴⁴.

Em uma relação que contava com polos principais de interesses – acionistas não controladores, de um lado, e acionistas controladores ou administradores, de outro – de tendências que não são naturalmente convergentes por completo, introduz-se um novo agente, que congrega indivíduos cujos riscos e objetivos em regra também não se alinham, no longo prazo, nem com o perfil empreendedor do controlador, nem com o perfil meramente investidor dos acionistas não controladores, nem com o perfil fiduciário dos administradores.

Os fundos de investimento, em geral, funcionam pelas mãos de indivíduos cujo objetivo final está, por definição, nos ganhos *com* a companhia investida e não nos ganhos *da* companhia investida. Se houver ganho permanente para a companhia e para os demais acionistas, e normalmente a ideia é que haja no curto prazo, melhor. Mas definitivamente essa é mais uma externalidade positiva da atuação dos investidores institucionais do que propriamente o alvo de seus esforços.

O fato de ser uma externalidade positiva, contudo, não diminui em nada sua utilidade real para as companhias e para o mercado, e muito menos é razão para que se deixe de explorá-las, via ajustes na regulação e funcionamento do mercado e do direito societário.

Como qualquer novo medicamento, sobretudo se eficaz, deve ser testado aos poucos, conhecidos os seus efeitos colaterais e aplicado na dosagem e forma corretas, para que dele se extraia o maior potencial possível, com o maior controle viável de seus riscos.

A maior relevância relativa das participações societárias detidas pelos fundos de investimento, ademais, confere a eles poder maior de barganha em relação às companhias. Com a participação, e sua influência, os fundos de investimento adquirem naturalmente

²⁴⁴ Cf. DIONYSIA, Katelouzou, *Myths and realities of hedge fund activism: some empirical evidence*, in *Virginia law & business review*, n. 7, 2013, pp. 459 e ss..

maior acesso a informação sobre as companhias e maior proximidade em relação à administração. O maior acesso a informação é benéfico, naturalmente, enquanto as informações forem utilizadas de forma adequada e não para antecipar ganhos ou perdas em relação aos demais acionistas.

O número de investidores institucionais relativamente menor do que o de investidores individuais, e a sua capacidade econômica de atuação ativa junto à companhia relativamente maior, permitem que a coordenação entre os fundos de investimento seja relativamente muito mais fácil.

Essa coordenação torna-se ainda mais simples, uma vez que, especialmente em mercados como o brasileiro, os gestores e administradores dos fundos também estão concentrados e fazem parte de uma comunidade profissional restrita, quantitativamente e até geograficamente. Igualmente, as vantagens de coordenação entre os fundos de investimento são justamente um dos motivos que os tornam acionistas mais eficientes dentro do sistema de *disclosure* do que os acionistas individuais.

Essa coordenação, para que seja útil à companhia, depende, entretanto, da manutenção do alinhamento de interesses entre os fundos de investimento e a companhia. O poder predatório dos fundos de investimento, se em desalinhamento de interesses com a companhia, é também potencializado em razão da mesma capacidade de coordenação.

Além disso, é parte da própria lógica dos investidores institucionais deterem investimentos variados e, em boa parte dos casos, realocar seus investimentos ou gerir seus investimentos uns em função dos outros. É razoável, do ponto de vista financeiro, que a decisão de investimento e de desinvestimento dos investidores institucionais leve em consideração o desempenho de toda a sua carteira de investimentos e não apenas o investimento específico em determinada companhia.

Ainda que razoável, essa lógica não deixa de representar potencial desalinhamento de interesses com relação à companhia, na medida em que o empenho do investidor em relação a sua participação em uma companhia será regulado em função do desempenho ou da expectativa de desempenho de outras companhias ou investimentos.

Não há dúvida de que essa lógica afeta as decisões de voto dos fundos de investimento. Não há dúvida de que os efeitos sobre a decisão de voto dos fundos de investimento em uma companhia serão tanto maiores, quanto mais correlação houver entre o comportamento de uma companhia investida nas atividades de outra.

Tendo-se em conta o fato de que os fundos de investimento podem deter participações relativamente significativas nas companhias em que se investem, cria-se um poder de influência exercível em rede dentro do mercado, o que desperta importantes preocupações do ponto de vista da regulação²⁴⁵.

O que diferencia os fundos de investimento dos demais grupos de interesses dentro da companhia é, portanto, a composição das seguintes 5 características: o prazo de validade mais curto e predeterminado de seu alinhamento de interesses com a companhia; a ausência de responsabilidade fiduciária em relação à companhia; a capacidade de acesso a informação e de influência relativamente maior, sem responsabilidades específicas e proporcionais a essa posição dentro da estrutura societária; a maior facilidade de coordenação entre os fundos de investimento e entre seus gestores e administradores (e analistas, funcionários e operadores em geral); e a interconexão, do ponto de vista dos objetivos econômicos do fundo, entre seus diversos investimentos, o que gera, pelo menos de forma potencial, a possibilidade de que as decisões em um investimento sejam tomadas em função dos efeitos que serão gerados em outro investimento.

O poder de influência dos fundos de investimento, portanto, associado à sua específica estrutura de interesses, conforma uma categoria de acionista de natureza e magnitude não experimentadas historicamente pela lei societária brasileira, e para a qual a lei certamente não está preparada²⁴⁶. Há uma distorção clara na escala de poderes e responsabilidades

²⁴⁵ Ver, sobre o famoso caso da *London Whale*, em que a atuação em concerto de diversos hedge funds levaram a perdas relevantes por parte de uma *trader* do JPMorgan de Londres, acostumado a tomar posições em quantias exageradamente elevadas no mercado, a reportagem intitulada *The Hunch, The Pounce and the Kill*, de 27 de Maio de 2012, do jornal *The New York Times*, p. BU1.

²⁴⁶ Apenas como ilustração, a Lei das Sociedades por Ações leva em consideração a existência de fundos de investimento como acionistas em uma única passagem, no art. 126, § 1º. Não obstante, Lamy e Bulhões, ao discutirem os antecedentes que impulsionaram a necessidade da criação da Lei das Sociedades por Ações, registram que, entre outros fatores que se acumulavam no início da década de 70, “[o]s investidores institucionais que começavam a atuar no mercado – administradores de fundos e sociedades de investimentos, de carteiras de valores mobiliários, dos fundos do Decreto-lei n.º 157 e dos recursos da previdência privada, que, em toda parte, constituem fator de equilíbrio dos mercados – queixavam-se de deficiência das demonstrações financeiras das companhias e de uma divulgação correta e obrigatória de

construídas pela lei societária, que não reconhece nem poderes, nem responsabilidades, nem deveres e nem mesmo direitos que podem se dizer específicos e proporcionais a essa posição intermediária ocupada pelos fundos de investimento no espectro de forças, riscos e interesses da organização societária.

Seja para explorar seus benefícios, seja para controlar os riscos decorrentes, a legislação, a regulação e aplicação, de maneira geral, do direito societário no país devem reconhecer e se ajustar a mais essa quebra de paradigmas no mercado. A atuação e influência relevantes dos fundos de investimento no país são uma realidade econômica há anos; com o passar do tempo, ela se tornou uma realidade também para a disciplina dos mecanismos decisórios das companhias²⁴⁷.

7. O governo como ativista acionário

Em diversos casos, o governo, como acionista, também pode atuar como agente de evolução do direito societário e dos mecanismos de governança das companhias. O caso brasileiro é um exemplo claro dos benefícios da atuação governamental para a evolução da proteção dos direitos dos acionistas²⁴⁸.

A atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, por exemplo, como acionista não controlador, ligado ou não ao bloco de controle, de diversas companhias abertas brasileiras já resultou e ainda resulta em grandes avanços para o ativismo societário no Brasil, desde sua criação em 1952, e mais diretamente desde 1982,

informações, que permitisse ao mercado orientar-se na tomada de decisões”. (*A lei das s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, ed. 3, 1997, p. 138).

²⁴⁷ Na regulação aplicável aos fundos de investimento, a relevância do modo de utilização, pelos respectivos administradores e gestores, do poder político do fundo junto às companhias já é especificamente considerada pelas normas da Comissão de Valores Mobiliários, ainda que muito mais em razão da necessidade de transparência, fiscalização e previsibilidade para os quotistas do que para disciplinar o relacionamento entre os acionistas institucionais e a companhia (por exemplo, o art. 40, inc. XII, da Instrução CVM n.º 409/04, que exige a divulgação no prospecto dos fundos de investimento a respeito da política de exercício do direito de voto por parte do fundo nas sociedades investidas).

²⁴⁸ Sobre o tema, ver ECKBO, B. Espen, *The government as active shareholder*, 2009, disponível em www.ssrn.com; LAMY FILHO, Alfredo, *O estado empresário*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 121 e ss.; e, principalmente, LAZZARINI, Sergio G., MUSACCHIO, Aldo, *Leviathan as a minority shareholder: a study of equity purchases by the brazilian national development bank (BNDES), 1995-2003*, 2011, disponível em www.ssrn.com.

quando foi constituída sua subsidiária integral para investimentos, a BNDES Participações S.A. – BNDESPAR²⁴⁹.

Ao final de 2012, a BNDESPAR mantinha posições societárias em 142 empresas²⁵⁰. Em 2009, as participações da BNDESPAR somavam um valor de US\$ 53,4 bilhões e representavam cerca de 4% do valor total de capitalização do mercado de capitais brasileiro à época²⁵¹.

Parte das contribuições da atuação do governo, via seu banco de desenvolvimento, para o desenvolvimento da governança corporativa no país, decorre da introdução da ideia e do desenvolvimento da cultura de divisão de informações e de parte do controle com acionistas minoritários, bem antes da indústria de *private equity* ser uma realidade no país.

Juntamente com os investimentos da BNDESPAR no capital social das companhias brasileiras, veio, naquilo que mais interessa ao direito societário, a confecção de acordos de acionistas, de regras de eleição de membros da administração, de disciplina mais rígida para a prestação de informações e de outras regras de liquidez e garantias, como *tag alongs* e opções de venda de ações. A atuação da BNDESPAR, ao longo das últimas décadas, pavimentou o caminho para a abertura dos diálogos sobre estruturas de governança dentro das companhias brasileiras e para a utilização posterior também do capital privado para o preenchimento da posição de acionista minoritário estratégico, assim como testou os limites e soluções da lei societária brasileira para a formalização dos arranjos de governança necessários para a viabilização de seus investimentos²⁵².

Foi no papel de acionista minoritário que o governo parece ter mais contribuído para o aperfeiçoamento do mercado de capitais e societário do país. Como acionista controlador,

²⁴⁹ Para a atuação do Estado não como mero investidor, ainda que estratégico ou ativista, mas como controlador, na atuação empresarial com viés desenvolvimentista e social, e sobre os conflitos possíveis daí decorrentes, ver PINTO JUNIOR, Mario Engler, *Empresa estatal: função econômica e dilemas societários*, Atlas, São Paulo, 2010.

²⁵⁰ www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Relacao_Com_Investidores/Desempenho/.

²⁵¹ Cf. LAZZARINI, Sergio G., MUSACCHIO, Aldo, *Leviathan as a minority shareholder: a study of equity purchases by the brazilian national development bank (BNDES), 1995-2003*, 2011, disponível em www.ssrn.com.

²⁵² Nesse sentido, valer mencionar as iniciativas representadas pela criação do código de governança da Previ, cuja última versão, de setembro de 2012, já considera a dispersão acionária uma realidade no mercado de capitais brasileiro, e o programa de incentivo à governança do BNDES (ver informações a respeito em: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/inf_bndes/inf_0103.pdf).

o governo brasileiro ainda é alvo de severas críticas, seja na forma como orienta politicamente o desenvolvimento das atividades das empresas estatais ou de economia mista, seja em termos exclusivos de governança corporativa²⁵³.

Como minoritário, por meio da BNDESPAR, os números indicam que a atuação do governo é muito mais eficiente do que quando está no controle. Em estudo sobre o assunto, Sergio G. Lazzarini e Aldo Musacchio²⁵⁴ constataam que há efetivo e significativo retorno positivo da participação minoritária da BNDESPAR nas sociedades em que investe, e que esse retorno tende a ser menor se a empresa investida for parte de um conglomerado de empresas, especialmente se controlado pelo governo.

O primeiro benefício da participação acionária do governo é o próprio investimento propiciado. Mas, além do capital investido, a participação da BNDESPAR no capital social de uma companhia também gera efeitos reputacionais, ligados à transparência e ao monitoramento pelo governo dos controladores e administradores, o que, por sua vez, facilita a obtenção de crédito também em outras fontes. Esses efeitos são reflexos do compromisso crível da BNDESPAR com o desenvolvimento de longo prazo da companhia e com o investimento de caráter não meramente predatório.

Por mais que o objetivo do BNDES como um todo seja também realizar operações lucrativas, é inegável que sua missão institucional de desenvolvimento os diferencia de fundos de *private equity* tradicionais. Mesmo a estrutura de incentivos dentro da qual atuam os funcionários e representantes da BNDESPAR, responsável pela gestão dos

²⁵³ São exemplos importantes, recentes, a oferta pública secundária de ações da Petrobrás, de 2010, que captou cerca de R\$ 120 bilhões, na maior captação pública já realizada na história, até aquele momento, e que gerou críticas a respeito da utilização da companhia para fins mais políticos e sociais, do que propriamente empresariais; a política de subsídios aos preços da gasolina, que por anos afetou os resultados também da Petrobrás; e atuação da Eletrobrás, nem sempre da forma mais rentável possível, como instrumento do governo de atuação em programas sociais na área energética e para contenção de eventuais efeitos indesejados da reformulação das regras de concessão e da regulação do setor, principalmente nos anos de 2012 e 2013. Ver, ainda, sobre o tema, a reportagem da revista Capital Aberto, n.º 98, intitulada “O Estado no Comando”; a reportagem intitulada “CVM processa Estado de São Paulo por contratos entre Sabesp e Emae”, publicada no jornal Valor Econômico, em edição de 29 de agosto de 2012; a crítica do economista Mansueto Almeida, em seu blog: <http://mansueto.wordpress.com/2012/01/19/o-novo-capitalismo-de-estado/>; e a relacionada reportagem de capa da revista The Economist, de 21 de janeiro de 2012, intitulada “*The Rise of State Capitalism*”.

²⁵⁴ LAZZARINI, Sergio G., MUSACCHIO, Aldo, *Leviathan as a minority shareholder: a study of equity purchases by the brazilian national development bank (BNDES), 1995-2003*, 2011, disponível em www.ssrn.com.

investimentos nas companhias, implica estímulos e riscos pessoais muito diferentes daqueles que influenciam os gestores e funcionários dos fundos de investimento privados.

Esse contexto, institucional e estrutural, traduz-se no empenho de desenvolvimento de práticas efetivas de governança corporativa, não afetadas, em regra, por objetivos individuais e de curto prazo, como bônus, buscas por eventos de liquidez ou por divulgação.

A experiência da BNDESPAR indica, inquestionavelmente, as vantagens do investidor não controlador institucional para o desenvolvimento econômico e jurídico do mercado societário, e demonstra, empiricamente, que é possível otimizar essas vantagens atendo-se à essência da atividade societária e evitando-se influências desnaturadoras como a politização das companhias, como tende a ocorrer em parte das sociedades controladas pelo governo, ou o desalinhamento com os objetivos de longo prazo da companhia, como é frequente nos casos de aportes por fundos de *private equity*.

*

CAPÍTULO III. – REPRESENTAÇÃO

Parte A: Representação direta

1. A transferência do exercício do direito de voto: introdução

Não há dúvida de que nem sempre será o próprio acionista que exercerá o direito de voto atrelado às ações de que é titular.

O direito privado e o direito societário, especificamente, reconhecem, em alguns casos expressamente, a necessidade prática e a razoabilidade de diversas hipóteses em que um terceiro exerce o direito de voto do acionista.

Assim ocorre, por exemplo, com a outorga de procuração para que, nos termos da lei, um terceiro represente o acionista no exercício do voto durante as assembleias (art. 126, § 1º). Ocorre também no caso em que um acionista signatário de acordo de acionistas não comparece em determinada deliberação ou se abstém de votar, em contrariedade ao disposto no acordo de acionista, situação em que a lei autoriza que o acionista prejudicado exerça o direito de voto relativo às ações do primeiro acionista (art. 118, § 9º). Ocorre, ainda, no caso do usufruto de ações, em que o acionista pode ceder o direito a receber proventos econômicos derivados da participação acionária (dividendos e juros sobre capital próprio, por exemplo), com ou sem a cessão do exercício do direito de voto (art. 114).

A preocupação fundamental do direito com relação às hipóteses de transferência do exercício do direito de voto é a possibilidade de responsabilização por abusos praticados no exercício daquele direito.

Como se discutiu anteriormente neste estudo²⁵⁵, o *status socii* é uma situação composta por direitos, deveres e obrigações, que se compensam e se contrapõem, com o

²⁵⁵ Capítulo I, Parte A, item 5.

fim de manter equilibrado o sistema de interesses que convivem dentro da organização societária.

O voto, consistindo em instrumento fundamental para a garantia de outros direitos e em agente direto de mudanças na estrutura de administração, jurídica e empresarial da sociedade, é um direito cujo deslocamento, parcial ou total, sob qualquer de seus aspectos, pode levar a sérios desequilíbrios no esquema de responsabilização montado pela legislação societária.

É exatamente sob essa perspectiva que devem ser analisadas as hipóteses de cessão ou interferência contratual no direito de voto.

2. Cessão do direito de voto

A cessão do *exercício* do direito de voto não pode se confundir com a cessão do *direito* de voto. A primeira é permitida pela lei, inclusive expressamente, e não conflita com o funcionamento da organização societária. A segunda não é possível justamente por contrariar o esquema de distribuição de direitos, deveres, obrigações, riscos e responsabilidades que caracteriza a sociedade.

O que diferencia a cessão do exercício do direito de voto da cessão do próprio direito de voto é a manutenção, apenas no primeiro caso, da capacidade de identificação e responsabilização imediata, e por meio dos instrumentos intrassocietários, daqueles que vierem a se valer dos direitos políticos associados às ações para a prática de atos abusivos.

Com efeito, a impossibilidade da cessão do direito de voto não decorre de sua essencialidade para a conformação do estado de sócio. Primeiramente porque, como defendido neste trabalho²⁵⁶, o direito de voto não é um direito essencial do acionista. Além disso, porque dizer que o direito de voto é essencial, ou fundamental, ou algo que o valha, nada explica verdadeiramente sobre as razões da possibilidade ou não da sua cessão.

²⁵⁶ Capítulo I, Parte A, item 7.

O direito de voto não pode ser cedido isoladamente dos demais direitos, deveres e obrigações relativos ao *status socii* porque é a manutenção de seu vínculo com a ação da qual é emanado que assegura a identificação e a responsabilização de pelo menos um dos responsáveis pelo exercício abusivo do direito de voto, de um lado, e que preserva a existência do risco patrimonial como desincentivo ao seu exercício abusivo, de outro.

É o mesmo indivíduo que é titular dos direitos patrimoniais da ação e dos direitos de fiscalização da ação, que consta nos livros de registro societários, cujo endereço e nome estão no cadastro da companhia, que é parte do contrato de sociedade, que pode com ela ganhar ou perder, quem deve também responder em primeiro lugar por eventual abuso no exercício de um dos direitos também conferidos por aquela mesma ação. Esse direito, o de voto, só existe porque os demais direitos, deveres e obrigações também existem. A responsabilidade resta atrelada à titularidade do direito de voto; seu exercício, por razões econômicas, pode ser descolado isoladamente²⁵⁷.

Essa constatação, que decorre e assegura o equilíbrio da própria organização do sistema societário, é corroborada pela Lei das Sociedades por Ações, a qual prevê ou não proíbe, sem restrições ou justificativas de exceção, o exercício do direito de voto por terceiro que não o acionista, em pelo menos três situações: na outorga de procuração (art. 126); na ausência ou abstenção do acionista signatário de acordo de acionistas (art. 118, § 9º); e no usufruto dos direitos políticos da ação (art. 114).

Respeitados os limites impostos pelo art. 126, § 1º, ou nas situações especificamente previstas pelo art. 118, § 9º, ou pelo art. 114, a cessão do exercício do direito de voto não enfrenta outras restrições.

A cessão do exercício do direito de voto, por meio da outorga de procurações, é, na prática e do ponto de vista do direito societário, livre em seu objeto ou outorgado, devendo ser observadas apenas as poucas restrições do art. 126, § 1º, e das condições gerais para a validade do negócio jurídico e do mandato, especificamente.

²⁵⁷ Pontes de Miranda, escrevendo em época em que a lei sugeria a proibição da cessão de voto, e talvez até por essa razão, parece adotar postura contrária à possibilidade de transferência isolada do direito de exercício do voto, não obstante aceite o exercício do direito de voto por não acionista no caso do usufruto. Cf. PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti, *Tratado de Direito Privado*, t. 50, ed. 2, Borsoi, Rio de Janeiro, 1955, pp. 308 e 309 e 312.

De fato, valendo-se do mandato, mesmo com as restrições do art. 126, § 1º, é possível para o acionista criar, externamente à sociedade, arranjos contratuais dos mais variados, para contemplar a cessão do direito de exercício de voto. A lei não o proíbe; e não o proíbe talvez até por ser inviável uma previsão legal tão ampla que seja capaz de alcançar os mais variados tipos de contratação que o acionista possa vir a fazer envolvendo uma procuração para o exercício do direito de voto, em uma dimensão que escape dos limites da organização societária.

De todo modo, a cessão do exercício do direito de voto, possível por uma razão ou por outra, não representa risco excepcional ao funcionamento do sistema societário. A lei societária, justamente por não ser possível pretender alcançar todas as relações que se projetam para fora da dimensão da companhia, reteve os vínculos de responsabilização firmemente dentro da esfera da organização societária. Se o exercício do direito de voto escapa a essa esfera, e nada há para ser feito a esse respeito, a responsabilidade por esse exercício não o acompanha. O responsável primário pelo exercício abusivo do direito de voto continua a ser o titular da ação, independentemente de quem o exerceu e de por qual razão foi exercido.

Em alguns casos, sem prejuízo da responsabilidade do titular da ação, é possível estender ou dividir a responsabilidade também (adicionalmente) a quem ou com quem exerceu o direito de voto no lugar do titular desse direito. No caso do procurador, este poderá responder também se houver atuado além ou em desconformidade com seus poderes ou, em determinadas hipóteses, sendo também acionista ou administrador, poderá responder diretamente por abuso no exercício do direito de voto ou quebra de deveres dos administradores; tratando-se da hipótese do art. 118, § 9º, o exercício abusivo do voto não pode ser escusado pelo fato de que se estava simplesmente dando cumprimento ao disposto em acordo de acionista (argumento esse inaplicável, aliás, seja para o signatário do acordo de acionista, seja para quem o substituiu na votação); na hipótese de usufruto, o usufrutuário, sendo acionista ou administrador, pode responder pelas mesmas razões colocadas anteriormente, e não sendo, pode responder civilmente por danos causados às companhias ou aos demais acionistas por exercer o direito de voto de forma irregular.

Nada impede, inclusive, e em situações extremas, que o próprio titular do direito do voto deixe de ser responsabilizado e que a responsabilidade recaia apenas sobre quem exerceu esse direito. A regra de que o titular do direito de voto é o responsável primário, entretanto, não se altera.

A cessão do exercício do direito de voto, visto por esse ângulo, não é diferente, portanto, da cessão do direito de recebimento de dividendos, por exemplo. O direito à participação nos lucros sociais não pode ser dissociado da ação da qual ele decorre, mas o direito de receber dividendos, como um dos vários direitos que podem compor o direito de participação nos lucros sociais, pode ser destacado.

O destacamento deste específico direito não altera o equilíbrio entre os deveres, direitos e obrigações maiores de um acionista e, portanto, em nada interfere, se regularmente operado, no funcionamento da companhia.

A despeito da cessão do direito ao recebimento do dividendo, continua-se a poder identificar imediatamente quem é o acionista titular do direito a participação nos lucros sociais e dos correspondentes deveres, obrigações e riscos patrimoniais.

Se houver a distribuição de lucros fictícios, por exemplo, é o titular da ação, e não o cessionário do direito ao recebimento do dividendo que será primariamente abordado, seja para a devolução dos valores ilegalmente distribuídos e consequente responsabilização, em caso de má-fé, seja para o exame de seu recebimento em boa-fé, mesmo que o valor tenha sido diretamente pago ao cessionário.

A questão da dissociação entre a titularidade da ação e do direito de voto, ou daquela e do exercício do direito de voto, tomou, por muito tempo, a atenção da doutrina brasileira e dos doutrinadores estrangeiros. A realidade e a necessidade dos acordos de voto, das estruturas de escrituração de ações e dos modelos de planejamento disponíveis em cada país, por razões e evoluções completamente diversas, fizeram com que cada jurisdição passasse a refletir a respeito da viabilidade e dos meios de viabilização desses institutos também em seus ordenamentos²⁵⁸.

²⁵⁸ Cf. PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti, *Tratado de Direito Privado*, t. 50, ed. 2, Borsoi, Rio de Janeiro, 1955, pp. 308 e 309 e 312.

Com isso, e principalmente instigados pelo exemplo das práticas norte-americanas, país no qual, mais do que em qualquer outro, o direito societário sempre veio depois da atuação criativa do mercado e no qual, portanto, pouco tempo se costuma perder com a acomodação dos novos institutos nas regras postas, os países de tradição civilista por longos anos debateram a validade, em seus ordenamentos, do acordo de votos²⁵⁹, da procuração irrevogável²⁶⁰ e, em conexão com esses assuntos, a possibilidade de desvinculação entre titularidade da ação e direito de voto.

No fundo, a questão da possibilidade teórica da dissociação entre titularidade e voto apenas ganhou importância como ferramenta de definição da validade ou invalidade dos instrumentos criados, ou necessários, na prática pelo mercado: acordo de votos e procurações irrevogáveis, para ficar com os exemplos principais. Para a doutrina, a forma modelar para se definir a validade desses instrumentos era a introspecção profunda na estrutura jurídica privada e societária do ordenamento para se verificar a possibilidade da dissociação entre titularidade da ação e direito de voto. Como essas questões apenas surgiam nas legislações que não previam expressamente a validade daqueles mesmos instrumentos, a divagação doutrinária parecia ter sua validade.

Com a evolução dos mercados e da realidade sobre a qual atua o direito societário, ficou claro que a celebração de acordos de voto, acima de tudo, era uma necessidade irrefutável para o mercado, consistindo em instrumento de fato útil para as relações societárias e que, em princípio, em nada as ofenderia. Do mesmo modo, embora com mais reservas, ocorreu com a outorga de procuração irrevogável e por tempo indeterminado, a qual, quando admitida, é válida, em regra, apenas se houver razão específica e justificável para tanto (por exemplo, enquanto atrelada a uma certa garantia).

Não foi diferente no Brasil²⁶¹, ou mesmo no direito latino²⁶². Por aqui, contudo – e essa é uma das vantagens de se construir um direito societário sobre a experiência

²⁵⁹ Ver, COMPARATO, Fábio Konder, SALOMÃO FILHO, Calixto, *O poder de controle na sociedade anônima*, ed. 5, Forense, Rio de Janeiro, 2008, p. 221.

²⁶⁰ *Idem*, pp. 204 e ss..

²⁶¹ Cf., sempre sob a influência do Decreto-Lei n.º 2.627/40, PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti, *Tratado de Direito Privado*, t. 50, ed. 2, Borsoi, Rio de Janeiro, 1955, pp. 308 e 309 e 312; e VALVERDE, Trajano de Miranda, *Sociedades por ações*, v. 2, ed. 3, Forense, Rio de Janeiro, 1959, pp. 62 e ss..

legislativa e prática de jurisdições que se encontram mais a frente nos estágios de evolução do mercado –, a lei societária foi encerrando, uma a uma, as celeumas doutrinárias em torno daquelas matérias²⁶³.

O art. 91, § 1º, do Decreto-Lei n.º 2.627/40 era expresso ao exigir que o procurador do acionista fosse também acionista e que administradores não poderiam representar acionistas²⁶⁴. Dessa disposição criou-se, um tanto equivocadamente, a convicção de que a lei societária de então não permitia em nenhuma hipótese a cessão do voto²⁶⁵.

²⁶² “Nos países latinos, admite-se como dogma a inaccessibilidade do direito de voto, desligado da titularidade das ações. Por isso mesmo, a doutrina e a jurisprudência desses países, geralmente, consideram nula a procuração irrevogável, ou em causa própria, dada por acionista a outrem, para o comparecimento e o voto em assembleia”. (COMPARATO, Fábio Konder, SALOMÃO FILHO, Calixto, *O poder de controle na sociedade anônima*, ed. 5, Forense, Rio de Janeiro, 2008, p. 204).

²⁶³ Cf. Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho: “Essa dissociação entre a titularidade da ação e a legitimação do voto fere a sensibilidade da doutrina jurídica brasileira, que vai repetindo, tradicionalmente, só competir ao sócio ou ao acionista o exercício desse direito social. De nossa parte, não julgamos tal princípio logicamente inderrogável, nem vemos essa inderrogabilidade declarada na lei brasileira. Basta considerar, para esse efeito, a estipulação de direitos reais limitados sobre a ação, como o penhor ou o usufruto. Sem dúvida, o art. 113 da Lei nº 6.404/76 declara que ‘o penhor da ação não impede o acionista de exercer o direito de voto’. Mas acrescenta logo, como no direito anterior, ser lícito ‘estabelecer, no contrato, que o acionista não poderá, sem o consentimento do credor pignoratício, votar em certas deliberações’. A extensão dessas restrições contratuais de voto, combinada com uma procuração irrevogável – com fundamento nos arts. 683 e 684 do Código Civil de 2002 – pode caracterizar autêntica desvinculação entre a propriedade das ações e a titularidade do direito de voto, delas decorrente.” (*O poder de controle na sociedade anônima*, ed. 4, Forense, Rio de Janeiro, 2005, p. 207).

²⁶⁴ “Art. 91. (...) § 1º Os acionistas poderão ser representados na assembléia geral por procurador que prove também aquela qualidade. Os membros da diretoria, do conselho fiscal ou de qualquer outro órgão criado pelos estatutos não poderão ser procuradores ou representantes dos acionistas na assembléia geral.”

²⁶⁵ A despeito de algumas tentativas de se utilizar o revogado artigo 277 do Código Comercial como fundamento para a dissociação entre direito de voto e propriedade, especialmente para os casos de penhor de ação: “Art. 277. Se a coisa empenhada consistir em títulos de crédito, o credor que os tiver em penhor entende-se sub-rogado pelo devedor para praticar todos os atos que sejam necessários para conservar a validade dos mesmos títulos, e os direitos do devedor, ao qual ficará responsável por qualquer omissão que possa ter nesta parte. O credor pignoratício é igualmente competente para cobrar o principal e créditos do título ou papel de crédito empenhado na sua mão, sem ser necessário que apresente poderes gerais ou especiais do devedor.” (grifado). A esse mesmo respeito, de maneira explícita, Modesto Carvalhosa: “Não obstante a reprodução formal do preceito sempre consagrado em nosso direito societário, o contexto em que se insere o artigo é inteiramente outro. Isto porque, antes, a reserva do voto ao devedor pignoratício fundava-se na absoluta inadmissibilidade da cessão do direito de voto. Já a Lei n. 6.404, de 1976, abandonou o princípio de que o direito de voto é inerente à propriedade da ação.” (...) “Estabelecia o Decreto-Lei n. 2.627, de 1940, em seu art. 91, que somente o acionista – vale dizer o proprietário – tinha direito de votar, mesmo como procurador. Já a lei vigente de 1976 estabelece a dissociação entre titularidade da ação e legitimidade do voto (arts. 118 e 126). Não é mais essencial ser acionista para o exercício dessa prerrogativa. Em consequência, há que se encontrar outro fundamento para a proibição legal do voto pelo credor pignoratício ou do proprietário em garantia. Como já se aludiu, não existe propriamente um novo fundamento. Isto porque, mesmo no regime vigente, que admite a cessão do exercício do voto (arts. 118 e 126), não se pode estender aos credores a prerrogativa de representante do proprietário.” (*Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 2, ed. 4, Saraiva, São Paulo, 2009, pp. 432 e 434).

A lógica era a seguinte: se apenas acionista pode representar acionista, então apenas acionista pode votar; se apenas acionista pode votar, o voto não pode ser dissociado do acionista.

O erro nesse raciocínio é o seguinte: restringir o voto a acionistas não significa reter o direito de voto atrelado à ação; nada na antiga lei societária impedia a cessão do direito de voto (ou mais precisamente o seu exercício) entre os próprios acionistas.

A cessão do exercício do voto, pois, era permitida (já que não proibida). O que era proibido sob a égide daquela lei era a cessão do exercício do direito de voto a quem não fosse acionista.

E essa lei assim optou justamente para que a responsabilização pelo exercício abusivo do voto não excedesse as fronteiras da organização societária, onde seria incerto o alcance dos mecanismos de equilíbrio entre os direitos, deveres, obrigações e riscos do acionista. Ou seja, o fundamento é exatamente o mesmo que se defende neste item, sendo que o Decreto-Lei n.º 2.627/40 era ainda mais restrito nesse sentido²⁶⁶.

A Lei n.º 6.404/76, de qualquer forma, destravou o impasse teórico ao modificar a regra do art. 91, § 1º, e autorizar, no art. 126, § 1º, que não acionistas sejam procuradores de acionistas, para fins de exercício do direito de voto.

No mesmo art. 126, § 1º, a lei toma partido e limita a um ano a validade da procuração outorgada pelo acionista para os fins de exercício do seu direito de voto, encerrando também as discussões sobre a possibilidade de se transferir o voto de forma definitiva por meio de procuração.

²⁶⁶ Dúvidas semelhantes foram geradas também no direito francês, país em que parte da doutrina defende a proibição histórica da cessão do direito de voto, enquanto que outra parte nunca enxergou qualquer limitação expressa a essa cessão na legislação francesa. “*La démarche que nous nous proposons est prospective: il ne s’agit ici que de jeter les bases d’une réflexion sur ce que pourraient être les possibilités d’un transfert du droit de voto indépendamment d’un transfert de l’action. L’état actuel du droit positif ne permet pas d’objectif plus ambitieux. Il y a tout lieu de penser, en effet, qu’aucune évolution ne se fera sans une impulsion du législateur. Sans doute aucune disposition ne constitue t-elle de réel obstacle à la cession par un actionnaire de son droit de vote; il n’en reste pas moins que l’intuition la plus largement partagée est que le principe d’indisponibilité du droit de vote existe, même s’il n’est nulle part énoncé. Aussi faudrait-il à tout le moins une invitation de la jurisprudence à remettre en cause ce principe, plus nette que celle qu’une fraction de la doctrine avait cru voir dans l’arrêt de Gaste; or l’arrêt du 9 février 1999 indique clairement que cette attente est vaine*”. (LEDOUX, Patrick, *Le droit de vote des actionnaires*, L.G.D.J., Paris, 2002, p. 379).

De forma equivalente, a Lei n.º 6.404/76 também regulou especificamente o exercício do direito de voto nos casos de alienação fiduciária, usufruto e penhor (nos dois últimos casos no mesmo sentido em que já dispunham os arts. 83 e 84 do Decreto-Lei n.º 2.627/40; no primeiro, de forma inovadora, já que a lei societária anterior precedeu a recepção no instituto da alienação fiduciária no ordenamento brasileiro²⁶⁷), deixando margem para poucas divergências teóricas.

Por fim, e essa é uma das grandes inovações dessa lei, a Lei n.º 6.404/76 disciplinou expressamente o acordo de acionistas, dissipando qualquer dúvida sobre sua validade diante da legislação brasileira.

Seja, portanto, pela coerência com o funcionamento do sistema societário, seja pela necessidade prática, seja pela expressa aceitação pela lei societária, não há dúvidas atualmente a respeito da possibilidade de cessão do exercício do direito de voto, passando a investigação a seus limites e seus efeitos diante das novas práticas e instrumentos recentemente adotados nos mercados financeiros.

3. Garantias e direitos reais

Determinados negócios jurídicos realizados pelos acionistas podem envolver as ações de sua titularidade e implicá-las em obrigações com agentes externos à organização societária. As ações de cada acionista não deixam de ser parte de seu patrimônio individual e, assim, podem, em regra, ser dadas em garantia, ser objeto de planejamento sucessório ou serem incluídas em negócios jurídicos diversos que não guardam relação direta com a companhia emissora das ações ou suas atividades.

Dada a relação de interdependência entre cada um dos feixes de direitos, deveres e obrigações que compõem uma ação, a inclusão da ação em negócios jurídicos externos representa sempre uma potencial fissura da esfera societária pela qual podem ser

²⁶⁷ O quadro regulatório histórico da alienação fiduciária no Brasil é formado, especialmente, pela Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965, pelo Decreto-Lei n.º 911, de 1º de outubro de 1969, pela Lei n.º 9.514, de 20 de novembro de 1997 (que institui a alienação fiduciária de coisa imóvel), e pela Lei n.º 10.931, de agosto de 2004.

inoculados interesses e incentivos de agentes externos, não necessariamente em equilíbrio com o sistema societário.

Cada ação, desse modo, deve ser vista como um corpúsculo da organização societária apto a circular em um plano externo à sociedade sem o risco de a cada reingresso trazer, para o interior dessa organização, elementos alienígenas que podem comprometer seu funcionamento.

Para que sejam preservados os interesses da sociedade, sem que sejam limitados os direitos dos acionistas à disposição de seu patrimônio, cumpre ao direito societário, portanto, evitar ao máximo possível que a ação, quando em incursão pelo plano externo à sociedade, em negócios jurídicos individuais do acionista, desintegre-se nos elementos que a conformam, pulverizando-os em diferentes centros de interesse e dificultando a identificação pela sociedade daqueles que passam a carregar cada direito, cada dever, cada obrigação, risco e responsabilidade, relacionados àquele título de participação societária.

Foi o que procurou fazer a Lei das Sociedades por Ações a respeito do penhor, da alienação fiduciária e do usufruto de ações. Exatamente para evitar os riscos e custos, principalmente para a companhia, da indefinição a respeito de a quem caberia o exercício do direito de voto nos casos de penhor, alienação fiduciária e usufruto de ações, que a lei societária desde logo definiu a disciplina aplicável, em seus arts. 113 e 114. Em nenhum dos três casos, a disciplina da lei implica a criação de uma relação de representação entre o acionista e o credor pignoratício, o credor garantido por alienação fiduciária ou o usufrutuário, não se aplicando, inclusive, qualquer restrição temporal de direitos, com fundamento no art. 126, § 1º.

3.1 Penhor

No caso de penhor de ações²⁶⁸, o *caput* do art. 113 da Lei das Sociedades por Ações estabelece que “[o] penhor da ação não impede o acionista de exercer o direito de voto” e

²⁶⁸ De modo geral, sobre o penhor de ações, ver: ASCARELLI, Tullio, *In tema di diritto di voto con azioni date in pegno e di sindacati azionari*, in *Studi in tema di società*, Giuffrè, Milão, 1952; FERRI, Giuseppe, *L'esercizio del voto nel pegno di azioni*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, v. XXXVI, 1938; PENTEADO, Mauro Bardawil, *O penhor de ações no direito brasileiro*, Malheiros, São Paulo, 2008; PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti, *Tratado de Direito Privado*, t. 50,

que será lícito estabelecer, em contrato, “que o acionista não poderá, sem o consentimento do credor pignoratício, votar em certas deliberações”²⁶⁹.

A regra não difere da disciplina dada ao tema pelo Decreto n.º 434, de 04 de julho de 1891 e pelo Decreto-Lei n.º 2.627/40²⁷⁰.

Ou seja, o direito de voto e o exercício desse direito permanecem com o titular da ação, mesmo que esta esteja empenhada. A lei societária optou por evitar que essa discussão ficasse a cargo dos contratantes e definiu previamente a questão²⁷¹.

Reconhecendo, entretanto, que o exercício do direito de voto em determinadas matérias pode afetar direitos do credor pignoratício, e que a absoluta falta de influência por parte do credor sobre o exercício do direito de voto poderia, na prática, levar a um enfraquecimento da utilidade da outorga de ações em garantia nas relações comerciais, a lei também facultou aos contratantes a possibilidade de reger no respectivo contrato a necessidade de consentimento do credor pignoratício para o exercício do direito de voto, pelo acionista devedor, em certos assuntos.

A influência do credor pignoratício sobre o exercício do direito de voto do acionista deve ser limitada, contudo. Partindo-se da letra da lei (o *caput* do art. 113 menciona “certas deliberações”), é razoável se afirmar, com efeito, que o legislador nacional optou

ed. 2, Borsoi, Rio de Janeiro, 1955, p. 245; SACCHI, Roberto, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – profili procedurali*, in *Il diritto attuale*, n. 9, Utet, Torino, 1990, pp. 130 e ss..

²⁶⁹ Nesse mesmo sentido, o art. 113 é especial e deroga, em parte, o disposto no art. 1454 do Código Civil, o qual dispõe que “[o] credor pignoratício deve praticar os atos necessários à conservação e defesa do direito empenhado”.

²⁷⁰ Respectivamente: “Art. 38. A constituição do penhor não inibe o accionista de exercer os direitos da acção, como o de receber dividendos, tomar parte e votar nas deliberações da assembléa geral. (Lei n. 3150 de 1882, art. 7º § 3º n. 4; Decr. n. 8821 de 30 do dezembro do mesmo anno, art. 9 § 1º; Decr. n. 164 de 17 de janeiro de 1890, art. 7º § 4º, 2º alinea.)”; “Art. 83. A caução ou penhor das ações não inibe o acionista de exercer o direito de voto. Todavia, será lícito estabelecer, no instrumento ou escritura da caução ou penhor, que o dono das ações não poderá, sem o consentimento do credor caucionado ou pignoratício, votar em certas deliberações.” A respeito da interpretação do tema sob a vigência das leis anteriores, cf. VALVERDE, Trajano de Miranda, *Sociedades por ações*, v. 2, ed. 3, Forense, Rio de Janeiro, 1959, especialmente pp. 405 e ss. e PENTEADO, Mauro Bardawil, *O penhor de ações no direito brasileiro*, Malheiros, São Paulo, 2008, pp. 134 e ss..

²⁷¹ Na Itália, por exemplo, a lei determinou que o exercício do voto, salvo disposição em contrário, cabe ao credor pignoratício, privilegiando os interesses dos credores em relação à hermeticidade do sistema societário (art. 2.352 do Código Civil italiano).

por restringir a influência do terceiro não acionista sobre o exercício do direito de voto do sócio à qualidade de exceção e não de regra²⁷².

Eventual estipulação entre o acionista devedor e o credor pignoratício a respeito do exercício do direito de voto relacionado às ações empenhadas deve, portanto, incidir sobre matérias específicas e limitadas, sempre compatíveis com a garantia representada pelas ações e com a natureza do negócio jurídico originalmente celebrado entre as partes²⁷³. A limitação das matérias sobre as quais haverá orientação prévia de voto deve constar, pormenorizadamente, do instrumento acordado entre o acionista devedor e o credor pignoratício, instrumento esse que deverá ser arquivado na sede social, para que possa ser conhecido e observado pela mesa assemblear por ocasião dos conclaves sociais.

Respeitados esses parâmetros, entretanto, não há limitação qualitativa da matéria que poderá ser submetida à aprovação do credor pignoratício²⁷⁴.

²⁷² Cf., por exemplo, Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho: “Por outro lado, essa dissociação pode também ocorrer no usufruto de ações, mercê da norma permissiva do art. 114 da Lei nº 6.404/76, que admite todas as combinações. Não se poderá, aí, nem mesmo se invocar a restrição constante da última parte do art. 113, concernente a ‘certas deliberações’ em razão da qual a doutrina pátria excluía, já no regime do Decreto-Lei nº 2.627, a possibilidade de se pactuar um consentimento geral e ilimitado do credor caucionário, para o voto em assembléia.” (*O poder de controle na sociedade anônima*, ed. 5, Forense, Rio de Janeiro, 2008, pp. 207 e 208). Mesmo com relação aos acordos de acionistas, defendem Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, a ilegalidade da obrigação geral de votar (*A lei das s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, ed. 3, 1997, pp. 520 e ss.).

²⁷³ Sobre os limites, Modesto Carvalhosa defende que: “Apenas as matérias que possam modificar o estado patrimonial ou institucional da companhia é que podem ser passíveis de sujeição ao consentimento do credor para o exercício do voto pelo acionista devedor ou garantidor. Dentre elas, algumas que exigem *quorum* qualificado (art. 136), notadamente as que impliquem a alteração do dividendo obrigatório; mudança do objeto da companhia; sua incorporação, fusão, cisão ou dissolução convencional; ou ainda, cessação do estado de liquidação. Também podem ser submetidas a esse consentimento as matérias referentes à venda ou oneração de bens do patrimônio social especificados ou a partir de valor constante da avença, bem como a aquisição de determinados bens ou a realização de investimentos com recursos de terceiros, cujo valor possa pôr em risco a capacidade da companhia em pagá-los. Não pode, no entanto, ser exigido contratualmente o consentimento do credor para aumento do capital, sob qualquer forma, inclusive mediante a emissão de ações preferenciais. Será lícito, porém, convencionar-se a audiência do credor, no caso de qualquer alteração no regime de ações preferenciais já anteriormente emitidas. Também podem ser admitidas como matéria de consentimento do credor as deliberações sobre incorporação de companhia controlada ou sua fusão (art. 264), participação da companhia em grupo de sociedades (art. 270), transformação da companhia (arts. 221 e 298) e aquisição do controle de outra sociedade mercantil (art. 256).” (*Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 2, ed. 4, Saraiva, São Paulo, 2009, p. 438). Ainda acerca dos limites, cf. PENTEADO, Mauro Bardawil, *O penhor de ações no direito brasileiro*, Malheiros, São Paulo, 2008, pp. 141 e ss. e SACCHI, Roberto, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – profili procedurali*, in *Il diritto attuale*, n. 9, Utet, Torino, 1990, p. 132.

²⁷⁴ Cf. Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho: “São, por exemplo, frequentes os contratos de empréstimo a uma sociedade, com a atribuição ao mutuante, em garantia de seu crédito, da caução das ações do chamado bloco de controle. A lei brasileira, ao contrário da italiana (Código Civil Italiano de 1942, art. 2.352), não suprime o direito de voto do acionista caucionante, mas admite que se possa estipular ‘no contrato, que o acionista não poderá, sem consentimento do credor caucionado ou pignoratício, votar em certas deliberações’ (Lei nº 6.404, art. 113). Tais deliberações, geralmente, dizem respeito à alienação ou

Ainda que sujeito a certo grau de influência do credor pignoratício, e mesmo que reconhecidamente possa afetar os direitos do credor, o exercício do direito de voto deve sempre respeitar o interesse da sociedade. A obrigação do acionista devedor perante o credor pignoratício é legítima naquilo que concerne à companhia e será por esta respeitada apenas até onde for possível compatibilizar o interesse da relação entre acionista devedor e credor pignoratício com o interesse social.

Para a aplicação das regras de responsabilização por exercício abusivo do voto e/ou de conflito de interesses, não importarão para o direito societário os termos do instrumento subjacente celebrado entre o acionista devedor e o credor, ou o interesse do credor que se deseja proteger. Ultrapassado o limite do interesse social, as relações intrasocietárias e extrasocietárias voltam a se dissociar, para a proteção do sistema societário.

Assim, em caso de conflito entre os interesses da relação contratual privada do acionista, de um lado, e da companhia, de outro, permanece o acionista como o responsável primário pelo exercício irregular do direito de voto perante a companhia e seus acionistas, e permanece o mesmo acionista como o único responsável pelas obrigações assumidas, externamente à esfera societária, diante do credor pignoratício.

A ligação excepcional e temporária entre a companhia e o credor pignoratício não sócio limita-se à observação das condições para o exercício do direito de voto relativo às ações empenhadas, nos termos do *caput* do art. 112, inclusive para a preservação da

oneração dos bens constantes do ativo social imobilizado. Nada impede, porém, que as partes estipulem várias outras hipóteses de voto vinculado, notadamente, quanto à eleição dos administradores e fiscais, à emissão de empréstimos debenturísticos, ou à mudança do objeto social. O credor caucionário pode, assim, tal a extensão e o alcance das estipulações de voto do contrato de caução, assumir uma posição predominante na sociedade, como autêntico controlador. É mesmo possível que o crédito só tenha sido concedido em função dessa caução das ações de controle, e na perspectiva de sua provável excussão, com o inadimplemento da obrigação garantida.” (...) “Seja como for, a caução e o usufruto de ações podem servir, perfeitamente, para a aquisição ou a consolidação do controle. A caução de acionista a acionista, no controle interno, ou de acionista a terceiro, no controle externo, funciona então como negócio indireto, cuja causa real é o acesso ou a manutenção do poder social. No usufruto, admitida a sua constituição por ato *inter vivos* e entre pessoas jurídicas, esse objetivo ainda é mais facilmente atingido, tendo em vista a possível ilimitação de prazo e o caráter abstrato do negócio.” (*O poder de controle na sociedade anônima*, ed. 5, Forense, Rio de Janeiro, 2008, pp. 91 e 208).

eficácia das regras de identificação e responsabilização em caso de exercício abusivo do voto ou voto em conflito de interesses²⁷⁵.

3.2 Alienação fiduciária

O parágrafo único do mesmo art. 113 determina que, no caso de alienação fiduciária de ações, o direito de voto e o seu exercício remanescem, igualmente, com o acionista, e não são transferidos para o credor. As mesmas considerações expostas no item anterior com relação ao penhor de ações, a respeito das responsabilidades do acionista no exercício do direito de voto e da liberdade do acionista devedor e do respectivo credor para a

²⁷⁵ Tanto que a doutrina atual é expressa, por exemplo, quanto à proibição de nomeação do credor como procurador do acionista. Cf., nesse sentido, Modesto Carvalhosa: “Em conclusão, embora a lei já não considere essencial ser acionista para o exercício do voto (arts. 118 e 126), mesmo assim não se pode confundir o proprietário da ação ou o seu representante com o credor pignoratício ou com o proprietário fiduciário. Não pode o credor pignoratício ou o proprietário fiduciário votar em nome do acionista devedor, na qualidade de procurador deste. O impedimento é absoluto, em face do manifesto conflito de interesses entre credor e devedor. Não pode, portanto, o credor contornar o preceito proibitivo de voto *de jure proprio*, mediante o expediente da obtenção de mandato do acionista devedor, para votar em nome deste. Aqui, prevalece o mencionado pressuposto do conflito fundamental de interesses (*Hauptkonflikt*) entre acionista devedor e o credor garantido com ações daquele. Não pode o segundo representar o primeiro, nas deliberações sociais. Tal voto seria contrário não só aos interesses do próprio acionista, como aos da própria companhia, já que o voto deve ser exercido no interesse societário (art. 115).” (*Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 2, ed. 4, Saraiva, São Paulo, 2009, p. 435). Em igual sentido, Mauro Bardawil Penteado: “Inicialmente, há de se salientar que a constituição de uma relação jurídica real sobre as ações de uma companhia determina uma situação de concorrência entre sujeitos titulares de interesses contrapostos: de um lado, existe o acionista devedor, cujo interesse, ao menos teoricamente, deve convergir com aquele perseguido pela companhia e, de outro, há o credor pignoratício, cujo interesse é a conservação do valor de sua garantia (art. 1.433, inc. VI, do Código Civil), o qual, em princípio, para sua efetivação, pode demandar do credor medidas não necessariamente em linha com os melhores interesses da sociedade emissora das ações.” (PENTEADO, Mauro Bardawil, *O penhor de ações no direito brasileiro*, Malheiros, São Paulo, 2008, p. 122). Ensina José Nuno Marques Estaca, nesse sentido, que “[g]enericamente, podemos afirmar que o interesse principal de todos os credores sociais é o de verem satisfeito oportunamente o seu crédito. Indirectamente, poder-se-á dizer que aqueles têm um interesse em que a sociedade seja bem gerida, de modo relativamente estável e não sofra diminuições patrimoniais significativas, que afectem a garantia de bom pagamento de seus créditos. Os interesses destes terceiros devem estar presentes na mente dos condutores da sociedade, embora não constituam o interesse da sociedade. Segundo Luís Brito Correia, ‘a sociedade não foi criada para satisfazer directamente os interesses dos credores, embora seja através da satisfação destes que, indirectamente, a sociedade satisfaz os seus interesses próprios – o interesses social’. Por outro lado, os credores são titulares de um interesse que a sociedade porventura se obrigou contratualmente a satisfazer, sendo inúmeras as disposições legais do Código de Sociedades Comerciais destinadas a tutelar as garantias dos credores, sob a égide do princípio da tutela dos credores plasmado naquele diploma. Todavia, o interesse dos credores pode entrar em conflito com o interesse da sociedade. A sociedade não existe especificamente para realizar o interesse dos credores, ‘satisfá-lo quando isso é necessário, por instrumentalidade natural ou legal’, e em último caso, para satisfazer o próprio interesse da sociedade. Em que medida deve prevalecer cada um destes interesses, tem que ver com a valoração e protecção jurídica dos vários interesses relativos à sociedade; como expressivamente refere Luís Brito Correia ‘o interesse social, por um lado, e os interesses de terceiros ou o interesse público, por outro, estão para a sociedade numa relação semelhante àquela em que, respectivamente, a utilização individual ou egoísta e a função social da propriedade estão para o proprietário.’” (ESTACA, José Nuno Marques, *O interesse da sociedade nas deliberações sociais*, Almedina, Coimbra, 2003, pp. 44 e 45).

determinação das matérias sobre as quais este último terá ingerência, aplicam-se na hipótese de alienação fiduciária de ações.

Ainda que o dispositivo não repita a expressão “certas deliberações”, prevista no *caput* do art. 113, não há razão para tratar a hipótese de alienação fiduciária diferentemente, nesse aspecto, da hipótese de penhor de ações. As estipulações que sujeitarem o exercício do direito de voto à influência do credor deverão ser, além de válidas, razoáveis e conexas com o negócio jurídico garantido pelas ações, e apresentadas de forma detalhada no instrumento que as disciplinar. A falta de clareza dessas disposições ou sua natureza, se afrontarem o interesse da companhia ou violarem lei ou regulação aplicável, podem levar à sua não observação pela mesa assemblear nos conclaves sociais ou, em caso de aplicação dessas disposições pela mesa da assembleia, podem ser usadas como fundamento para anulação da deliberação por elas viciada.

Por fim, ao determinar que o acionista devedor somente poderá exercer o direito de voto “nos termos do contrato” a lei societária não determina que a existência de um contrato nesse sentido seja obrigatória, mas sim que, se existir esse contrato, admitido expressamente pela lei, o exercício do direito de voto deverá observar suas disposições.

Em outras palavras, se não houver um contrato, ou se no contrato que constituir a garantia não houver disposição que discipline o exercício do direito de voto, o acionista devedor poderá exercer esse direito livremente.

Não faria sentido, com base na redação do art. 113, § único, entender que a falta de um contrato implicaria a proibição absoluta de voto por parte do acionista devedor. Assim como a sujeição do exercício do voto ao credor não pode ser positivamente absoluta, também não seria coerente que pudesse ser negativamente absoluta.

3.3 Usufruto

Na hipótese de usufruto²⁷⁶, ao contrário do que ocorre nos casos de penhor e alienação fiduciária, o exercício do direito de voto pode ser transferido para o credor ou usufrutuário²⁷⁷.

O art. 114 da Lei das Sociedades por Ações, de fato, e também ao contrário do que ocorre no *caput* e no parágrafo único do art. 113, não estabelece nenhuma proibição, expressa ou indireta, à cessão do exercício do direito de voto ao usufrutuário²⁷⁸.

Esse dispositivo estabelece apenas que os termos para o exercício do direito de voto, no caso do usufruto, devem obrigatoriamente ser definidos entre o acionista nu-proprietário e o usufrutuário, seja no ato da constituição do usufruto, seja previamente a cada assembleia geral.

A possibilidade de cessão do exercício do direito de voto para o usufrutuário, bem como a exigência legal de que as condições de exercício desse direito sejam estabelecidas entre as partes decorrem do fato de que, de um lado, o direito do usufrutuário sobre a ação é relativamente mais próximo do direito do titular da ação do que o direito do credor pignoratício ou do credor garantido por alienação fiduciária e, de outro lado, os interesses do nu-proprietário são, proporcionalmente, também mais alinhados em relação aos interesses do próprio acionista ou da companhia.

²⁷⁶ Ver, sobre o assunto deste item, por exemplo, ASQUINI, Alberto, *Usufrutto di quote e azioni in Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazione*, v. XLV, 1947, pp. 13 e ss.; COMPARATO, Fábio Konder, *Usufruto acionário e quase-usufruto. Limites aos direitos do usufrutuário*, in *Ensaio e pareceres de direito empresarial, Forense*, Rio de Janeiro, 1978, pp. 68 e ss.; GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *O usufruto de ações ao portador e a posição da companhia emissora*, in *RDM*, n. 39, 1980, pp. 84 e ss.; SACCHI, Roberto, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – profili procedurali*, in *Il diritto attuale*, n. 9, Utet, Torino, 1990, pp. 130 e ss.; WALD, Arnaldo, *Do regime jurídico do usufruto de cotas de sociedade de responsabilidade limitada e de ações de sociedade anônima*, in *RDM*, n. 77, 1990, pp. 5 e ss..

²⁷⁷ Nesse sentido, PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti, *Tratado de Direito Privado*, t. 50, ed. 2, Borsoi, Rio de Janeiro, 1955, p. 243. Ver também, com pequenas variações de entendimento, LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros, *O direito de voto de ações gravadas com usufruto vitalício*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1357 e ss., pp. 1362 e ss.; LEDOUX, Patrick, *Le droit de vote des actionnaires*, L.G.D.J., Paris, 2002, p. 214; LE CANNU, Paul, DONDERO, Bruno, *Droit des sociétés*, ed. 4, Montchrestien, Paris, 2012, pp. 612 e 613, admitindo a cessão indireta do exercício do direito de voto no caso de usufruto, mesmo a despeito da convocação da proibição, no direito francês, da cessão do direito de voto; e SACCHI, Roberto, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – profili procedurali*, in *Il diritto attuale*, n. 9, Utet, Torino, 1990, pp. 130 e ss..

²⁷⁸ Para uma análise pontual do usufruto de ações no Direito brasileiro, cf. GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *O usufruto de ações ao portador e a posição da companhia emissora*, in *RDM*, n. 39, 1980, pp. 84 e ss..

Enquanto que o credor pignoratício e o credor garantido por alienação fiduciária têm na ação apenas um objeto de garantia atrelado a um outro negócio principal, o usufruto é, em regra, o próprio e único negócio jurídico estabelecido entre o acionista e o usufrutuário. Enquanto o credor pignoratício e o credor garantido por alienação fiduciária têm incentivos para influenciar o direito de voto com vistas apenas à satisfação de seu crédito ou manutenção do valor de sua garantia pelo tempo do contrato principal, sem necessária preocupação com a companhia no longo prazo (até em razão da proibição legal do pacto comissório)²⁷⁹, o interesse do usufrutuário está direta e integralmente ligado ao desempenho da companhia no curto e no longo prazo, enquanto durar o usufruto²⁸⁰.

A Lei das Sociedades por Ações, assim, ao reconhecer que a legitimidade do nuproprietário para interferir no exercício do direito de voto pode ser relativamente maior do que a do credor pignoratício e a do credor garantido por alienação fiduciária, e que, portanto, o potencial de disputa pelo exercício do direito de voto poderia ser também maior, preferiu, no caso do usufruto de ações, exigir a estipulação de regras entre as partes como condição para o exercício do direito de voto. Na ausência dessa estipulação, o voto relativo às ações objeto do usufruto são ineficazes e não devem ser computados pela mesa assemblear, não havendo, em razão da redação do art. 114, possibilidade de ratificação após a assembleia. A deliberação que considerar esses votos para aprovação ou reprovação de determinada matéria pode ser anulada.

O acionista, ademais, não é obrigado a ceder o exercício do direito de voto ao usufrutuário. A cessão é uma faculdade. Se, por hipótese, o instrumento que institui o

²⁷⁹ A respeito do pacto comissório, ver a tese de doutorado de Luís Gustavo Haddad, intitulada *A proibição do pacto comissório no direito brasileiro*, defendida em 2013 na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

²⁸⁰ Para Arnoldo Wald, por exemplo, não há no caso de usufruto, qualquer distinção entre o proprietário e o usufrutuário, admitindo desde logo a possibilidade de transmissão plena dos direitos econômicos e políticos do sócio: “Não nos parece assim descabido considerar que o usufrutário (sic) de cotas ou ações, ao qual foram transferidos os direitos políticos, se equipara ao cotista ou acionista, passando o nú-proprietário a ser titular de um direito de preferência e assumindo a situação de fideicomissário em relação às ações, enquanto o usufrutário equipara-se ao fiduciário ou ao proprietário resolúvel ou ainda ao titular do quase usufruto. A doutrina estrangeira tem admitido que, em determinadas condições, o usufrutário, numa interpretação realista, seja considerado como um verdadeiro cotista ou acionista e esta tese se justifica tanto mais quando nela se unem os direitos e poderes existentes no plano econômico e político. Podemos, pois, concluir que, quando transferidos os direitos políticos ao usufrutário de cotas ou ações, passa este a ser o cotista ou acionista para todos os fins, embora a sua titularidade seja resolúvel.” (destaques no original) (WALD, Arnoldo, *Do regime jurídico do usufruto de cotas de sociedade de responsabilidade limitada e de ações de sociedade anônima*, in *RDM*, n. 77, 1990, pp. 5 e ss., p. 11).

usufruto estipular que deverá haver consenso prévio entre as partes para o exercício do direito de voto, mas não determinar quem poderá comparecer à assembleia e manifestar o voto ou quem poderá nomear procurador, estes poderes caberão ao acionista²⁸¹.

Por razão semelhante, a comprovação de legitimidade para participar da assembleia e para exercer o direito de voto, e a comprovação dos poderes para outorga de procuração dependerão da apresentação do instrumento que constituiu o usufruto, ou de acordo prévio entre o acionista e o usufrutuário a respeito do exercício do direito de voto em determinada deliberação. Caso o exercício do direito de voto caiba ao acionista, o usufrutuário não terá o direito de participar da assembleia geral, nem como ouvinte, uma vez que não é acionista; caso o exercício do direito de voto caiba ao usufrutuário, tanto este, quanto o acionista terão o direito de participar da assembleia.

O exercício do direito de voto pode também ser dividido por matérias. Na deliberação de determinadas matérias o exercício do voto pode ser designado ao acionista, enquanto que na deliberação de outras matérias, ainda que em uma mesma assembleia, o exercício do direito de voto ficará a cargo do usufrutuário²⁸².

Naturalmente, a divisão das competências para o exercício do direito de voto deverá ser clara e detalhada, para que a mesa assemblear possa fiscalizar e impor o seu cumprimento, e sempre apresentada para arquivo na sede social. Em caso de dúvida, a mesa da assembleia geral poderá, desde que justificadamente, e não para beneficiar uma ou outra parte, interpretar as referidas disposições ou desconsiderar os votos proferidos.

²⁸¹ O usufruto, assim como o fideicomisso, a inalienabilidade e a incomunicabilidade que recaiam sobre as ações, ademais, por força do art. 169, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações, e a menos que os instrumentos que tenham constituído os referidos ônus disponham em contrário (não sendo, portanto, uma dispositividade do estatuto social), devem ser estendidos a ações emitidas como consequência de capitalização de lucros e de reservas. O mesmo deve ocorrer no caso de desdobramento de ações, grupamento ou emissão por conta de operações de incorporação ou equivalente.

²⁸² O direito francês, assim como historicamente interpretado pela doutrina daquele país, ainda que com cada vez mais recorrentes questionamentos a esse entendimento, não permite a cessão do voto (art. L. 225-110 do *Code de Commerce*). Em caso de usufruto, há diferenciação entre deliberações tomadas em sede de assembleia geral ordinária e em sede de assembleia geral extraordinária, podendo o usufrutuário votar em deliberações atinentes às matérias habituais da companhia e o nu-proprietário em matérias que podem alterar a substância das ações (distinção *ratione materiae*). Sobre a vedação, histórica, à cessão do direito de voto na França, cf. LE CANNU, Paul, DONDERO, Bruno, *Droit des sociétés*, ed. 4, Montchrestien, Paris, 2012, p. 612. A esse mesmo respeito, mas com argumentos a favor da modificação do referido entendimento na doutrina francesa, cf. LEDOUX, Patrick, *Le droit de vote des actionnaires*, L.G.D.J., Paris, 2002, pp. 214 e ss.. Acerca da corrente de diferenciação da legitimidade para o exercício do direito de voto em caso de usufruto, de acordo com a matéria, cf. Roberto Sacchi, SACCHI, Roberto, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – profili procedurali*, in *Il diritto attuale*, n. 9, Utet, Torino, 1990, pp. 139 e ss..

A responsabilidade primária por abusos cometidos no exercício do direito de voto, independentemente de quem o exerceu, continuará a ser do titular da ação. O direito de dispor da ação, a parcela principal do risco patrimonial e a expectativa de consolidação da totalidade dos direitos relativos à ação sob seu domínio continuam a ser do acionista. Proporcionalmente à sua maior legitimidade e maior poder sobre o exercício do direito de voto, o usufrutuário será também mais facilmente responsabilizado, embora não como acionista, se exercer o direito de voto de modo contrário aos interesses da companhia. Diferentemente do que ocorre com o mandato, no caso de exercício de voto pelo usufrutuário, este estará agindo em nome próprio e assim deve ser responsabilizado, ainda que em conjunto com o titular da ação.

4. Representação por procuração

O art. 126, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações, modificando a regra do art. 91, § 1º, do Decreto-Lei n.º 2.627/40, estendeu também para não acionistas, desde que administradores da companhia, advogados ou, nas companhias abertas, o representante de instituição financeira, inclusive a instituição depositária das ações²⁸³ e a administradora de fundo de investimento²⁸⁴, a possibilidade de atuarem como representantes de acionistas nas assembleias gerais. Com isso, deixou claro que não havia restrição na legislação acionária brasileira para o exercício do direito de voto por não acionistas²⁸⁵.

O mesmo art. 126, § 1º, encerrou também quaisquer dúvidas a respeito da possibilidade de se transferir o voto de forma definitiva por meio de procuração, ao

²⁸³ Cf. autoriza o art. 25 da Lei n.º 6.385/76.

²⁸⁴ Conforme explicado no item 5 da Parte A do Capítulo II e de acordo com o art. 56, § 2º, inc. II, da Instrução CVM n.º 409/04, alterada pela Instrução CVM n.º 522/12, os gestores estão igualmente autorizados a representar os fundos de investimento sob sua gestão.

²⁸⁵ A respeito da disciplina da representação do acionista nas assembleias gerais, cf., primeiramente, MARCONDES, Sylvio, *Questões de direito mercantil*, Saraiva, São Paulo, 1977, pp. 31 e ss.. Ver ainda, CARVALHOSA, Modesto, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 2, ed. 4, Saraiva, São Paulo, 2009, pp. 692 e ss.; CINTRA, Maria Lucia de Araújo, *Sociedade comercial - anônima - assembleia geral - representação de acionista - mandatário legalmente impedido de votar a matéria em debate - impossibilidade - inteligência do art. 126, § 1º, da lei 6.404/76 - recurso extraordinário não conhecido*, in *RDM*, n. 43, 1981, pp. 86 e ss.; LAMY REGO, Marcelo, *Pedido de procuração para votar*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, ARAGÃO, Leandro Santo de (coord.), *Direito societário: desafios atuais*, Quartier Latin, São Paulo, 2009, pp. 316 e ss.; LEDOUX, Patrick, *Le droit de vote des actionnaires*, L.G.D.J., Paris, 2002, pp. 267, 268 e 319 e ss.; SACCHI, Roberto, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. - profili procedurali*, in *Il diritto attuale*, n. 9, Utet, Torino, 1990, pp. 161 e ss..

determinar que o procurador que representará o acionista na assembleia geral deve ter sido constituído como tal há menos de um ano (ressalvado o disposto no art. 118, § 7º)²⁸⁶.

A possibilidade de outorga de poderes para que o procurador represente o acionista nas assembleias gerais é medida de utilidade prática evidente, que considera o ato de manifestação do voto do acionista nas deliberações sociais equivalente a qualquer outro compromisso jurídico da vida do acionista. A Lei das Sociedades por Ações não acrescenta qualquer especificidade à disciplina do mandato estabelecida pelo Código Civil (art. 653 e seguintes), seja com relação à forma da procuração, seu conteúdo ou deveres especiais de mandante e mandatário.

Ao contrário, a ausência de especificações mais restritivas na lei societária indica justamente que a outorga de procuração, para os fins das deliberações sociais, deve mesmo ser a mais simples possível, de modo a não criar qualquer embaraço adicional para que o acionista participe das decisões sociais.

Simples não significa sem controle, no entanto; a própria importância da possibilidade de outorga de procuração para o funcionamento do direito societário e do mercado, como ferramenta para captação e utilização do direito de voto dos acionistas nas deliberações sociais é indicativo do poder potencial que as procurações podem representar.

Se a procuração pode ser instrumento para solucionar a passividade dos acionistas, o controle sobre quem se aproveita dessa passividade e assume os poderes outorgados na procuração (ou em outras formas de representação) também é fundamental para o funcionamento do direito societário e do mercado. Basta lembrar, por exemplo, o quanto é comum, no mercado norte-americano, há mais de um século, que o controle de uma companhia seja assumido ou perdido em consequência de votações inteiramente realizados com base na obtenção de procurações.

Como se verá adiante neste estudo, a outorga de procuração pode, na realidade, assumir papel ainda mais importante no direito societário, na medida em que funciona

²⁸⁶ CARVALHOSA, Modesto, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 2, ed. 4, Saraiva, São Paulo, 2009, pp. 693, 694, 696 e 698, para a comparação entre a lei societária atual e as leis societárias nacionais anteriores, que restringiam a representação apenas a acionistas; e pp. 698 e ss. a respeito do tratamento legal no direito comparado da participação na assembleia de não acionistas, como representante.

como instrumento para a viabilização ou otimização dos mecanismos de decisão e de fiscalização das companhias e fundos de investimento, com efeitos estruturais benéficos para todo mercado.

A partir do Capítulo IV, nos itens pertinentes, será discutido de forma específica o protagonismo do mandato no direito societário, por meio dos pedidos públicos de procuração, assim como serão analisadas detidamente questões formais e de responsabilidade, entre outras, relacionadas à outorga e utilização do mandato no direito societário.

5. Representação legal, institucional ou apresentação e representação de incapaz

O acionista pode, evidentemente, também ser representado ou apresentado²⁸⁷, conforme o caso, pelo seu representante legal. No caso de acionista pessoa jurídica, por exemplo, seu diretor ou diretores poderão apresentá-la na forma permitida pelo respectivo contrato ou estatuto social. No caso de fundos de investimento acionista, o administrador ou gestor (ou o representante legal destes) poderá também representá-lo. O mesmo ocorre com menores, interditos e outros incapazes, que deverão ser representados por seus representantes legais, bem como espólios, condomínios, massas falidas e outras universalidades.

Em todos esses casos, todos os direitos da companhia em relação ao acionista continuam, naturalmente, aplicáveis, tais como os direitos de exigir a integralização de ações subscritas, de, por deliberação da assembleia e nos termos da lei, suspender direitos que assistem ao referido acionista, não computar votos em conflito de interesses e exigir a documentação que comprove os poderes de representação ou apresentação (que podem ser decisões judiciais, contratos de prestação de serviços de gestão de investimentos e certidão de nascimento, conforme o caso).

As responsabilidades dos acionistas são, equivalentemente, inalteradas. As responsabilidades de seus representantes seguem as regras específicas de sua função em

²⁸⁷ “Em sentido geral, a representação por não-acionista constitui a principal inovação da Lei n. 6.404, de 1976 [com relação à matéria de representação]. Segue esse diploma a regra comum do mandato, de que qualquer sujeito capaz pode agir em nome e por conta de outro. No plano específico da sociedade anônima, obedece à tendência, universal, de não mais restringir-se apenas aos acionistas a participação na assembleia-geral”. (CARVALHOSA, Modesto, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 2, ed. 4, Saraiva, São Paulo, 2009, p. 698).

relação ao representado, sem prejuízo, em determinadas situações, de responsabilização também por prejuízos causados à companhia ou aos demais acionistas, demandados diretamente ou via direito de regresso por parte do representado, em decorrência de exercício irregular do direito de voto em nome do acionista.

Parte B: Representação indireta

1. Representação delegada

O direito de voto do acionista representa, de forma bastante sintética, uma expressão dos direitos de controle sobre sua propriedade, direitos esses a serem exercidos, ainda que de forma parcialmente derogada em razão do princípio majoritário e da autonomia da sociedade em relação aos seus sócios, nos termos das regras aos quais o acionista se submeteu ao aderir ao contrato de sociedade.

Por meio do voto, assim, as partes do contrato de sociedade tomam decisões que preenchem incompletudes do contrato de sociedade ao longo de sua execução²⁸⁸. Outras decisões, que igualmente completam o contrato de sociedade, devem ser tomadas diariamente com relação às atividades da companhia²⁸⁹.

Para as decisões fundamentais, a lei designa e estipula um processo formal de deliberação, facilitado pelo princípio majoritário. Para as decisões diárias, inclusive de natureza fiscalizatória, a lei, por exigência prática, evidentemente, permite a delegação dos poderes do acionista para administradores e órgãos de administração, que atuarão na gestão

²⁸⁸ Sobre a incompletude do contrato, conforme já indicado anteriormente neste estudo, ver, por exemplo, HART, Oliver D., *Incomplete contracts and the theory of the firm*, in WILLIAMSON, Oliver E., WINTER, Sidney G., (orgs.), *The nature of the firm – origins, evolution and development*, Oxford University Press, Nova Iorque, 1991, pp. 138 e ss.; HART, Oliver D., e MOORE, John, *Incomplete contracts and renegotiation*, in *Econometrica*, v. 56, 1988, pp. 755 e ss.; HART, Oliver D., MOORE, John, *Foundations of incomplete contracts*, in *Review of economic studies*, v. 98, 1999, pp. 115 e ss.; KATZ, Avery W., *Contractual incompleteness: a transactional perspective*, in *Case western reserve law review*, v. 56, 2005, pp. 169 e ss.. Na doutrina nacional, cf. SZTAJN, Rachel, VERÇOSA, Haroldo M. Duclerc, *A incompletude do contrato de sociedade*, in *RDM*, n. 131, 2003, pp. 7 e ss.; e AZEVEDO, Paulo Furquim de, *Contratos: uma perspectiva econômica*, in Décio ZYLBERSTAJN e Rachel SZTAJN, (orgs.), *Direito & economia*, Elsevier, Rio de Janeiro, 2005, pp. 112 e ss..

²⁸⁹ Cf. EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel R., *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, Cambridge, 1996, p. 66.

da companhia legitimados pelas parcelas a eles transferidas do mesmo poder de controle sobre sua propriedade que alimenta o direito de voto do acionista.

Ao invés, portanto, de o acionista aplicar seu direito de controle sobre sua propriedade diretamente na condução dos negócios sociais, ele interpõe, por meio do direito de voto, um agente que o faça em seu lugar e que responda perante o acionista, os demais sócios e a companhia, por seus atos.

Os agentes assim nomeados, tais como os administradores, conselheiros fiscais e membros de outros órgãos atuantes na organização societária, inclusive o Comitê de Auditoria Estatutário – CAE, disciplinado pela Instrução CVM n.º 308/99 (arts. 31-A a 31-F), conforme alterada pela Instrução CVM n.º 509/11, não deixam de ser representantes dos acionistas. Mas são representantes que, diferentemente dos procuradores e representantes legais, devem servir ao interesse social e não diretamente a um acionista; e que, além disso, não agem em nome e por conta do acionista, mas em qualidade autônoma, que implica deveres e responsabilidades próprias, inclusive em razão de sua posição dentro da organização societária e potencial de influência nas atividades sociais²⁹⁰.

2. Comitês independentes

A legislação ou a regulação societária, ou ainda os princípios de boa governança corporativa, sugerem a criação de comitês representativos independentes para avaliar e opinar a respeito de certas operações e situações especiais da vida da sociedade.

²⁹⁰ Ver, a respeito do funcionamento do conselho fiscal e do conselho de administração, funções e deveres de seus membros, com reflexões úteis à temática do presente item, BULGARELLI, Waldírio, *Regime jurídico do conselho fiscal das s/a*, Renovar, Rio de Janeiro, 1998; COMPARATO, Fábio Konder, *Competência privativa do conselho de administração para designação de diretores, em companhia aberta - ineficácia de cláusula do contrato social da holding, ou de eventual acordo de acionistas, para regular a matéria*, in *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1981, pp. 88 e ss.; BEBCHUK, Lucian A., *The case against board veto in corporate takeovers*, in *The university of Chicago law review*, v. 69, 2002, pp. 973 e ss.; GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *O Conselho fiscal e o direito à informação*, in *RDM*, n. 45, 1982, pp. 29 e ss.; HOPT, Klaus, *Deveres legais e conduta ética de membros do conselho de administração e de profissionais*, (trad. port.) FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, KERTZER, Mauro Moisés, in *RDM*, n. 144, 2006, pp. 107 e ss.; LAMY FILHO, Alfredo, *O conselho fiscal - abuso de minoria*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 225 e ss.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Funcionamento do conselho fiscal nas companhias abertas*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1277 e ss.; PARENTE, Flávia, *O Dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*, Renovar, Rio de Janeiro, 2005; RIBEIRO, Renato Ventura, *Dever de diligência dos administradores de sociedades*, Quartier Latin, São Paulo, 2006; TOLEDO, Paulo Fernandes Campos Salles de, *O conselho de administração na sociedade anônima*, ed. 2, São Paulo, Atlas, 1999.

Não se trata, nesses casos, nem mesmo de representação delegada para fins de exercício dos direitos de coadministração dos acionistas, mas de uma forma ainda mais indireta de atuação e proteção de seus interesses e de se assegurar condições adequadas para o exercício do direito de voto.

Exemplos desse tipo de órgão, em regra, mas não obrigatoriamente, transitório na esfera societária, criado *ad hoc* para as situações aplicáveis, são os comitês formados para a avaliação de oferta pública de aquisição, cujo objetivo é recomendar ou não a aceitação da oferta pelos acionistas; os comitês para definição do valor da remuneração e dos pacotes de benefícios dos administradores; e os comitês para definição a respeito da existência de conflito de interesses em determinada deliberação.

O objetivo comum dos referidos comitês é assegurar que determinada operação, decisão ou proposta que possam afetar a companhia e os acionistas, sejam avaliadas de forma independente, transparente, especializada e informada, em benefício dos acionistas.

Os resultados da avaliação realizada pelo comitê em regra não tem poder vinculante, mas são utilizados como subsídio para que o acionista exerça o seu direito de voto em posse de mais e melhor informação. O estatuto social, caso discipline a existência de determinado comitê pode tornar suas decisões vinculantes a outros órgãos da administração da companhia, desde que nos limites das regras de exclusividade de competências da lei²⁹¹.

Esses comitês podem ser utilizados também como instrumentos de legitimação de determinadas operações, seja por iniciativa da administração ou do controlador, que podem se valer desse mecanismo para demonstrar ao mercado isenção na tomada de certas decisões ou na apresentação de determinadas propostas, seja pelos entes reguladores ou autorreguladores, para conceder presunção de imparcialidade às operações que sejam realizadas a partir da avaliação positiva de comitê independente criado com esse fim.

²⁹¹ São muito comuns na prática norte-americana, e ainda mais importantes recentemente, os chamados *executive compensation committees*, cuja função é a determinação independente e técnica dos pacotes de remuneração dos executivos da companhia, isentas, teoricamente, de conflitos de interesse. No Brasil, também recentemente, ganhou alguma notoriedade a constituição do *comitê de governança corporativa* na *holding* que controla o Grupo Pão de Açúcar, no âmbito das discussões travadas entre o grupo francês Cassino, que assumia o controle da rede de supermercados, e o antigo controlador, Abilio Diniz. As funções e alcance dos poderes do comitê foram o principal objeto de discussão entre os juristas que formalmente opinaram sobre sua constituição.

É precisamente o que buscou, por exemplo, o Parecer de Orientação CVM n.º 35, de 1º de setembro de 2008, que, tratando de deveres fiduciários dos administradores e de deveres dos controladores, em operações entre controladoras e controladas e ou entre sociedades coligadas, institui uma *safe harbour*, ou seja, um procedimento que, se adotado, faz presumir a efetiva e justa negociação da operação. Esse procedimento compreende a constituição de um comitê especial em cada uma das companhias envolvidas, composto por membros independentes, para efetivamente negociar a operação, em especial no que diz respeito à determinação da relação de troca das ações, e a recomendação de que a operação seja condicionada à aprovação da maioria dos acionistas não-controladores²⁹².

Entre as atribuições dos comitês, está a de buscar mais informações sobre a matéria sob sua análise, avaliá-la de forma profissional e independente, e apresentar suas conclusões aos acionistas.

Um comitê de remuneração, por exemplo, tem como escopo produzir ou pedir para que sejam produzidas pesquisas de mercado sobre o valor da remuneração de administradores de empresas equivalentes, e seus benefícios, levantar informações sobre o administrador em questão que justifiquem o valor de sua remuneração, levar em consideração a situação específica da companhia e suas perspectivas, e com esses dados, produzir uma recomendação isenta para a remuneração de um ou mais administradores, que pode ser desde logo adotada pela administração, ou, dependendo do caso, ser submetida à aprovação pelos acionistas.

Os comitês podem ser previstos e disciplinados no estatuto social, com funcionamento permanente ou não, ou constituídos pela administração ou por decisão da assembleia geral, para cada situação em que sejam necessários. A remuneração, despesas e funções dos membros dos comitês podem ser livremente estipuladas pelo estatuto, ou por decisão administrativa ou assemblear, mas sempre, obviamente, devem ser razoáveis e compatíveis com o funcionamento regular da companhia.

²⁹² Desde a criação do parecer, pouco mais de uma dezena de operações lançaram mão do mecanismo. Entre elas, a reorganização societária envolvendo a Oi e a Brasil Telecom.

A menos que o estatuto social ou a deliberação que criar o comitê disponha diferentemente, seus membros não são administradores e não precisam ser acionistas (em regra, é importante que não sejam, para que se assegure a imparcialidade de suas decisões).

Sendo as decisões do comitê, ou outro órgão técnico ou consultivo, vinculantes ou não, no entanto, sempre que a sua existência for prevista no estatuto social, seus membros estarão sujeitos às mesmas regras de deveres e responsabilidades dos administradores, por força de disposição expressa nesse sentido do art. 160 da Lei das Sociedades por Ações.

Não sendo esse o caso, os membros dos comitês independentes serão, normalmente, simplesmente prestadores de serviço contratados pela companhia. Por consequência, não assumem as mesmas responsabilidades que os administradores e os acionistas, embora devam responder civilmente por danos que eventualmente dêem causa por conta de atuação com dolo ou má-fé em sua função no comitê.

Por vezes, o mesmo papel de um comitê independente pode ser delegado também a entidades externas especializadas nessa função.

É o caso, por exemplo, do recém-criado Comitê de Aquisições e Fusões, entidade privada autorreguladora, à qual poderão aderir espontaneamente as companhias que pretendam ter suas operações de aquisição, fusão, incorporação, transferência de controle e outras relacionadas, avaliadas pela entidade, de acordo com as regras de seu Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões.

Em decisão tomada em 30 de julho de 2013 pelo Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, que sempre incentivou a criação do CAF, a autarquia decidiu que “[a]pós a entrada em vigor do Convênio, a CVM, sem prejuízo do exercício das suas atribuições legais, presumirá a regularidade de operações de reorganização societária entre partes relacionadas da espécie das acima referidas que sigam o disposto no Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões do CAF e sejam consideradas regulares por tal órgão. Para tanto, a CVM e o CAF manterão um regime de cooperação mútua que envolverá, inclusive, amplo intercâmbio de informações sobre as atividades desempenhadas pelas duas instituições”.

3. Representação por meio de fundos e outros veículos de investimento, ou por instituições depositárias

Embora os acionistas, nos casos de fundos de investimento e de outros veículos de investimento, sejam os próprios fundos, fato é que os indivíduos que investem nos fundos e outros veículos de investimento aproximam-se bastante dos acionistas diretos da companhia.

A atuação do fundo de investimento diante da companhia deve ser vista também como uma espécie de representação, embora não na acepção do Código Civil, uma vez que estes fundos consistem em verdadeiros catalisadores da relação entre companhia e investidores finais. O fundo de investimento e outros veículos de investimento podem atuar como espécie de acionista interposto entre os investidores finais e a companhia, com todas as consequências positivas ou potencialmente negativas para o mercado, discutidas no item 5 da Parte B do Capítulo II²⁹³.

É claro que todas as relações de direitos, deveres e obrigações de natureza societária são travadas entre o fundo de investimentos, que é o acionista, e a companhia. Para os fins da regulação do mercado de capitais, no entanto, é importante que o fundo de investimento e outras formas organizacionais equivalentes sejam enxergadas pelo direito societário

²⁹³ Sobre a matéria discutida neste item, ver, por exemplo, ASHRAF, Rasha, JAYARAMAN, Narayanan, *Determinants and consequences of proxy voting by mutual funds on shareholder proposals*, 2007, disponível em www.ssrn.com; BAINBRIDGE, Stephen M., *Shareholder activism and institutional investors*, 2005, disponível em www.ssrn.com; COTTER, James F., PALMITER, Alan R., THOMAS, Randall S., *Iss recommendations and mutual fund voting on proxy proposals*, in *Villanova law review*, v. 108, 2010, pp. 1 e ss.; CREMERS, Martijn, ROMANO, Roberta, *Institutional investors and proxy voting: the impact of the 2003 mutual fund voting disclosure regulation*, 2007, disponível em www.ssrn.com; DAVIS, Gerald F., KIM, E. Han, *Would mutual funds bite the hand that feeds them? business ties and proxy voting*, 2005, disponível em www.ssrn.com; DUAN, Ying, *The role of mutual funds in corporate governance: evidence from mutual funds' proxy voting and trading behavior*, 2008, disponível em www.ssrn.com; HU, Henry T.C., BLACK, Bernard S., *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: empty voting and hidden (morphable) ownership*, in *Journal of corporate finance*, v. 13, 2007, pp. 343 e ss.; KULPA, Andrew M., LONG, Butzel, *The wolf in shareholder's clothing: hedge fund use of cooperative game theory and voting structures to exploit corporate control and governance*, in *U.c. davis business law journal*, v. 6, 2005, pp. 4 e ss.; LEIST, Anna C., *Voting with their feet and dollars: the role of investors and the influence of the mutual fund market in regulating fees*, in *William and mary law review*, v. 51, 2009, pp. 261 e ss.; MIETZNER, Mark, SCHWEIZER, Denis, *Hedge funds vs. private equity funds as shareholder activists - differences in value creation*, 2007, disponível em www.ssrn.com; MORGAN, Angela, POULSEN, Annette B., WOLF, Jack G., YANG, Tina, *Mutual funds as monitors: evidence from mutual fund voting*, 2009, disponível em www.ssrn.com; ROMANO, Roberta, *Less is more: making institutional investor activism a valuable mechanism of corporate governance*, in *Yale journal on regulation*, v. 18, n. 2, 2001, pp. 174 e ss.; ROTHBERG, Burton, LILIEN, Steven, *Mutual funds and proxy voting: new evidence on corporate governance*, in *Journal of business & technology law*, v. 1, 2006, pp. 157 e ss.; ZANONI, Andrea, *Hedge funds' empty voting in mergers and acquisitions: a fiduciary duties perspective*, in *Global jurist*, v. 9, n. 4, 2009, art. 4.

também sob a perspectiva de verdadeiros “veículos de investimento”. Os objetivos da regulação e do direito societário, que são a proteção dos direitos dos investidores/acionistas e da companhia e o equilíbrio do mercado não se alteram, devendo apenas abranger também diferentes objetos, por vezes além dos limites da esfera societária²⁹⁴.

Diferente é a situação das instituições financeiras depositárias das ações. O depósito e a escrituração das ações negociadas em bolsa, por instituições aptas e autorizadas pela lei, são parte fundamental do sistema que viabiliza o mercado acionário.

Por razões próprias de sua evolução histórica, o direito norte-americano permite e regula o exercício do direito de voto por parte de agentes depositários de ações, circunscrito a diversas, complexas e nem sempre efetivas regras de responsabilidade e transparência²⁹⁵. No Brasil, as instituições depositárias de ações adquirem a propriedade fiduciária sobre elas (art. 41, *caput*) e representam os acionistas perante a companhia, por determinação expressa dos arts. 43, *caput*, e 250, § 2º, para o recebimento de dividendos e ações bonificadas, e para o exercício do direito de preferência para subscrição de ações (e, por analogia, para o recebimento de pagamento de haveres em caso de recesso, para o

²⁹⁴ Cf. CURZAN, Myron P., PELESH, Mark L., *Revitalizing corporate democracy: control of investment managers' voting on social responsibility proxy issues*, in *Harvard law review*, v. 93, pp. 670 e ss..

²⁹⁵ A respeito do registro de ações *in the street name*, ver FAIRFAX, Lisa M., *Shareholder democracy: a primer on shareholder activism and participation*, Carolina Academic Press, Durham, 2011, pp. 23 a 25. Abaixo, apenas para ilustração da complexidade do sistema por qual é conduzido o exercício do direito de voto nos Estados Unidos, fluxograma montado pela *Securities and Exchange Commission* para discussões das regras regulatórias relacionadas (disponível em www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf).

Diagram 1: The Flow of Proxy Materials

recebimento do valor de venda em caso de aceitação de oferta pública de aquisição, entre outros).

A instituição financeira depositária não pode dispor das ações sob sua custódia (art. 41, § 1º) e não dispõe de poderes para o exercício do direito de voto das ações custodiadas, embora a lei não proíba que o acionista assim a autorize, mediante a outorga de poderes expressos de mandato.

O pouco lembrado art. 25 da Lei n.º 6.385/76, a propósito, complementando a própria Lei das Sociedades por Ações, estabelece que “[s]alvo mandato expresso com prazo não superior a um ano, o administrador de carteira e o depositário de valores mobiliários não podem exercer o direito de voto que couber às ações sob sua administração ou custódia”.

Por fim, a falta de legislação específica, e outro óbices legais, como a própria impossibilidade de outorga de procuração com fins societários por períodos superiores a um ano, fazem com que estruturas como o *trustee* anglo-saxão não funcionem ou não atinjam os mesmos objetivos no ordenamento brasileiro.

*

CAPÍTULO IV. – PEDIDOS PÚBLICOS DE PROCURAÇÃO: DIREITO COMPARADO

Parte A: Estados Unidos

1. Introdução

“The growth of corporations, the dispersion of shareholders, the manifest impossibility for the vast majority of shareholders to attend meetings, have made the right to vote, in reality, a right to delegate the voting power to someone else – and the proxy is almost invariably a dummy chosen either by the management, by the ‘control’, or by a committee seeking to assume control. The proxy machinery has thus become one of the principal instruments not by which a stockholder exercises power over the management of the enterprise, but by which his power is separated from him.”²⁹⁶

A construção histórica do sistema legislativo e regulatório dos pedidos públicos de procuração, no mundo, está quase que inteiramente ligada com o desenvolvimento industrial e do mercado de capitais norte-americano. A forma como o mercado de capitais dos Estados Unidos se desenvolveu, na esteira das especificidades do desenvolvimento industrial e econômico desse país, fez com que os *proxy fights* fizessem parte inerente do seu ambiente societário norte-americano.

Entender a estrutura da regulação dos pedidos públicos de procuração nos Estados Unidos é pré-requisito para a compreensão desse instituto, de sua função e da própria necessidade de sua regulação²⁹⁷.

²⁹⁶ BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C., *The modern corporation and private property*, Transaction Publishers, New Brunswick, 1991, p. 129.

²⁹⁷ Por aspectos diversos, desde as explicações gerais até as discussões mais atuais e específicas, em relação tanto às disciplinas estaduais aplicáveis ao exercício do direito de voto quanto às reflexões a respeito da estrutura legal federal que regula os pedidos públicos de procuração e a divulgação de informações

associadas ao exercício do direito de voto, ver, para uma visão ampla do direito norte-americano a respeito da matéria, e como fundamento para as discussões a serem desenvolvidas a partir deste item, os seguintes estudos e trabalhos: BAINBRIDGE, Stephen M., *The scope of the sec's authority over shareholder voting rights*, 2007, disponível em www.ssrn.com; BEBCHUK, Lucian A., *Designing a shareholder access rule*, in *Corporate governance advisor*, v. 12, 2004, pp. 28 e ss.; BEBCHUK, Lucian A., *Symposium on corporate elections*, 2003, disponível em www.ssrn.com; BEBCHUK, Lucian A., *The business roundtable's untenable case against shareholder access. shareholder access to the corporate ballot*, in *Case western reserve law review*, v. 55, n. 3, 2005, pp. 557 e ss.; BEBCHUK, Lucian A., *The case for shareholder access to the ballot*, in *The business lawyer*, v. 59, 2003, pp. 43 e ss.; BEBCHUK, Lucian, HIRST, Scott, *Private ordering and the proxy access debate*, in *Business lawyer*, v. 65, n. 2, 2010, pp. 329 e ss.; BEBCHUK, Lucian A., KAHAN, Marcel, *A framework for analyzing legal policy towards proxy contests*, in *California law review*, v. 78, 1990, pp. 1071 e ss.; BROWN JR, J. Robert, *Majority voting, delaware statutory reform, and shareholder access to the proxy statement: a comment to the securities and exchange commission*, 2009, disponível em www.ssrn.com; CANE, Marilyn B., SILVA, Stacey L., *Shareholder democracy and the sec's proxy rules: in the boardroom*, in *Fordham journal of corporate and financial law*, v. 15, 2009, 241 e ss.; CHOPER, Jesse H., EISENBERG, Melvin A., *Corporations*, Thomson, Chicago, 2005; COFFEE JR., John C., SELIGMAN, Joel, SALE, Hillary A., *Securities regulation: cases and materials*, ed. 10, 2008 supplement, Foundation Press, Nova Iorque, 2008; COFFEE JR., John C., SELIGMAN, Joel, SALE, Hillary A., *Securities regulation: cases and materials*, ed. 10, Foundation Press, Nova Iorque, 2007; COX, James D., HAZEN, Thomas Lee, *Corporations*, ed. 2, Aspen Publishers, Nova Iorque, 2003; FAIRFAX, Lisa M., *Delaware's new proxy access: much ado about nothing?*, in *Transactions: the tennessee journal of business law*, v. 11, 2009, pp. 87 e ss.; FALCONE, Vincent, *Majority voting in director elections: a simple, direct, and swift solution?*, in *Columbia business law review*, v. 2007, 2007, p. 844 e ss.; GADINIS, STAVROS, *Is investor protection the sec's top priority? evidence from enforcement against broker-dealers*, disponível em <http://law.bepress.com>; GRUNDFEST, Joseph A., *The sec's proposed proxy access rules: politics, economics, and the law*, in *Business lawyer*, v. 65, 2010, pp. 361 e ss.; HOPT, Klaus J., KANDA, Hideki, ROE, Mark J., WYMEERSCH, Eddy, PRIGGE, S. (coord.), *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Clarendon Press, Oxford, 1998; KARMEL, Roberta S., *Voting power without responsibility or risk - how should proxy reform address the decoupling of economic and voting rights?*, in *Villanova law review*, v. 55, 2010, pp. 93 e ss.; LILIENTHAL, Jesse W., *Corporate voting and public policy*, in *Harvard law review*, v. 10, 1897, pp. 428 e ss.; LOSS, Louis, SELIGMAN, Joel, PAREDES, Troy, *Fundamentals of securities regulation*, ed. 5, 2008 supplement, Wolter Kluwer, Nova Iorque, 2008; MITCHELL, Dalia Tsuk, *Shareholders as proxies: the contours of shareholder democracy*, in *Washington and lee law review*, v. 63, 2006, pp. 1503 e ss.; MOREL, Lucas E., *The separation of ownership and control in modern corporations: shareholder democracy or shareholder republic?*, in *Washington and lee law review*, v. 63, 2006, pp. 1593 e ss.; MORRIS, Michelle D., *How to avoid a collision between the delaware annual meeting requirement and the federal proxy rules*, in *Delaware law review*, v. 10, 2008, pp. 213 e ss.; MOURNING, Joshua R., *The majority-voting movement: curtailing shareholder disenfranchisement in corporate director elections*, in *Washington university law review*, v. 85, 2007, pp. 1143 e ss.; NOACK, Ulrich, *The shareholder rights directive (die aktionärsrechte-richtlinie)*, 2008, disponível em www.ssrn.com; PALMITER, Alan R., *Securities regulation*, ed. 4, Aspen Publishers, Nova Iorque, 2008; RENNEBOOG, Luc, SZILAGYI, Peter G., *Shareholder activism through the proxy process*, 2009, disponível em www.ssrn.com; ROE, Mark J., *Regulatory competition in making corporate law in the united states and its limits*, in *Oxford review of economic policy*, v. 21, issue 2, 2005, pp. 232 e ss.; ROE, Mark J., *The corporate shareholder's vote and its political economy*, in *delaware and in washington*, 2011, disponível em www.ssrn.com; ROE, Mark J., *Washington and delaware as corporate lawmakers*, in *Delaware journal of corporate law*, v. 34, 2009, pp. 1 e ss.; SAUNDERS, Robert S., *Why majority voting in director elections is a bad idea*, in *Virginia law & business review*, v. 1, 2006, pp. 107 e ss.; SMITH, Blake, *Proxy access and the internet age: using electronic shareholder forums to improve corporate governance*, in *Columbia business law review*, v. 2008, 2008, pp. 1111 e ss.; VERRET, J. W., *Pandora's ballot box, or a proxy with moxie? majority voting, corporate ballot access, and the legend of martin lipton re-examined*, in *Business lawyer*, v. 62, 2007, pp. 1007 e ss.. Ver, ainda, os seguintes relatórios: *Model business corporation act: amendments to shareholder voting provisions authorizing remote participation in shareholder meetings and bifurcated record dates* (The Committee on Corporate Laws, Aba section of business law), in *Business lawyer*, v. 65, 2010, pp. 1119 e ss.; *Sec approves elimination of broker discretionary voting in uncontested director elections submitted* (Practising Law Institute Compensation Committees 2010: Performing in the Spotlight), in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, 2010, v. 1822, pp. 109 e ss. (submetido por Rachel L. Posner); *Senate passes corporate governance and securities reform: includes majority voting for directors, say on pay, clawbacks, compensation committee and adviser independence, and limiting broker non-votes*, Max J. Schwartz, 17 e 18 de Junho, 2010 (*executive compensation: strategy*,

Os pedidos públicos de procuração, como é usual no desenvolvimento do mercado de capitais norte-americano, surgiram antes de existirem leis que os regulassem. Mais uma vez, é a dispersão acionária característica das companhias abertas dos Estados Unidos, aliada com o pujante mercado de capitais e com a cultura de poupança privada em investimento produtivo, que propicia a existência de um ambiente que estimula e exige o uso do mecanismo de pedido público de procurações.

Em 1929, ano em que ocorreu a quebra da bolsa norte-americana, fato que deflagrou as reformas da legislação do mercado de capitais daquele país, incluindo-se a criação da *Securities and Exchange Commission* e da elaboração do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934, já existiam nos Estados Unidos companhias com mais de 50, 60 ou 200 mil acionistas.

design, and implementation american law institute - american bar association continuing legal education); *Director elections, proxy statements and say-on-pay: sec approves nyse rule eliminating broker discretionary voting in director elections and proposes rules expanding compensation and corporate governance disclosure and establishing shareholder say-on-pay requirements for tarp recipients* (Practising Law Institute Ninth Annual Institute on Securities Regulation in Europe: A Contrast in Eu & U.S.), in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, 2010, v. 1783, pp. 963 e ss. (submetido por Richard C. Morrissey/Sullivan & Cromwell LLP); *Voting integrity: practices for investors and the proxy industry* (Practising Law Institute Sixth Annual Directors' Institute on Corporate Governance; The Millstein Center for Corporate Governance and Performance: Policy Briefing no. 2), in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, 2008, v. 1694, pp. 519 e ss. (submetido por Kayla J. Gillan/RiskMetrics Group, Inc.); *Understanding how stockholder voting (doesn't) work* (Practising Law Institute Pre-conference Briefing to the 39th Annual Institute on Securities Regulation: Shareholder Activism: Finding the Balance), in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, 2007, v. 1636, pp. 575 e ss. (submetido por Simon M. Lorne/Millennium Management LLC.); *Majority voting* (Practising Law Institute: What All Business Lawyers & Litigators Must Know About Delaware Law Developments 2007), in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, 2007, v. 1599, pp. 311 e ss. (submetido por Theodore N. Mirvis/Wachtell, Lipton, Rosen & Katz); *Report on the roles of boards of directors and shareholders of publicly owned corporations and changes to the model business corporation act: adoption of shareholder proxy access amendments to chapters 2 and 10 the committee on corporate laws* (Aba section of Business Law), in *Business lawyer*, v. 65, 2010, pp. 1105 e ss.; *Riskmetrics issues policy updates for 2010 proxy season* (Practising Law Institute Compensation Committees 2010: Performing in the Spotlight), in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, v. 1822, 2010, pp. 81 e ss. (submetido por Mark A. Borges); *Sec adopts disclosure enhancements in time for 2010 proxy season* (Practising Law Institute Compensation Committees 2010: Performing in the Spotlight), in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, v. 1822, 2010, pp. 143 e ss. (submetido por Mark A. Borges); *Shareholder proxy access* (Practising Law Institute Seventh Annual Institute on Securities Regulation in Europe: A Contrast in EU & US Provisions), in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, v. 1643, 2008, pp. 629 e ss. (submetido por Richard Morrissey/Sullivan & Cromwell LLP.); *Voting rights in major corporations: a staff study* (prepared by the Subcommittee on Reports, Accounting and Management of the Committee on Governmental Affairs, United States Senate), US Government Print. Off., 1978, disponível em <http://www.lib.umich.edu>; *Shareholder rights and proxy access: hearing before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States. Congress. Senate*. 2010.

Nessa época, pelo menos 71 companhias contavam com mais de 20.000 acionistas; 32, com 50.000 acionistas ou mais; 10 com 100.000 acionistas ou mais; e 3 com pelo menos 200.000 acionistas²⁹⁸.

A Atchison, Topeka & Santa Fe Ry. Co., companhia de operação de ferrovia, por exemplo, contava com 59.042 acionistas, sendo que o maior deles detinha 0,76% do capital social total. A Consolidated Gas Co., of N.Y., contava com 93.515 acionistas, sendo que o maior deles detinha 2,11% do capital social. A General Electric Co. contava com 60.374 acionistas, sendo que o maior deles detinha 1,50% do capital social²⁹⁹.

Diante desse cenário de disputa aberta pela ocupação dos órgãos de administração das companhias, a disciplina legal aplicável à matéria foi desenvolvida a partir do reconhecimento pelo Estado de que os pedidos públicos de procuração eram uma realidade e uma necessidade do mercado, de que tinham capacidade relevante de interferência na condução das companhias e de que representavam, se não regulados, um risco para os direitos dos acionistas. A respectiva regulação foi desenhada, assim, com o objetivo primordial de assegurar aos acionistas transparência e qualidade das informações relacionadas aos pedidos públicos de procuração³⁰⁰. Secundariamente, por uma necessidade de estímulo ao ativismo e para o equilíbrio de forças e oportunidades de uso dos pedidos públicos de procuração, a regulação procurou também facilitar e reduzir os custos para que, além dos administradores, acionistas interessados, e, com o tempo, acionistas com participação societária relativamente menor também fizessem uso desse mecanismo.

A despeito de desconfianças fundamentadas a respeito da eficácia dos pedidos públicos de procuração para os objetivos que lhe são desenhados pela regulação do mercado de capitais, dados recentes do mercado norte-americano demonstram que o mecanismo continua relevante no ambiente societário e que sua utilização, na realidade, vem crescendo na última década.

²⁹⁸ BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C., *The modern corporation and private property*, Transaction Publishers, New Brunswick, 1991, p. 49.

²⁹⁹ *Idem*, p. 48.

³⁰⁰ “The proxy rules depend on two principal assumptions: that shareholders demand more information about corporate matters than managers provide voluntarily and desire to be more involved in setting corporate policy than state law allows”. (Cf. EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel R., *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, Cambridge, 1996, p. 82).

Entre 2001 e 2005, foram registradas, em média, 61 disputas por meio de pedidos públicos de procuração. Em 2006, foram 100 disputas e em 2009, 133. Isso contando apenas disputas por vagas nos órgãos de administração, e não a representação de acionistas, via *proxy*, em eleições em que não há disputas entre mais do que um candidato ou chapa.

No mesmo período de 2001 a 2005, os acionistas que patrocinaram disputas pela eleição de membros para o órgão de administração conseguiram preencher pelo menos um cargo em 45% dos casos. Em 2006, essa taxa foi de 57%; em 2007, de 50%; em 2008, de 71%; e em 2009, de 60%³⁰¹.

Entre críticas e elogios aos fundamentos da regulação dos pedidos públicos de procuração, e entre sugestões de aperfeiçoamento e melhorias efetivamente implementadas ao longo de mais de 8 décadas³⁰², o fato é que a experiência norte-americana com a utilização da *proxy machinery* e seus esforços de criação da respectiva disciplina jurídica são um modelo de aprendizado inesgotável para qualquer ordenamento que pretenda ou necessite por qualquer razão construir ou melhorar as regras legais aplicáveis aos pedidos públicos de procuração em sua jurisdição.

2. A divisão da competência regulatória entre o governo federal e os estados

A rígida divisão de competência legislativa entre os estados e a União, também decorrente da peculiar história da formação do país, afeta de maneira fundamental o tema deste estudo.

Enquanto que as regras relacionadas ao direito de voto e seu exercício, inclusive procedimentos para as assembleias, matérias em que os acionistas podem opinar, quoruns, voto múltiplo, entre outras, são de competência de cada estado, e seguidas pelas

³⁰¹ FAIRFAX, Lisa M., *Shareholder democracy: a primer on shareholder activism and participation*, Carolina Academic Press, Durham, 2011, p. 102.

³⁰² Cf. EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel R., *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, Cambridge, 1996, p. 81.

companhias ali constituídas, a disciplina legal a respeito dos pedidos públicos de procuração é de competência federal³⁰³.

Como, em regra, os pedidos públicos de procuração atingem acionistas residentes em mais de um estado da Federação e utilizam meios públicos interestaduais para sua divulgação, seguindo-se a divisão de competências norte-americana, cabe ao Governo Federal expedir as normas que os regulem.

Sendo a *Securities and Exchange Commission* ente ligado ao Governo Federal e também com competência, nas matérias submetidas à sua responsabilidade, sobre o funcionamento do mercado de capitais nacional (não abrangendo, portanto, operações circunscritas, em todos os seus aspectos, a uma única jurisdição estadual), cabe a ela preencher, especificar e interpretar as normas aplicáveis aos pedidos públicos de procuração.

As regras para a outorga de poderes e celebração de um instrumento de mandato, para fins de representação do acionista em assembleia, também são de competência das jurisdições estaduais. Os meios e procedimentos utilizados para a solicitação pública das procurações e o conteúdo dos documentos relacionados é que são disciplinados pelo Governo Federal.

O Governo Federal norte-americano, aliás, pouco intervinha em matéria de direito societário até o *crash* da bolsa de 1929 e a construção, no ano seguinte, de todo o arcabouço da regulação do mercado de capitais dos Estados Unidos. Desde a crise de 29, a cada novo ciclo de quebra de confiança da sociedade civil na estrutura do mercado de capitais e financeiro, o Governo Federal norte-americano propôs nova e mais profunda incursão na disciplina do direito societário. Foi assim também com os escândalos provocados pelas irregularidades contábeis no caso Enron e no caso WorldCom, em 2002, após os quais foi editado o *Sarbanes-Oxley Act*; e após a crise de 2008, que resultou na criação do *Emergency Economic Stabilization Act*, complementado em 2009 pelo

³⁰³ Cf., a respeito da divisão regulatória em material de voto, CLARK, Robert Charles, *Corporate law*, Aspen Law & Business, Nova Iorque, 1986, pp. 357 e ss.. De modo específico em relação às disputas regulatórias entre estados, ou entre os estados e o governo federal, ver CARY, de William L., *Federalism and corporate law: reflections upon delaware*, in *The Yale Law Journal*, v. 83, n. 4, março de 1974, pp. 663 e ss. e ROE, Mark J., *Washington and delaware as corporate lawmakers*, in *Delaware journal of corporate law*, v. 34, 2009, pp. 1 e ss..

American Recovery and Reinvestment Act, e do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, em 2010.

3. *The Delaware General Corporation Law*

Embora nos Estados Unidos a regulação dos pedidos públicos de procuração seja de competência exclusiva da legislação federal, as regras a respeito dos procedimentos para exercício do direito de voto, próprias das legislações estaduais, obviamente influenciam os mecanismos de votação como um todo e são, no manuseio concreto do direito, sempre aplicadas em conjunto com aquelas.

Entre os estados norte-americanos, o de Delaware é, nos dias atuais, amplamente o mais procurado pelas companhias para a instalação de sua sede social, por conta principalmente de sua legislação societária extremamente bem elaborada e de suas cortes especializadas e com precedentes estáveis em matéria societária³⁰⁴. Esse papel, dentro da disputada concorrência regulatória entre os estados norte-americanos, era de Nova Jersey até as primeiras décadas do século passado³⁰⁵. Atualmente, no entanto, mais do que 50% das companhias abertas norte-americanas foram constituídas em Delaware³⁰⁶.

Com relação aos pedidos públicos de procuração e ao voto por procuração de maneira geral, a *Delaware General Corporation Law* reconhece unipresentemente, nas disposições referentes ao exercício do direito de voto, a possibilidade de que o agente do exercício do voto seja o detentor da procuração. Desde a §211, a primeira do subcapítulo que disciplina as assembleias, as eleições, os votos e as comunicações relacionadas, praticamente todas as disposições que mencionam o *stockholder* mencionam também o *proxyholder*.

³⁰⁴ De acordo com a página eletrônica oficial do Estado de Delaware, “*Businesses choose Delaware because we provide a complete package of incorporation services including modern and flexible corporate laws, our highly-respected Court of Chancery, a business-friendly State Government, and the customer service oriented Staff of the Delaware Division of Corporations*” e “[t]he Delaware Court of Chancery is widely recognized as the nation’s preeminent forum for the determination of disputes involving the internal affairs of the thousands upon thousands of Delaware corporations and other business entities through which a vast amount of the world’s commercial affairs is conducted. Its unique competence in and exposure to issues of business law are unmatched” (www.delaware.gov).

³⁰⁵ Cf. PRESSER, Stephen B., *An introduction to the law of business organizations: cases, notes and questions*, Thomson West, St. Paul, 2008, p. 106 e ss..

³⁰⁶ Cf. em www.delaware.gov.

Com relação às disposições que afetam diretamente a utilização das *proxies*, o item (b) da § 212, por exemplo, determina que uma procuração é válida para os fins de representação do acionista em assembleia até o limite de 3 anos, contados da data em que foi outorgada, a menos que prazo maior seja expressamente previsto na procuração. Os itens (c) e (d) da mesma *section* estabelecem as formas aceitas para a outorga de poderes, que deve ser escrita e utilizar qualquer meio que possa ser provado como tendo sido emitido ou autorizado pelo outorgante, entre eles um instrumento assinado ou fax, *email*, telegrama e outros equivalentes. O item (e), por sua vez, autoriza a outorga de procuração irrevogável, o que deve constar expressamente do instrumento de outorga de poderes, exclusivamente nos casos em que o outorgado for titular de direito relacionado às ações de titularidade do outorgante que justifique a irrevogabilidade da procuração ou à companhia emissora dessas ações.

Já a § 231 disciplina a indicação de um inspetor, que após juramento por escrito de que atuará em boa-fé na fiscalização das deliberações a serem tomadas, poderá examinar os votos emitidos, as procurações e outros documentos de representação e instrução de voto apresentados na assembleia, bem como, dentro de certos limites, obter e analisar outras informações e documentos da companhia, sempre com o objetivo de assegurar a regularidades dos procedimentos e a validade do resultado das votações. O referido inspetor, ao final do trabalho realizado, deverá elaborar um relatório a respeito e apresentá-lo à companhia, para que fique à disposição também dos acionistas.

4. *The Business Model Corporation Act*

O *Business Model Corporation Act* foi uma espécie de lei societária modelo criada em 1940 pelo *Committee on Corporate Laws of the Business Law Section* da *American Bar Association*.

Esse modelo, discutido e aperfeiçoado continuamente desde sua criação, é atualmente adotado, integralmente ou parcialmente, por pelo menos 30 dos estados norte-americanos³⁰⁷.

³⁰⁷ FAIRFAX, Lisa M., *Shareholder democracy: a primer on shareholder activism and participation*, Carolina Academic Press, Durham, 2011, p. 8.

Os principais dispositivos do *Business Model Corporation Act* no que concerne às *proxies* são os itens (a), (c) e (d) da § 7.22.

O item (a) determina que “[a] *shareholder may vote the shareholder’s shares in person or by proxy*”. O item (c) da mesma § 7.22 estabelece que a *proxy* é válida por 11 meses, a contar da data em que foi expedida, a menos que haja expressa determinação de prazo maior no próprio instrumento. Em termos semelhantes ao disposto na *Delaware General Corporation Law*, o item (d) estabelece que a procuração é revogável “*unless the appointment form or electronic transmission states that it is irrevocable and the appointment is coupled with an interest*” e fornece, em seguida, exemplos de situações em que se pode considerar a existência de *coupled interests* para os fins do dispositivo: “(1) *a pledgee*; (2) *a person who purchased or agreed to purchase the shares*; (3) *a creditor of the corporation who extended it credit under terms requiring the appointment*; (4) *an employee of the corporation whose employment contract requires the appointment*; or (5) *a party to a voting agreement created under section 7.31*”.

5. *The 1934 Securities Exchange Act, Section 14*

*“Managements of properties owned by the investing public should not be permitted to perpetuate themselves by the misuse of corporate proxies. Insiders having little or no substantial interest in the properties they manage have often retained their control without an adequate disclosure of their interest and without an adequate explanation of the management policies they intend to pursue. Insiders have at times solicited proxies without fairly informing the stockholders of the purposes for which the proxies are to be used and have used such proxies to take from the stockholders for their own selfish advantage valuable property rights.”*³⁰⁸

³⁰⁸ Exposição justificativa do Congresso Norte-Americano para a inclusão da disciplina sobre pedidos públicos de procuração no *Securities Exchange Act* de 1934 (House of Representatives Report n.º 1383, 73d Cong., 2d Sessions 13-14, de 1934).

O dispositivo nuclear da regulação norte-americana sobre pedidos públicos de procuração é a § 14 do *Securities Exchange Act* de 1934. É a partir dela que a *Securities and Exchange Commission* construiu toda a *Regulation 14A*, composta de mais de 20 *Rules* que disciplinam detalhadamente todos os aspectos potencialmente envolvidos em um pedido público de procuração³⁰⁹.

A importância das *proxies* e dos pedidos públicos de procuração é tão grande para o mercado norte-americano, e sua utilização tão presente, que a § 14(c) do *Securities Exchange Act* de 1934 disciplina a disponibilização de informações aos acionistas, por ocasião da realização das assembleias gerais, por exclusão em relação às situações em que um pedido público de procuração é realizado pela administração e, portanto, a disponibilização das informações devem seguir as regras da § 14(a)³¹⁰.

Veja-se o texto da § 14(c):

“(c) Information to holders of record prior to annual or other meeting - Unless proxies, consents, or authorizations in respect of a security registered pursuant to section 12 of this title, or a security issued by an investment company registered under the Investment Company Act of 1940, are solicited by or on behalf of the management of the issuer from the holders of record of such security in accordance with the rules and regulations prescribed under subsection (a) of this section, prior to any annual or other meeting of the holders of such security, such issuer shall, in accordance with rules and regulations prescribed by the Commission, file with the Commission and transmit to all holders of record of such security information substantially equivalent to the information which would be required to be transmitted if a solicitation were made, but no information shall be required to be filed or transmitted pursuant to this subsection before July 1, 1964.”

³⁰⁹ Sobre a estrutura básica do *Securities Exchange Act* de 1934, cf. CLARK, Robert Charles, *Corporate law*, Aspen Law & Business, Nova Iorque, 1986, pp. 719 e ss.; COFFEE JR., John C., SELIGMAN, Joel, SALE, Hillary A., *Securities regulation: cases and materials*, ed. 10, Foundation Press, Nova Iorque, 2007, pp. 52, 254 e 575 e ss.; COX, James D., HAZEN, Thomas Lee, *Corporations*, ed. 2, Aspen Publishers, Nova Iorque, 2003 pp. 737 e ss.; PALMITER, Alan R., *Securities regulation*, ed. 4, Aspen Publishers, Nova Iorque, 2008, pp. 307 e ss..

³¹⁰ Para a história dos esforços de regulação da matéria pela *Securities and Exchange Commission*, desde 1934, ver FISCH, Jill E., *From legitimacy to logic: reconstructing proxy regulation*, in *Vand. law review*, v. 46, 1993, pp. 1129 e ss..

A § 14(a), por sua vez, dispõe o seguinte:

“(a) Solicitation of proxies in violation of rules and regulations - (1) It shall be unlawful for any person, by the use of the mails or by any means or instrumentality of interstate commerce or of any facility of a national securities exchange or otherwise, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors, to solicit or to permit the use of his name to solicit any proxy or consent or authorization in respect of any security (other than an exempted security) registered pursuant to section 12 of this title. (2) The rules and regulations prescribed by the Commission under paragraph (1) may include: (A) a requirement that a solicitation of proxy, consent, or authorization by (or on behalf of) an issuer include a nominee submitted by a shareholder to serve on the board of directors of the issuer; and (B) a requirement that an issuer follow a certain procedure in relation to a solicitation described in subparagraph (A).”

Esse dispositivo, portanto, assegura à *Securities and Exchange Commission* a competência para regular os pedidos públicos de procuração e estabelece como ilegal qualquer solicitação de *proxies* em conexão com valores mobiliários (títulos registrados para negociação pública, de acordo com as regras e exceções da § 12) e de abrangência nacional ou interestadual que viole as normas expedidas por aquela entidade reguladora.

Com o uso da competência delegada pelo *Securities Exchange Act* de 1934, a *Securities and Exchange Commission* editou, e continua a editar, uma série de *Rules* (o equivalente às instruções da Comissão de Valores Mobiliários) sobre o tema, as quais, em conjunto, são conhecidas como *Regulation 14A*.

Em termos gerais, e de acordo com a *Rule 14a-3*, por exemplo, a regulação exige que todo e qualquer pedido de procuração dirigido publica e indistintamente a titulares de valores mobiliários seja acompanhado de informações mínimas e padronizadas na forma de um *proxy statement*, dirigido aos destinatários do pedido e apresentado previamente para o órgão regulador. O *Schedule 14A* traz as informações que devem constar do *proxy statement*, e a *Rule 14a-5* disciplina os parâmetros para a linguagem a ser utilizada e para a apresentação visual das informações.

Sempre que o pedido público de procuração for realizado pela administração, o *proxy material* deve incluir, necessariamente, informações sobre os membros da administração, sobre as regras de remuneração dos administradores e sobre conflitos de interesses existentes que envolvam os administradores, além de informações padronizadas sobre a companhia e sobre as matérias específicas a serem deliberadas. Caso entre as deliberações esteja incluída a eleição de administradores, deverão ser fornecidas informações sobre os candidatos indicados e deverá ser fornecido aos acionistas o *annual report to shareholders* (*Schedule A* e *Rule 14a-3(b)*).

A *Rule 14a-1(l)*, por sua vez, define o que é “*solicitation*” (ou o pedido público), para os fins da regulação, e a *Rule 14a-4* determina o conteúdo do *proxy form* (a procuração ou instrução de voto).

Os procedimentos de certos registros exigidos e apresentações de documentos para a *Securities and Exchange Commission* são previstos principalmente na *Rule 14a-6*.

A *Rule 14a-7* prevê a obrigação da administração, quando esta estiver promovendo um pedido público de procuração para uma assembleia geral ordinária ou extraordinária, de estender a mesma possibilidade a acionistas que também queiram pedir procurações publicamente com relação à mesma ordem do dia. Para tanto, a administração deverá fornecer para o acionista os mesmos materiais que utilizará em seu próprio pedido público de procuração.

Caso, diferentemente, algum acionista deseje incluir uma nova proposta para ser deliberada pela assembleia, para qual a administração não fez pedido público de procuração, e portanto não preparou um *proxy statement*, então aplica-se a disciplina da *Rule 14a-8*.

A utilização fraudulenta dos pedidos públicos de procuração e a manipulação das informações divulgadas junto com o *proxy material* são objeto da *Rule 14a-9*.

A *Rule 14a-12* delimita os parâmetros para que comunicações realizadas entre a companhia e acionistas, ou entre os acionistas, verbais ou por escrito, a respeito de

matérias normalmente deliberadas em assembleia ou a serem deliberadas em um assembleia específica, não sejam configuradas como pedidos públicos de procuração e, portanto, sejam permitidas mesmo sem que seu conteúdo seja registrado perante a *Securities and Exchange Commission* ou antes do registro do *proxy material* perante o órgão regulador.

6. *The 1940 Investment Advisers Act*

O *Investment Advisers Act* de 1940 disciplina os deveres e responsabilidades, especialmente relacionados com transparência, de todos os indivíduos ou entidades que atuem em atividades que envolvam qualquer espécie de aconselhamento profissional a respeito de decisões de investimento em valores mobiliários³¹¹.

No Brasil, as figuras mais próximas do conceito de *investment adviser* são os gestores de investimento e as corretoras, embora a definição não dependa especificamente da atividade, mas da conduta de emitir opinião, inclusive por meio de produção de informação, quando não se tratar de revista ou publicação especializada de circulação

³¹¹ A respeito do *Investment Advisers Act* de 1940, cf. COFFEE JR., John C., SELIGMAN, Joel, SALE, Hillary A., *Securities regulation: cases and materials*, ed. 10, Foundation Press, Nova Iorque, 2007, p. 55; PALMITER, Alan R., *Securities regulation*, ed. 4, Aspen Publishers, Nova Iorque, 2008, p. 24. Ver também, para a construção completa do conceito de *investment adviser*, deveres, necessidade de registro, limites, situações de conflito de interesse, dever de *best allocation*, custódia e *compliance*, os seguintes precedentes e documentos regulatórios: *Certain Broker-Dealers Deemed Not To Be Investment Advisers*, IAA Release No. 2,376 (Apr. 19, 2005); *Financial Planning Association v. SEC*, No. 04-1242 (D.C. Cir. 2007); *Abrahamson v. Fleschner*, 568 F.2d 862 (2d Cir. 1977); *Lowe v. SEC*, 472 U.S. 181 (1985); *SEC v. Park a/k/a Tokyo Joe*, 99 F. Supp.2d 889 (N.D. Ill. 2000); *Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers*, IAA Release No.2,333 (Dec. 10, 2004); *Goldstein v. SEC*, No. 04-1434 (D.C. Cir. 2006); *SEC v. Capital Gains Research Bureau*, 375 U.S. 180, 191 (1963); *Chancellor Capital Management, Inc.*, IAA Release No. 1,447 (Oct. 18, 1994); *Joan Conan*, IAA Release No. 1,446 (Sept. 30, 1994); *Ronald V. Speaker and Janus Capital Management Corp.*, IAA Release No. 1,605 (Jan. 13, 1997); *Smith Barney Fund Management LLC and Citigroup Global Markets, Inc.*, IAA; Release No. 2,390 (May 31, 2005); *Gardner Russo & Gardner*, SEC No-Action Letter (Jun. 7, 2006); *Jamison, Eaton & Wood, Inc.*, IAA Release No. 2,129 (May 15, 2003); *Fidelity Management & Research Company*, IAA Release No. 2,713 (Mar. 5, 2008); *McKenzie Walker Investment Management, Inc.*, IAA Release No. 1,571 (Jul. 16,1996)I; *F.W. Thompson Company, Ltd.*, IAA Release No. 1,895 (Sept. 7, 2000); *Dawson-Samberg Capital Management, Inc.*, IAA Release No. 1,889 (Aug. 3, 2000); *Commission Guidance Regarding Client Commission Practices Under Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934*, SEA Release No. 54,165 (Jul. 18, 2006); *Massachusetts Financial Services Co., John W. Ballen and Kevin R. Parke*, ICA Release No. 2,213 (Feb. 5, 2004); *Mayer Brown LLP*, SEC No-Action Letter (Jul. 15, 2008); *Proposed Rule*, IAA Release No. 2,711, 73 Fed. Reg.13,958 (Mar. 14, 2008); *Custody of Funds or Securities of Clients by Investment Advisers*, IAA Release No.2,176 (Sept. 25, 2003); *Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers*, IAA Release No. 2,204 (Dec. 17, 2003); *Lori Richards, Director, Office of Compliance Inspections and Examinations, SEC*, Speech by SEC Staff: *Frequently Asked Questions About SEC Examinations* (Jan. 17, 2008); *Prohibition of Fraud by Advisers to Certain Pooled Investment Vehicles*, IAA Release No. 2,628, 72 Fed. Reg. 44,756 (Jul. 11, 2007).

regular, em troca de qualquer tipo de remuneração, a respeito da decisão de comprar, vender ou se abster de comprar ou vender valor mobiliário³¹².

A § 206 do *Investment Advisers Act* define os parâmetros para a configuração de fraude por parte dos indivíduos ou entidades sujeitas a suas regras. O item (4) da § 206 proíbe os *investment advisers* de praticar qualquer ato ou se engajar em qualquer conduta ou atividade comercial que seja “*fraudulent, deceptive, or manipulative*” e confere autoridade para a *Securities and Exchange Commission* para definir esses conceitos e disciplinar e implementar meios para prevenir que os referidos ato, condutas ou práticas ocorram.

Com fundamento na § 206(4), a *Securities and Exchange Commission* editou a *Rule 206(4)-6*, que, sendo a mais importante para este estudo com relação aos *investment advisers*, disciplina o uso dos direitos de voto relacionados aos valores mobiliários de clientes.

A *Rule 206(4)-6* determina que o exercício do direito de voto relativo aos valores mobiliários de um cliente, por parte de um *investment adviser* sujeito aos registros previstos no *Investment Advisers Act* de 1940, será considerado um ato, conduta ou atividade comercial “*fraudulent, deceptive, or manipulative*”, para os fins da § 206(4), a menos que o *investment adviser* adote as seguintes medidas, cumulativamente³¹³:

- “(a) *Adopt and implement written policies and procedures that are reasonably designed to ensure that you vote client securities in the best interest of clients, which procedures must include how you address material conflicts that may arise between your interests and those of your clients;*
- (b) Disclose to clients how they may obtain information from you about how you voted with respect to their securities; and*
- (c) Describe to clients your proxy voting policies and procedures and, upon request, furnish a copy of the policies and procedures to the requesting client.”*

³¹² Sobre a definição de *investment adviser*, cf.: *Sections 202(a)(11) e 202(a)(26) do Investment Advisers Act de 1940; SEC IAA Release No. 2,376 (Apr. 19, 2005); Financial Planning Association v. SEC, No. 04-1242 (D.C. Cir. 2007); Abrahamson v. Fleschner, 568 F.2d 862 (2d Cir. 1977); Lowe v. SEC, 472 U.S. 181 (1985); e SEC v. Park a/k/a Tokyo Joe, 99 F. Supp.2d 889 (N.D. III. 2000).*

³¹³ Cf. *SEC v. Capital Gains Research Bureau, 375 U.S. 180, 191 (1963).*

7. *The 1940 Investment Company Act*

Investment companies, de acordo com a legislação norte-americana, são quaisquer entidades, empresariais ou não, cuja atividade comercial primária seja o investimento, reinvestimento ou negociação de valores mobiliários, que detenha ou se proponha a deter valores mobiliários em valor superior a pelo menos 40% de seus ativos³¹⁴.

A definição de *investment companies*, como é comum na regulação do mercado de capitais norte-americano, acaba funcionando como uma norma universalmente abrangente, que primeiro define sua competência do modo mais amplo possível e depois opera, na prática, com base em mais exceções do que em regras³¹⁵.

Assim, são exceções e, portanto, não são consideradas *investment companies*, as entidades que se enquadram na definição acima, mas que, por exemplo, sejam detidas por não mais do que 100 indivíduos e não realizem oferta pública de seus valores mobiliários; sejam *underwriters*; bancos; seguradoras; *trusts*; sejam entidades educacionais; sejam detidas exclusivamente por investidores qualificados e não pretendam realizar oferta pública de seus valores mobiliários, entre diversas outras hipóteses.

Os *hedge funds*, conceito que para os norte-americanos engloba a maioria dos organizações conhecidas no Brasil como fundos de investimento, inclusive os de *private equity*, consistem na exceção mais notória à definição de *investment company* (as *investment companies* são, em geral, conhecidas como *mutual funds*).

³¹⁴ A respeito da definição de *investment company*, cf. *Sections 3(a) e (b) do Investment Companies Act de 1940; Rules 3a-1, 3a-2 e 3a-3; Tonopah Mining Company of Nevada, 26 SEC 426 (Jul. 21, 1947); SEC v. National Presto Industries, Inc., No. 05-4612 (7th Cir. May 15, 2007); Holdrs, SEC No-Action Letter (Sept. 3, 1999).*

³¹⁵ Na doutrina, cf. COFFEE JR., John C., SELIGMAN, Joel, SALE, Hillary A., *Securities regulation: cases and materials*, ed. 10, Foundation Press, Nova Iorque, 2007, pp. 55, 39 e ss., 1256 e ss.; PALMITER, Alan R., *Securities regulation*, ed. 4, Aspen Publishers, Nova Iorque, 2008, pp. 4, 23 e 24. Sobre o conceito de *Investment Company*, ver também: *Tonopah Mining Company of Nevada, 26 SEC 426 (Jul. 21, 1947); SEC v. National Presto Industries, Inc., No. 05-4612 (7th Cir. May 15, 2007); HOLDRs, SEC No-Action Letter (Sept. 3, 1999); Andrew J. Donohue, Director, Division of Investment Management, SEC, Testimony Concerning Initial Public Offerings of Investment Managers of Hedge and Private Equity Funds Before the House Domestic Policy Subcommittee of the Oversight and Government Reform Committee (Jul. 11, 2007); SEC v. Howey, 328 U.S. 293 (1946); Status of Investment Advisory Programs under the Investment Company Act of 1940, ICA Release No. 22,579 (Mar. 24, 1997).*

Assim como não há definição legal específica na legislação norte-americana para os *hedge funds*, também não há exceção específica à definição de *investment company* aplicável a eles. Os fundos de investimento, tais como geralmente são compreendidos no Brasil, especialmente aqueles detidos por indivíduos ou gestoras de seus próprios patrimônios, normalmente não se enquadram na definição de *investment company* justamente por caírem em uma das muitas exceções previstas, tais como o número reduzido de quotistas e a composição do fundo exclusivamente por investidores qualificados, por exemplo.

Mesmo nos Estados Unidos, o mais comum é se utilizar as disposições do *Investment Company Act* de 1940 justamente para se evitar a obrigação de registro perante a *Securities and Exchange Commission* e a consequente sujeição a suas regras.

O *Investment Company Act* de 1940 acaba abrangendo, portanto, fundos de investimento e outras organizações equivalentes destinadas ao público em geral, ao varejo. Apesar de todas as exceções, a lei acaba por abranger um setor de proporções, valores e importância econômica imensos.

As consequências do enquadramento na definição de *investment company* são a obrigação de registro perante a *Securities and Exchange Commission* e a submissão a regras de divulgação de informação, transparência, *compliance*, entre outras características de qualquer entidade regulada.

Com relação à utilização de *proxies*, a *Rule 30b1-4* determina que *investment companies* divulguem suas políticas e procedimentos de exercício do direito de voto das ações em seu portfólio, inclusive com relação a *proxies* solicitadas pela administração das respectivas companhias emissoras, e divulguem anualmente, e apresentem para a *Securities and Exchange Commission*, relatório a respeito de como a *investment company* exerceu o direito de voto relativo às ações mantidas em portfólio nos últimos 12 meses³¹⁶.

8. As recentes reformas na *federal proxy regulation*: *shareholder access*

³¹⁶ A respeito das razões para a edição da *Rule 30b1-4*, em 2003, ver os *SEC Releases* n.º 33-8188, 34-47304, e IC-25922, disponíveis em <http://www.sec.gov/rules/final/33-8188.htm>.

Os pedidos públicos de procuração podem ser conduzidos por qualquer acionista, assim como pela própria administração da companhia. No mercado norte-americano, em que as companhias abertas apresentam, em regra, capital pulverizado e controle não definido, a grande maioria dos pedidos públicos de procuração é realizada por iniciativa da administração, para viabilizar as assembleias, atendendo a normas de quorum e legitimando as decisões em matérias propostas pela própria administração, inclusive a eleição de seus membros³¹⁷.

Como a realização de um pedido público de procuração exige esforços e custos significativos para a preparação dos materiais necessários, cumprimento dos requisitos regulatórios e coordenação dos acionistas, a lei nos Estados Unidos disciplina a possibilidade de acionistas incluírem novas propostas ou alternativas para votação no material do pedido público de procuração conduzido pela companhia/administração. Com isso, a lei pretende reduzir os esforços e custos dos acionistas de utilizarem os mecanismos de *proxy solicitation* (Rule 14a-8).

A inclusão de uma proposta de acionista no material do pedido público de procuração conduzido pela companhia, para que seja compatível com o interesse social e não gere mais ônus do que benefícios para a companhia, depende do atendimento de alguns parâmetros de conveniência e relevância.

O acionista que pretenda incluir proposta no *proxy material* da companhia deve ser titular, há pelo menos 1 ano, de ações representativas de pelo menos 1% do capital social da companhia ou que valham pelo menos US\$ 2.000,00. Cada acionista pode incluir apenas uma proposta e esta proposta, com sua justificativa e apresentação aos demais acionistas, não pode superar 500 palavras, entre outros requisitos formais.

Do ponto de vista substancial, a administração, justificadamente, poderá recusar a inclusão da proposta submetida pelo acionista em algumas hipóteses indicadas pela Rule 14a-8(i) e detalhada pelos precedentes judiciais, e documentos de orientação da *Securities and Exchange Commission*.

³¹⁷ Ver FAIRFAX, Lisa M., *Shareholder democracy: a primer on shareholder activism and participation*, Carolina Academic Press, Durham, 2011, pp. 20 e ss..

As principais causas para recusa são a não previsão da inclusão da referida matéria pela lei estadual a que está sujeita a companhia; a violação em geral de lei federal, estadual ou estrangeira; a violação de normas expedidas pela *Securities and Exchange Commission* ou por reguladores estaduais ou autorreguladores, especialmente no que diz respeito a uso irregular e manipulação de informações (fraude, § 14a-9); se a proposta atende apenas a um interesse individual do proponente ou é direcionada contra a companhia, acionista ou administrador individualmente; se a proposta não envolve valores equivalentes a pelo menos 5% do total de ativos da companhia no final do último exercício social ou a pelo menos 5% de seu resultado líquido ou resultado operacional bruto, ou ainda se não se tratar de matéria de outra forma comprovadamente relevante para a companhia; se a companhia não dispuser de autoridade para implementar a proposta, mesmo que ela venha a ser aprovada; se a proposta disser respeito a matéria meramente operacional, abrangida pela competência exclusiva da administração; se a proposta envolve indicação de membro para órgão de administração ou a mudança do processo de eleição; se a proposta já houver sido, por outros meios, substancialmente implementada pela administração; se a proposta replicar outra proposta já apresentada para a mesma assembleia; se a proposta replicar proposta já apresentada em outras assembleias e não aprovada (sua reapresentação deverá seguir alguns critérios de prazo, variável de acordo com os votos favoráveis recebidos na última submissão); e se a proposta se referir à distribuição de valores específicos de lucros pela companhia.

Entre os fundamentos para a recusa da inclusão da proposta no *proxy material* destaca-se a proibição de proposta que envolva a indicação de um membro para o órgão de administração da companhia.

Como a inclusão da indicação de um administrador dificilmente poderia ser recusada, ou mesmo avaliada, com base nos demais critérios de relevância, e como a eleição de um administrador é uma das matérias mais fundamentais para a vida da companhia, a *Rule 14a-8(i)(8)*, ao incluir essa proibição, pretendeu evitar, de um lado, que fossem gerados incentivos para que centenas de acionistas utilizassem o pedido público de procuração da companhia para indicar um candidato (o que, além de inviabilizar o pedido, por custos e extensão do material, acabaria com as possibilidades de coordenação entre os acionistas) e, de outro lado, que o *proxy material* fosse utilizado apenas por acionistas relativamente mais oportunistas, e com capacidade de coordenação relativamente maior, em desfavor do

equilíbrio entre todos os acionistas em uma matéria que, se aprovada, certamente daria mais vantagens ao acionista que logrou a eleição de seu candidato do que aos demais acionistas.

Dáí porque, historicamente, entendeu-se que a proposta de eleição de candidatos para o órgão de administração deveria ser feita em pedido público de procuração específico e independente; ou ser feita, alternativamente, na própria assembleia, presencialmente.

O problema da primeira alternativa são os custos em que o acionista deve incorrer para patrocinar individualmente um pedido público de procuração. A segunda alternativa, embora não envolva custos além do custo do mero comparecimento à assembleia, tem poucas chances de êxito, uma vez que o acionista proponente terá reduzidas condições para apresentar propriamente os seus argumentos e qualificações do candidato indicado, bem como alterar a grande maioria dos votos, já definidos previamente em *proxies*.

A inclusão por acionista de candidato próprio ao órgão de administração, no *proxy material* da companhia, é assunto que nunca deixou a pauta de regulação do mercado de capitais norte-americano, e ao longo do tempo ficou conhecido como “*the proxy access debate*”.

A *Securities and Exchange Commission* tentou a modificação da legislação por 7 décadas até, finalmente, em 2010, implementar um norma que viabilizasse o *proxy access*.

Com efeito, já em 1942 a *Securities and Exchange Commission* propôs uma regra que permitiria aos acionistas incluir no *proxy material*, no total, um número de candidatos igual a até o dobro de cargos disponíveis. A reforma não foi aprovada com fundamento nos argumentos de que seriam, ainda sim, propostos muitos candidatos, o que tornaria confuso o *proxy material*, e de que os acionistas tenderiam a não indicar candidatos qualificados³¹⁸.

Em 1982, o órgão regulador norte-americano tentou novamente, ao propor uma norma que permitisse às companhias excetuar a legislação federal e criar regras próprias relativas

³¹⁸ Cf. *Securities Act Release No. 2887, Securities Exchange Act Release No. 34-3347, 7 Fed. Reg. 10, 655, 10, 656 (Dec. 18, 1942); Secur[it]ies and Exchange Commission Proxy Rules: Hearings on H.R. 1493, H.R. 1821, and H.R. 2019 Before the House of Comm. on Interstate and Foreign Commerce, 78th Cong., 1st Sess., at 157 (1943) (testimony of Chairman Ganson Purcell).*

à possibilidade de seus acionistas, em determinadas condições, indicar um membro para o órgão de administração. A proposta também não conseguiu o apoio necessário, tendo as vozes contrárias argumentado principalmente que a nova norma geraria inconsistência e não uniformidade entre as companhias nos procedimentos relativos à eleição de administradores. Como saldo das discussões relacionadas a essa nova tentativa, foram implementadas, ao menos, regras que estimulavam as companhias a criar um *nomination committee* e que estimulavam esses comitês a receber e avaliar propostas de indicação dos acionistas³¹⁹.

Em consequência dos escândalos envolvendo a Enron e a WorldCom, a *Securities and Exchange Commission*, questionando a efetividade dos *nomination committees* em incrementar a participação e o controle dos acionistas sobre eleição e a conduta dos administradores, trouxe o *proxy access* de volta para o debate. Foi então proposta a *Rule 14a-11*, que, em certas condições, permitia a inclusão de candidato por acionistas detentores, por pelo menos 2 anos contínuos, de ações representativas de pelo menos 5% do capital social. A nova norma foi discutida, mas também não foi implementada³²⁰.

O caso *AFSCME v. American International Group, Inc. - AIG*³²¹, de 2007, reacender as discussões sobre o *proxy access*, ao confrontar duas interpretações de certa forma conflitantes aplicadas pela *Securities and Exchange Commission* com relação à *Rule 14a-8(i)(8)*.

A AFSCME, acionista da AIG, solicitou a inclusão no *proxy material* da companhia, de proposta de modificação do estatuto social para a criação de regras que permitissem o *proxy access*. A companhia negou a inclusão sob o argumento de que a *Rule 14a-8(i)(8)* proibia a inclusão de proposta relativa à eleição de administrador ou ao processo de eleição, conforme a prática do mercado.

³¹⁹ Cf. *Reexamination of Rules Relating to Shareholders Communications, Shareholders Participation in the Corporate Electoral Process and Corporate Governance Generally*, Exchange Act Release No. 13,482, Investment Company Act Release No. 9740, 42 Fed. Reg. 23,901, 23,903, (May 11, 1977); *Proposed Amendments to Rule 14a-8 Under the Securities Exchange Act of 1934 Relating to Proposals by Security Holders*, Exchange Act Release No. 19,135, Investment Company Act Release No. 12,734, 47 Fed. Reg. 47,420, 47,422 (proposed Oct. 14, 1982); *Amendments to Rule 14a-8 under the Securities Exchange Act of 1934, Relating to Proposals by Securities Holders*, Exchange Act Release No. 20,091, 48 Fed. Reg. 38,218, 38,218 (Aug. 16, 1983).

³²⁰ Cf. *Security Holder Director Nomination*, Exchange Act Release No. 48,626, Investment Company Act Release No. 26,206, 68 Fed. Reg. 60,784, 60,786 (proposed Oct. 23, 2003).

³²¹ 462 F3d 121 (2d Cir. 2006).

A AFSCME entrou com uma ação e o *Second Circuit* levantou duas interpretações históricas da *Securities and Exchange Commission* sobre aquele dispositivo: a mais antiga, de que a *Rule 14a-8(i)(8)* não proibia a inclusão de propostas que visassem a modificação do procedimento de eleição, porque essas propostas não criariam um “*election contest*”, que era o que a norma objetivava impedir; e uma mais recente, de que, na verdade, a inclusão de proposta de modificação do procedimento de eleição poderia ser recusada pela administração porque poderia criar, no futuro, um “*election contest*”.

A corte optou por aplicar a primeira interpretação no caso, alegando que esta interpretação era mais consentânea com a lógica da *Rule 14a-8* e que a *Securities and Exchange Commission* não havia apresentado argumentos técnicos que justificassem a mudança de interpretação. O *Second Circuit*, em sua decisão, também solicitou que a *Securities and Exchange Commission* esclarecesse sua posição a respeito da matéria.

Em reação, o órgão regulador, de forma sagaz, e baseado em sua experiência com os debates anteriores sobre o assunto, propôs a discussão pública sobre duas novas normas, alternativas.

A primeira norma modificava a *Rule 14a-8* para deixar claro que a hipótese prevista em seu item (i)(8) incluía também propostas de modificação do procedimento de eleição, as quais, portanto, poderiam ter sua inclusão rejeitada pela administração. A segunda norma, contrária à primeira, modificava a *Rule 14a-8* para permitir expressamente que acionistas, dentro de certas condições, incluíssem no *proxy material* propostas que visassem a modificação do processo de eleição dos administradores, inclusive para possibilitar o *proxy access* (para tanto, o acionista precisaria deter pelo menos 5% do capital social e não ter a intenção de adquirir ou modificar o controle societário).

Após as discussões públicas, a *Securities and Exchange Commission* optou pela primeira proposta, convencida, talvez pela pressão dos comentários recebidos e movimentos políticos, de que a segunda violaria os princípios buscados pela *Rule 14a-8* quando da sua criação³²².

³²² Cf. *Shareholder Proposal Relating to the Election of Directors*, Exchange Act Release No. 56,161, *Investment Company Act Release No. 27,914*, 72 Fed. Reg. 43,488, 43,469 (proposed July 27, 2007);

Em 2010, entretanto, em mais uma iniciativa, a *Securities and Exchange Commission* enfim editou uma *final rule* disciplinando o *proxy access*. A nova *Rule 14a-11*, que foi anunciada juntamente com modificações promovidas também em outras *Rules* (principalmente no item (i)(8) da *Rule 14a-8*) e *Schedules*, bem como com a modificação da própria § 14(a) do *Securities Exchange Act* de 1934, determinou que acionistas detentores, por pelo menos 3 anos contínuos, de ações representativas de pelo menos 3% do capital social, poderiam incluir candidatos a cargos de administração no *proxy material* da companhia e propostas para modificação do processo de eleição, superando, por consequência, as normas aprovadas em 2007.

Entre as demais condições impostas pela nova norma, estão o limite máximo de 1 membro ou até 25% do órgão de administração, o que for maior, para eleição de acordo com a *Rule 14a-11*; a observação, pelo candidato indicado, de requisitos objetivos impostos ou que devam ser respeitados pela companhia; o impedimento de utilização de uma *proxy solicitation* independente pelo acionista que se valha do procedimento da *Rule 14a-11*; a impossibilidade de se destituir ou substituir um administrador com mandato em curso pelo procedimento da *Rule 14a-11*; a indicação não pode atacar ou questionar outros candidatos ou administradores já eleitos, entre outras condições³²³.

Ocorre que, em decisão de 22 de julho de 2011, da *Court of Appeals for the District of Columbia Circuit*, no processo n.º 10-1305, promovido pela Business Roundtable and Chamber of Commerce of the United States of America, a *Rule 14a-11* especificamente foi judicialmente impedida de entrar em vigor (*vacated*), sob o fundamento de que o órgão regulador norte-americano havia extrapolado seus poderes, deixado de avaliar com a

Shareholder Proposals, Exchange Act Release No. 56,160, Investment Company Act Release No. 27,913, 72 Fed. Reg. 43,466, 43,467 (proposed July 27, 2007); *Shareholder Proposal Relating to the Election of Directors*, Exchange Act Release No. 56,914, Investment Company Act Release No. 28,075, 72 Fed. Reg. 70,450, 70,453 (Dec. 11, 2007).

³²³ Cf. *Facilitating Shareholder Director Nominations*, Securities Act Release No. 33-9046, Exchange Act Release No. 34-90089, Investment Company Act Release No. 28, 765, 74 Fed. Reg. 29024 (June 18., 2009); *Facilitating Shareholder Director Nominations*, Exchange Act Release No. 34-62764, Investment Company Act Release No. 29, 384, 9 and 9 n. 28 (Aug. 25, 2010). Ver também Business Roundtable et al. v. Securities and Exchange Commission, No. 10-1305 (D.C. Cir., filed Sept. 29, 2010). O texto da *final rule* pode ser acessado em <http://sec.gov/rules/final/finalarchive/finalarchive2011.shtml>.

profundidade necessária a relação entre os custos e benefícios do *proxy access*, bem como os riscos de utilização irregular da norma para o fim de prejudicar as companhias³²⁴.

Entraram e permaneceram em vigor, ao menos, as alterações promovidas no item (i)(8) da *Rule 14a-8* e na própria § 14(a) do *Securities Exchange Act* de 1934, as quais asseguram o direito dos acionistas de incluir candidato no material de pedido público de procuração da administração. Os requisitos específicos e demais detalhes do procedimento permanecem indefinidos, no entanto, juntamente com o futuro de todo o teor da *Rule 14a-11*.

9. *The Dodd-Frank Act* e o impacto da crise financeira de 2008

Em reação à crise financeira de 2008 e à crise de desconfiança gerada no mercado e na sociedade norte-americana, o Congresso daquele país adotou diversas iniciativas legislativas de grande impacto na regulação do mercado financeiro e de capitais³²⁵.

Entre diversos outros conjuntos de normas adotadas, foram discutidas e implementadas regras de controle dos esquemas de remuneração dos executivos, tema nuclear nas discussões públicas sobre a crise.

O incremento das chamadas regras de “*say on pay*” foi introduzido pelas *sections* 951 e seguintes do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, em sua parte principal regulamentadas pela *Securities and Exchange Commission*, e levou à inclusão da § 14A (*Shareholder Approval of Executive Compensation*) no *Securities and Exchange Act* de 1934³²⁶.

Os dois parágrafos do item (a) da § 14A determinam que “[n]ot less frequently than once every 3 years, a proxy or consent or authorization for an annual or other meeting of the shareholders for which the proxy solicitation rules of the Commission require

³²⁴ Ver em <http://www.sec.gov/rules/final/2011/33-9259.pdf>. Cf. também BEBCHUK, Lucian A., HIRST, Scott, *The harvard law school proxy access roundtable*, 2010, disponível em www.ssrn.com e BEBCHUK, Lucian A., *The business roundtable's untenable case against shareholder access. shareholder access to the corporate ballot*, in *Case western reserve law review*, v. 55, n. 3, 2005, pp. 557 e ss..

³²⁵ Sobre os fundamentos da crise de 2008, cf. Paul KRUGMAN, *The return of depression economics and the crisis of 2008*, W. W. Norton & Company, Nova Iorque, 2009.

³²⁶ Cf. relatório de audiência pública, justificativas, histórico e textos finais das novas *rules* nos *releases* da *Securities and Exchange Commission* n.ºs 33-9178 e 34-63768 (<http://sec.gov/rules/final/2011/33-9178.pdf>).

compensation disclosure shall include a separate resolution subject to shareholder vote to approve the compensation of executives (...)" e que "[n]ot less frequently than once every 6 years, a proxy or consent or authorization for an annual or other meeting of the shareholders for which the proxy solicitation rules of the Commission require compensation disclosure shall include a separate resolution subject to shareholder vote to determine whether votes on the resolutions required under paragraph (1) will occur every 1, 2, or 3 years".

Com relação aos chamados "golden parachutes", o item (b) do mesmo dispositivo legal estabelece, também em dois parágrafos, que "[in] any proxy or consent solicitation material (...) at which shareholders are asked to approve an acquisition, merger, consolidation, or proposed sale or other disposition of all or substantially all the assets of an issuer, the person making such solicitation shall disclose in the proxy or consent solicitation material, in a clear and simple form in accordance with regulations to be promulgated by the Commission, any agreements or understandings that such person has with any named executive officers of such issuer (or of the acquiring issuer, if such issuer is not the acquiring issuer) concerning any type of compensation (whether present, deferred, or contingent) that is based on or otherwise relates to the acquisition, merger, consolidation, sale, or other disposition of all or substantially all of the assets of the issuer and the aggregate total of all such compensation that may (and the conditions upon which it may) be paid or become payable to or on behalf of such executive officer" e que "[a]ny proxy or consent or authorization relating to the proxy or consent solicitation material containing the disclosure required by paragraph (1) shall include a separate resolution subject to shareholder vote to approve such agreements or understandings and compensation as disclosed, unless such agreements or understandings have been subject to a shareholder vote under subsection (a)".

10. O Concept Release de 14 de julho de 2010 e o futuro da federal proxy regulation

Em 2010, a *Securities and Exchange Commission*, como parte de sua constante preocupação com o aperfeiçoamento da regulação do mercado de capitais norte-americano,

lançou, por meio do *Concept Release on the U.S. Proxy System*, uma nova campanha de discussão pública sobre as regras de *proxy*³²⁷.

Nessa ocasião, não foi proposta nenhuma nova norma, mas apenas incentivou-se um amplo debate público sobre o sistema, de modo geral.

As principais perguntas que a *Securities and Exchange Commission* endereçou aos participantes do mercado e demais interessados, foram as seguintes:

- *Whether we should take steps to enhance the accuracy, transparency, and efficiency of the voting process;*
- *Whether our rules should be revised to improve shareholder communications and encourage greater shareholder participation; and*
- *Whether voting power is aligned with economic interest and whether our disclosure requirements provide investors with sufficient information about this issue.*

Os requerimentos específicos de comentários, dentro das questões gerais apontadas acima, variam de temas como a ampliação do acesso dos acionistas a informações sobre a companhia, e meios de facilitação desse acesso (comunicações entre acionistas, maior uso da internet e suas consequências), a incremento das obrigações dos intermediários na distribuição de informações aos acionistas, passando por vantagens e desvantagens de se conferir mais incentivo à participação de investidores individuais nas deliberações, voto por telefone, medidas educacionais para investidores, a questão das *proxy advisory firms* e de outras formas modernas de descolamento entre o direito de voto e o lastro econômico relacionado (como *empty voting* e *decoupling*), entre outros assuntos.

Centenas de comentários e opiniões públicas foram elaboradas e encaminhadas para o órgão regulador desde então e continuam sendo submetidas, já há 3 anos, criando um rico e diverso conjunto de perspectivas da sociedade civil a respeito do sistema de voto por procuração em funcionamento no mercado de capitais norte-americano³²⁸.

³²⁷ Para acesso ao *release* e a todo o relatório e demais materiais de discussão, bem como aos comentários encaminhados pelo público, cf. www.sec.gov/news/press/2010/2010-122.htm.

³²⁸ Disponível em www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410.shtml.

A ampla participação da sociedade civil, por meio de associações de agentes atuantes no mercado, companhias, outros órgãos do governo, grupos de interesses de indústrias e setores intermediários, acadêmicos e instituições acadêmicas, indivíduos, entre diversos outros contribuintes, demonstra a relevância do tema na sociedade norte-americana e o quanto a regulação do sistema está longe de ser unânime.

Questões como a amplitude da comunicação exigida entre a companhia e os acionistas, ou permitida entre os acionistas, o *proxy access* e o novel papel de intermediários, como as *proxy advisory firms*, e de também relativamente novos instrumentos financeiros, como o aluguel de ações e certos derivativos, nas deliberações sociais, e portanto no controle societário das companhias, estimularam opiniões tão diversas entre si quanto fundamentadas em seus argumentos, mostrando que a regulação dos pedidos públicos de procuração, ainda que venha conseguir com dificuldades acompanhar as tendências da opinião pública, do mercado e da tecnologia, dificilmente deixará de ser controversa.

11. Panorama dos precedentes norte-americanos em matéria de *proxy voting*

Uma das primeiras decisões judiciais fundamentais para o sistema de *proxy solicitation* nos Estados Unidos data do longínquo ano de 1829, mais de um século antes da criação da primeira norma sistematizada sobre o assunto.

Trata-se da decisão proferida no caso *Philips v. Wickhman*, de 1829, julgado pela corte de Nova Iorque, que negou a legalidade da utilização de *proxy*, salvo quando especificamente autorizado pelo estatuto social³²⁹.

Em 1929, fez história a disputa entre John D. Rockefeller Jr. e a administração da Standard Oil Company, capitaneada pelo Coronel Robert Wright Stewart. Rockefeller detinha 14,9% das ações da companhia e, dada sua significativa dispersão em mercado, controlava-a há anos. Divergências entre Rockefeller e Robert com relação a determinadas operações levaram este último a negar o acesso do primeiro ao uso da *proxy machinery* da companhia para a eleição dos administradores que se aproximava.

³²⁹ 1 Paige's Chan. Rep. 590, New York (1829).

Em reação, Rockefeller patrocinou um dos mais amplos e caros pedidos públicos de procuração já realizados, mobilizando toda a comunidade de acionistas, o mercado e a mídia, valendo-se inclusive de seu prestígio social, para reafirmar seu poder sobre a companhia. De seu lado, Robert conseguiu o apoio da administração e dos cerca de 16.000 empregados da companhia, que também detinham ações, além de, de forma amplamente questionável, ter declarado a distribuição de dividendo extraordinário exatamente nessa época.

No final, Rockefeller venceu a batalha e elegeu os membros por ele indicados para a administração, encerrando as relações de Robert com a gestão da companhia³³⁰.

No caso *Gaudiosi v. Mellon*, decidido em 1959 pela *United States Court of Appeals* do *Third Circuit*, a corte, em um caso com recíprocas alegações, de parte a parte, de violação às leis por ocasião da condução de uma *proxy battle* pela eleição dos membros de administração da *Pennsylvania Railroad Company*, definiu o conceito de “*unclean hands*”, afirmando que aquele que utilizou o processo de pedido público de procuração de forma abusiva não tem o direito de buscar a invalidação do pedido de outra parte que também violou as regras aplicáveis.

Phillips, um dos envolvidos na ação judicial e a parte com “*unclean hands*” no caso, havia descoberto que a Associação de Bancos Suíços recomendava a seus membros que votassem sempre em alinhamento com a administração de companhias norte-americanas em eleições para os órgãos administrativos. Como era de seu interesse ser eleito para um dos cargos de administração, Phillips enviou telegramas ao *Credit Suisse* e ao *Swiss Bank Corporation*, que sabidamente votariam em nome de milhares de acionistas como instituições depositárias das respectivas ações, ameaçando-os de violações às leis norte-americanas, caso esses bancos não informassem os beneficiários das ações a respeito da disputa pelo cargo de administração e dessem a eles a oportunidade de votar para o próprio Phillips.

³³⁰ Ver edições do *Wall Street Journal* de 10 de janeiro de 1929, 11 de janeiro de 1929, 08 de março de 1929, e do jornal *The New York Times* de 12 de janeiro de 1929, 30 de janeiro de 1929, 3 de março de 1929, 08 de março de 1929.

Ocorre que os telegramas configuraram, de acordo com a regulação aplicável, *proxy solicitation*, e Phillips não seguiu as normas que exigiam os registros desses documentos perante a *Securities and Exchange Commission* antes de seu envio. A irregularidade cometida por Phillips contra a regulação dos pedidos públicos de procuração o impediu, portanto, de buscar os remédios judiciais para corrigir as alegadas violações cometidas pela administração da companhia no respectivo processo de *proxy solicitation* para a mesma eleição³³¹.

Em *J.I. Case Co. et al. v. Borak*, decidido em 1964 pela Suprema Corte dos Estados Unidos, e relativo à fusão da J.I. Case Company com a American Tractor Corporation, viabilizada por meio de pedido público de procuração, reforçaram-se a legitimidade e a competência das cortes federais para determinar a reparação e compensação de prejuízos causados por violação das normas relativas a *proxy solicitation*, bem como determinou-se a existência de um direito privado de ação por violação das regras de *proxy*. Nesse caso, em específico, as violações diziam respeito à utilização irregular do *proxy material*, que alegadamente continha informações não verdadeiras e dados manipulados, sem o uso dos quais a fusão não teria sido aprovada, tudo em desrespeito à § 14(a) do *Securities Exchange Act* de 1934 e à correspondente *Rule 14a-9*³³².

No caso *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* de 1976, a Suprema Corte dos Estados Unidos determinou que, embora algumas informações realmente tinham sido omitidas do *proxy material* que resultou na aprovação da transferência do controle da TSC Industries, Inc. para a National Industries, Inc., as informações omitidas não eram “materiais” e, portanto, a omissão não configurava fraude para os fins da § 14(a) do *Securities Exchange Act* de 1934 e da correspondente *Rule 14a-9*³³³. A decisão também afirmou e ampliou a conhecida definição de materialidade, segundo a qual “[a]n omitted fact is material if there is substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote”³³⁴.

³³¹ 269 F.2d 873(1959), 361 U.S. 902, 80 S.Ct. 211, 4 L.Ed.2d 157 (1959).

³³² 377 U.S. 426, 84 S.Ct. 1555, 12 L.Ed.2d 423.

³³³ 426 U.S. 438, 96 S.Ct. 2126, 48 L.Ed.2d 757.

³³⁴ Conceito também aplicado no clássico *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 232 (1988), para a definição de fraude para os fins da *Rule 10b-5*.

A decisão judicial no caso *United Paperworkers International Union v. International Paper Co.*, por sua vez, contribuiu para a interpretação da *proxy regulation* ao refinar o conceito de “*total mix of information*” em um caso de pedido público de procuração.

Conquanto o conjunto das informações já publicamente disponíveis possa servir de excludente para a omissão no *proxy statement* de informação material, uma vez que, sendo ela pública, não haverá prejuízo para os acionistas decorrente da omissão, nesse conceito não podem ser incluídos documentos da própria companhia não distribuídos a todos os acionistas³³⁵.

Em *Adams v. Standard Knitting Mills*, a *United States Court of Appeals do Sixth Circuit*, em decisão de 1980, determinou que a responsabilização por violação das regras da § 14(a) do *Securities Exchange Act* de 1934 e da correspondente *Rule 14a-9* depende da comprovação de dolo (“*scienter*”), uma vez que a norma não define expressamente nenhum parâmetro de culpabilidade³³⁶. O caso tratava da eventual responsabilidade de uma empresa de contabilidade por dados financeiros por ela preparados, apresentados no *proxy material* relativo à aprovação da fusão entre a Chadbourn, Inc. e a Standard Knitting Mills, e que, depois de realizada a operação, não se mostraram corretos. A empresa de contabilidade não foi responsabilizada, pois não foi comprovado o dolo.

Diversa foi a decisão em *Gerstle v. Gamble-Skogmo, Inc.*, de 1973, caso em que a companhia foi responsabilizada com base em mera negligência por omissão de informação material no *proxy material*, levando-se a uma interpretação de que o parâmetro para a própria companhia é de apenas negligência, enquanto que para terceiros envolvidos é de dolo³³⁷.

Em *Wilson v. Great American Industries, Inc.*, de 1988, o “*negligence standard*” de *Gerstle v. Gamble-Skogmo* foi reafirmado e estendido também aos administradores que

³³⁵ 985 F.2d 1190, 1199 (2d Cir. 1993). Outros refinamentos às delimitações das informações que devem ser disponibilizadas aos acionistas podem ser encontrados, por exemplo, em *Seibert v. Sperry Rand Corp* (586 F. 2d 949, 952 (2d Cir. 1978) – “*Known Facts doctrine*”); em *Longman v. Food Lion, Inc.* (197 F.3d 675, 684 (4th Cir. 1999) – “*Known Facts*”); *Werner v. Werner* (267 F.3d 288, 297 (3d Cir. 2001) – “*Buried Facts doctrine*”).

³³⁶ 623 F.2d 422, *cert. denied*, 499 U.S. 1067 (1980).

³³⁷ 478 F.2d 1281 (2d Cir. 1973).

preparam *proxy statements* contendo *materially false* ou *misleading information* ou omitindo *a material fact*³³⁸.

No caso *Mills v. Electric Auto-Lite Co.*, decidido em 1970 pela Suprema Corte Norte-Americana, determinou-se que o nexo causal (“*causation*”) no caso de violação das regras da § 14(a) do *Securities Exchange Act* de 1934 e da correspondente *Rule 14a-9* seria presumido, sempre que comprovada a omissão de fatos materiais ou a utilização de informação materialmente falsa ou *misleading*. Ou seja, a violação caracteriza-se com a mera omissão de informação material ou apresentação de informação materialmente falsa ou *misleading*, independentemente, em regra, do fato de a irregularidade ter levado ou não à aprovação ou reprovação de determinada matéria³³⁹.

Esse entendimento, contudo, também é controverso. Em uma decisão por 5 votos a 4, no caso *Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*, de 1991, a Suprema Corte decidiu pela não responsabilização da administração por violação da § 14(a) do *Securities Exchange Act* de 1934 e da correspondente *Rule 14a-9*, uma vez que a administração detinha votos suficientes para aprovar a operação objeto da *proxy solicitation*, mesmo que as *proxies* outorgadas não tivessem sido utilizadas, e uma vez que os autores da ação também não conseguiram provar a ocorrência de nenhum prejuízo irreparável com a aprovação da operação³⁴⁰.

Além das decisões judiciais, parte importante da orientação com relação à interpretação e aplicação das regras da *proxy regulation* provém também de orientações formais, mas sem poder vinculante, expedidas pela *Securities and Exchange Commission* por meio de *no-action letters*. As *no-action letters* são respostas da área técnica responsável do órgão regulador a questionamentos concretos realizados por agentes de mercado, principalmente companhias emissoras. Em geral, as respostas confirmam se o regulador tem ou não interesse de utilizar o seu poder de polícia para sancionar a conduta ou operação descrita no questionamento formulado.

³³⁸ 855 F.2d 987 (2 Cir. 1988).

³³⁹ 396 U.S. 375, 90 S.Ct. 616, 24 L.Ed.2ed 593.

³⁴⁰ 501 U.S. 1083, 1099-1108 (1991).

Dois importante exemplos são os casos da Cracker Barrel Old Country Store, Inc. e da Marriot International, Inc..

No primeiro caso, de 1995, a Cracker Barrel Old Country Store, Inc. divulgou um comunicado no qual expressava sua opinião institucional contrária à manutenção em seu quadro de funcionários de empregados homossexuais.

Um de seus acionistas, a New York City Employee's Retirement System, propôs a inclusão, em material de *proxy* da companhia, de deliberação para proibição da política discriminatória da companhia. A administração recusou a inclusão da proposta com fundamento na “*ordinary business exclusion*” (*Rule 14a-8(i)(7)*).

Em princípio, a *Securities and Exchange Commission* se posicionou de modo a concordar com a exclusão e seu fundamento, chegando a indicar uma regra geral de que questões sociais relacionadas a políticas internas de emprego seriam sempre consideradas *ordinary business* para os fins da *Rule 14a-8(i)(7)*.

Em razão da pressão social, e de ações judiciais como a New York City Employee's Retirement System v. SEC³⁴¹, o órgão regulador recuou de sua posição e restabeleceu o entendimento de que a análise da adequação da exclusão de propostas submetidas por acionistas continuará a ser feita caso a caso.

No caso da Marriot International, Inc., de 2002, a *Securities and Exchange Commission* expediu uma *no-action letter* pela qual opinava contrariamente à exclusão de uma proposta feita por acionistas que, embora não atendesse os requisitos mínimos de relevância econômica da *Rule 14a-8(i)(5)*, enquadrava-se na parte final do mesmo dispositivo (“(...) *and is not otherwise significantly related to the company's business*”).

Tratava-se de proposta de acionista para a criação de um comitê interno que seria responsável pela elaboração de um relatório de eventuais violações a direitos humanos ocorridas em unidades hoteleiras adquiridas pela companhia em Burma. A companhia alegava que as operações de Burma eram irrelevantes economicamente para o grupo, nos

³⁴¹ 45 F.3d 7, 9 (2d Cir. 1995).

termos da *Rule 14a-8(i)(5)* e que esse fato justificava a exclusão da proposta, além de outras informações inverídicas constantes na proposta.

A *Securities and Exchange Commission* permitiu que as partes inverídicas da proposta não fossem divulgadas, caso não corrigidas, mas entendeu que a proposta em si não poderia ser excluída pela administração, por se tratar de fato relevante relacionado com os negócios da companhia³⁴².

Mais recentemente, ainda que não tenham implicado em ações judiciais ou *no-action letters* relevantes, devem ser destacados alguns casos de *proxy contests*, que demonstram a sempre presente importância do mecanismo para o funcionamento do mercado de capitais.

Um deles foi a batalha do ativista Nelson Petz para obter cargos na administração da H.J. Heinz Co. e promover mudanças de gestão na companhia, em 2006. Entre troca pública de acusações entre Petz e a administração, o primeiro acabou conquistando dois cargos na administração e, em possível consequência direta de sua atuação, promoveu valorização substancial das ações da companhia em anos subsequentes a esse episódio.

Em 2008, em consequência da bastante questionada rejeição pela administração da Yahoo de uma potencial oferta pública de aquisição de controle a ser promovida pela Microsoft, o que permitiria a ambas as companhias competir com a Google no setor de ferramentas de busca, Carl Icahn iniciou uma campanha pública para obtenção de *proxies* com o objetivo de substituir todos os 10 membros da administração da Yahoo e, em seu lugar, eleger ele próprio, o bilionário Mark Cuban, Lucian Bebchuk, entre outros.

Como efeito da ameaça de Carl Icahn, este e a administração acabaram chegando a termos, o que evitou o *proxy contest* e garantiu a Icahn alguns assentos no *board* e mais influência na indicação dos demais administradores. Também em consequência da modificação da composição da administração, ainda que parcial, em 2009 foi aprovada a fusão entre Yahoo e Microsoft.

³⁴² 2002 WL 571758 (S.E.C. No-Action Letter).

Em 2010, após intensas desavenças com Leonard Riggio, maior acionista individual da Barnes & Noble, Ronald Burkle, segundo maior acionista da companhia, conduziu, com o apoio da *proxy advisory firm* Risk Metrics, um pedido público de procuração para indicar administradores para a maioria dos cargos da administração e para retirar a *poison pill* do estatuto social da companhia (a qual contava com um *trigger*, para a obrigatoriedade de oferta pública de aquisição, de 20% de participação acionária).

Ronald Burkle não fez prevalecer suas propostas por poucos votos, mas movimentou todas as ferramentas possíveis envolvidas em um processo de *proxy solicitation*.

Parte B: Outros exemplos

1. Comunidade Europeia: a diretiva 2007/36/CE, de 11 de julho de 2007

A partir da década de 1990, a Comunidade Europeia³⁴³ deu novo impulso a iniciativas de modernização e harmonização do direito societário dentro do bloco³⁴⁴. Entre outras

³⁴³ Sobre assuntos de governança corporativa no direito europeu, de modo geral, inclusive com relação ao exercício do direito de voto à distância, ver, por exemplo, AZOFRA-PALENZUELA, Valentin, LÓPEZ ITURRIAGA, Félix J., GAITE, Fernando Tejerina, *Banks as shareholders: the spanish model of corporate governance*, in *Corporate governance: issues and challenges*, Nova Science, Nova Iorque, 2008, pp. 55 e ss.; BAGLIONI, Angelo S., *Shareholders' agreements and voting power: evidence from italian listed firms*, 2008, disponível em www.ssrn.com; BAUMS, Theodor, *Shareholder representation and proxy voting in the european union: a comparative study*, 1997, disponível em www.ssrn.com; BAUMS, Theodor, WYMEERSCH, Eddy, *Shareholder voting rights and practices in europe and the united states*, Kluwer Law International, Londres, Cambridge, 1999; CZIRAKI, Peter, RENNEBOOG, Luc, SZILAGYI, Peter G., *Shareholder activism through proxy proposals: the european perspective*, 2009, disponível em www.ssrn.com; DUNLAVY, Colleen A., *Corporate governance in nineteenth-century europe and the usa: the case of shareholder voting rights*, 1997, disponível em www.ssrn.com; FERRARINI, Guido, HOPT, Klaus J., WYMEERSCH, Eddy, *Capital markets in the age of the euro: cross-border transactions, listed companies and regulation*, Kluwer Law International, Londres, Cambridge, 2002; GARGANTINI, Matteo, *Shareholder identification and voting in listed companies (identificazione dell'azionista ed esercizio del voto nelle società quotate)*, 2009, disponível em www.ssrn.com; GEENS, Koen, CLOTTENS, Carl, *One share - one vote: fairness, efficiency and (the case for) eu harmonisation revisited*, in HOPT, Klaus J., GEENS, Koen (orgs.), *The european company law action plan revisited: reassessment of the 2003 priorities of the european commission*, Leuven University Press, Leuven, 2010; HOPT, Klaus J., *European company law and corporate governance: where does the action plan of the european commission lead?*, 2005, disponível em www.ssrn.com; HOPT, Klaus, KANDA, Hideki, ROE, Mark, WYMEERSCH, Eddy, *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Oxford University Press, Nova Iorque, 1999; HOPT, Klaus, WYMEERSCH, Eddy, KANDA, Hideki, BAUM, Harald, *Corporate governance in context: corporations, states, and markets in europe, japan, and the us*, Oxford University Press, Nova Iorque, 2006; IGLESIAS-RODRIGUEZ, Pablo, *Electronic voting by shareholders in spain*, in *Journal of european company law*, v. 6, n. 1, 2009, pp. 20 e ss.; LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Voto por correspondência e realização telemática de reuniões de órgãos sociais*, in *Cadernos do mercado de valores mobiliários*, n. 24, 2006, pp. 256 e ss.; MENEZES CORDEIRO, António,

medidas tomadas, foi organizado, já em 2001, um grupo de especialistas, que ficou conhecido como “*Winter Group*”, em homenagem ao seu *chairman*, o Professor Jaap Winter, responsável pela elaboração de um relatório com as prioridades para regulação em matéria de direito societário³⁴⁵.

As recomendações do *Winter Group*, por sua vez, serviram de base para a publicação, em 2003, pela Comunidade Europeia, do “*Communication from the Commission to the Council and the European Parliament – Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward*”³⁴⁶.

Entre as ações a serem tomadas pela Comunidade Europeia, definidas pelo plano referido acima, estavam, para curto e médio prazo, respectivamente, por meio da edição de novas diretivas, a criação de um “[i]ntegrated legal framework to facilitate efficient shareholder communication and decision-making (participation to meetings, exercise of voting rights, cross-border voting)” e de normas que pudesse aumentar o nível de “disclosure by institutional investors of their investment and voting policies”³⁴⁷.

Em consequência, em 2007, a Comunidade Europeia editou uma nova diretiva, com quatro objetivos principais, assim descritos em sua exposição justificativa³⁴⁸:

Manual de direito das sociedades, v. 1 e 2, Almedina, Coimbra, 2004 e 2006; PINTO, Arthur R., *The european union's shareholder voting rights directive from an american perspective: some comparisons and observations*, in *Fordham international law journal*, v. 32, 2009, pp. 587 e ss.; SANTOS, Gonçalo Castilho dos, *Voto por correspondência nas sociedades abertas*, in *Cadernos do mercado de valores mobiliários*, n. 7, 2000, pp. 131 e ss.; SCHOUTEN, Michael C., *The political economy of cross-border voting in europe*, in *Columbia journal of european law*, v. 16, 2009/2010, pp. 1 e ss.; VAN DER ELST, Christoph, *Shareholder mobility in five european countries*, 2008, disponível em www.ssrn.com; ZETZSCHE, Dirk A., *Shareholder passivity, cross-border voting and the shareholder rights directive*, in *Journal of corporate law studies*, v. 8, n. 2, 2008. Ver também o seguinte relatório: *The iss global proxy voting manual (Practising Law Institute International Securities Markets 1998)*, in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, v. 1077, 1998, pp. 163 e ss. (submetido por Patrick McGurn Stanley et. al.).

³⁴⁴ A respeito, ver PINTO, Arthur R., *The european union's shareholder voting rights directive from an american perspective: some comparisons and observations*, in *Fordham international law journal*, v. 32, 2009, pp. 587 e ss..

³⁴⁵ Cf. o relatório final em http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf.

³⁴⁶ Disponível em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52003DC0284:EN:NOT>.

³⁴⁷ Cf. CZIRAKI, Peter, RENNEBOOG, Luc, SZILAGYI, Peter G., *Shareholder activism through proxy proposals: the european perspective*, 2009, disponível em www.ssrn.com.

³⁴⁸ Para algumas discussões relacionadas à elaboração da diretiva e sobre suas justificativas, cf. o *Explanatory Memorandum* da proposta e algumas das discussões para a sua elaboração, respectivamente, em: http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/com/2005/com2005_0685en01.pdf; e http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/comm_native_sec_2006_0181_en.pdf.

“(1) Ensure that all general meetings are convened sufficiently in advance and that all documents to be submitted to the general meeting are available in time to allow all shareholders, no matter where they reside, to take a reasoned decision and to cast their votes in time.

(2) Abolish all forms of share blocking. These should be replaced by a record date system to determine the entitlement of a shareholder to participate and vote in a general meeting.

(3) Remove all legal obstacles to electronic participation in general meetings. Where the issuer decides to make electronic means available to its shareholders, these make it much easier for the active shareholders to participate actively in the meeting. However, technology is not advanced enough to permit active electronic participation in all cases with a sufficient guarantee of security, and such facilities are costly to introduce. Therefore, there should not be an obligation for issuers to offer such a possibility to their shareholders.

(4) Offer non-resident shareholders simple means of voting without attending the meeting (voting by proxy, in absentia and by giving instructions).”

A Diretiva 2007/36/CE³⁴⁹, assim, foi editada para, entre outras medidas compreendidas nos objetivos acima, harmonizar e aperfeiçoar os mecanismos de votação dentro do bloco de países, especialmente no que diz respeito ao exercício de voto transnacional (“*crossborder voting*”)³⁵⁰.

Em suas considerações iniciais, esclarecedoras a respeito de seus princípios e orientadoras em sua aplicação, os itens 7 e 10, que mais de perto interessam à regulação dos pedidos públicos de procuração, informam o seguinte:

“(7) Em princípio, os accionistas deverão ter a possibilidade de inscrever pontos na ordem de trabalhos da assembleia-geral e de apresentar projectos de deliberação relativos a esses pontos. Sem prejuízo dos diferentes prazos e das regras actualmente

³⁴⁹ O texto em português da diretiva pode ser encontrado em:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:184:0017:0024:PT:PDF>.

³⁵⁰ A respeito, cf. GEENS, Koen, CLOTTENS, Carl, *One share - one vote: fairness, efficiency and (the case for) eu harmonisation revisited*, in HOPT, Klaus J., GEENS, Koen (orgs.), *The european company law action plan revisited: reassessment of the 2003 priorities of the european commission*, Leuven University Press, Leuven, 2010 e SCHOUTEN, Michael C., *The political economy of cross-border voting in europe*, in *Columbia journal of european law*, v. 16, 2009/2010, pp. 1 e ss. 2009/2010.

utilizados na Comunidade, o exercício desses direitos deverá estar sujeito a duas regras básicas, designadamente, a de que o eventual limiar exigido para o exercício desses direitos não deverá ser superior a 5 % do capital social da sociedade e a de que todos os accionistas deverão, em qualquer caso, receber a versão final da ordem de trabalhos a tempo de se prepararem para o debate e a votação relativamente a cada um dos seus pontos.”

“(10) O bom governo das sociedades exige um procedimento de votação por procuração harmonioso e eficaz. Assim, há que eliminar as restrições e os condicionalismos existentes, que tornam a votação por procuração complicada e onerosa. Mas, o bom governo das sociedades exige também salvaguardas adequadas contra a possibilidade de se abusar deste tipo de votação. Por conseguinte, o procurador deverá ser obrigado a respeitar as instruções que eventualmente tenha recebido do accionista e os Estados-Membros deverão ter a possibilidade de adoptar medidas apropriadas que assegurem que o procurador não defenda outros interesses que não sejam os do accionista, independentemente da razão que tenha estado na origem do conflito de interesses. As medidas contra eventuais abusos podem consistir, designadamente, em regimes a adoptar pelos Estados-Membros para regular a actividade daqueles que recolhem activamente procurações ou que efectivamente tenham recolhido mais do que um determinado número significativo de procurações, a fim de garantir, nomeadamente, um grau adequado de fiabilidade e de transparência. No quadro da presente directiva, os accionistas beneficiam sem restrições do direito de designar tais pessoas como procuradores para comparecerem às assembleias-gerais e votarem em seu nome. A presente directiva não afecta, porém, as regras ou sanções que os Estados-Membros possam impor a tais pessoas nos casos em que os votos tenham sido expressos mediante utilização fraudulenta das procurações recolhidas. Além disso, a presente directiva não obriga de modo nenhum as sociedades a verificar se os procuradores votaram de acordo com as instruções dos accionistas que os nomearam.”

O art. 2º da Directiva, item “c”, por sua vez, define procuração como “a outorga por um accionista de poderes de representação a uma pessoa singular ou colectiva para em seu

nome exercer a totalidade ou parte dos seus direitos na assembleia-geral”, englobando as diferentes definições para *proxy* utilizadas até então em cada país membro do bloco³⁵¹.

O art. 6º prevê expressamente o direito do acionista de incluir proposta de deliberação na ordem do dia da assembleia e determina que, caso algum país imponha uma participação societária mínima para o exercício desse direito, essa participação mínima não pode ser superior a 5% do capital social (item 2)³⁵².

Os artigos 10º e 11º, por sua vez, disciplinam as regras de exercício do direito de voto por procuração e as formalidades para a outorga da procuração³⁵³.

Ambos os dispositivos deixam claro o objetivo de fazer com que os países membros eliminem ao máximo possível eventuais restrições e condições ao exercício do direito de voto por procuradores.

O item 1 do art. 10º, por exemplo, determina que “[t]odos os accionistas têm o direito de nomear qualquer outra pessoa singular ou colectiva como seu procurador para participar e votar em seu nome numa assembleia-geral”, que o “procurador goza dos mesmos direitos de intervenção e interpelação na assembleia-geral de que gozaria o accionista que representa” e que, “[a]lém do requisito da capacidade jurídica do procurador, os Estados-Membros devem abolir qualquer regra jurídica que restrinja ou autorize as sociedades a restringir a elegibilidade das pessoas a nomear como procuradores”.

Já o item 3 do mesmo art. 10º esclarece que “[a]lém das limitações expressamente autorizadas nos n.os 1 e 2, os Estados-Membros não devem restringir nem autorizar as sociedades a restringir o exercício dos direitos dos accionistas através de procuradores, excepto para resolver eventuais conflitos de interesses entre o procurador e o accionista em cujo interesse o procurador deve agir e, neste caso, os Estados-Membros não devem impor requisitos para além dos seguintes: (...)”.

³⁵¹ Nesse sentido, ver também o *Explanatory Memorandum* citado anteriormente, em sua p. 4.

³⁵² Ver comentários ao art. 6º na p. 6 do *Explanatory Memorandum*.

³⁵³ Ver comentários aos arts. 10º e 11º nas pp. 6 e 7 do *Explanatory Memorandum*.

O item 1 do art. 11º, por sua vez, determina que “[o]s Estados-Membros devem permitir que os accionistas nomeiem um procurador por meios electrónicos. Além disso, devem permitir que as sociedades aceitem a notificação da nomeação por via electrónica, e devem garantir que todas as sociedades ofereçam aos seus accionistas pelo menos um método eficaz de notificação por essa via” enquanto que seu item 2 estabelece que “[o]s Estados-Membros devem assegurar que a nomeação dos procuradores e a respectiva notificação à sociedade só possam ser feitas por escrito. Além deste requisito formal básico, a nomeação de um procurador, a notificação da nomeação à sociedade e as eventuais instruções de voto ao procurador só podem ser sujeitas aos requisitos formais necessários para assegurar a identificação do accionista e do procurador ou a possibilidade de verificação do conteúdo das instruções de voto, respectivamente, e apenas na medida em que sejam proporcionais a esses objectivos”.

2. Inglaterra

O detalhado e completo *Companies Act* de 2006, aplicável a diversos tipos societários, disciplina a utilização de *proxies* no Reino Unido especialmente nos arts. 149 (Parte 9 – *Exercise of members’ rights*), nos arts. 284, 285 (Parte 13, Capítulo 1 – *Resolutions and meetings, General provisions about resolutions*) e nos arts. 324 a 331 (Parte 13, Capítulo 3 – *Resolutions and meetings, Resolutions at meetings*)³⁵⁴.

As disposições da atual legislação societária britânica³⁵⁵, na questão do voto, procuraram corrigir um sistema burocrático e arcaico de depósito das ações, aconselhamento e representação dos acionistas, muito criticado até então e que levava a um índice de passividade dos acionistas significativamente maior do que nos Estados Unidos, por exemplo³⁵⁶.

³⁵⁴ Disponível em <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>.

³⁵⁵ Cf., no direito inglês, BAUMS, Theodor, *Shareholder representation and proxy voting in the european union: a comparative study*, 1997, disponível em www.ssrn.com; pp. 20 e ss.; BUCHANAN, Bonnie, NETTER, Jeffrey M., YANG, Tina, *Are shareholder proposals an important corporate governance device? evidence from us and uk shareholder proposals*, 2010, disponível em www.ssrn.com; BUCHANAN, Bonnie, NETTER, Jeffrey M., YANG, Tina, *Proxy rules and proxy practices: an empirical study of us and uk shareholder proposals*, 2009, disponível em www.ssrn.com; DAVIES, Paul L., *The united kingdom*, in BAUMS, Theodor, WYMEERSCH, Eddy, *Shareholder voting rights and practices in europe and the united states*, Kluwer Law International, Londres, Cambridge, 1999, pp. 331 e ss..

³⁵⁶ De acordo com o *Newbold Inquiry* de 1998/99, cerca de 45% dos acionistas ingleses exercem seu direito de voto, enquanto que essa taxa nos Estados Unidos é de 80%.

A esse respeito, veja-se, por exemplo a descrição do sistema e de seus obstáculos feita por Paul Myners, *Financial Services Secretary* do Ministério das Finanças britânico, em relatório de 2004, intitulado “*Review of the Impediments to Voting UK Shares*”, que foi utilizado nas reformas da legislação societária e ficou conhecido como “*Myners Report*”³⁵⁷:

“This review has been undertaken following persistent concerns that the system for voting the shares of UK issuers is not as effective and efficient as it should be. Votes are “lost”. (...) The problems are largely the product of a process that is still quite manually intensive, where the chain of accountability is complex, where there is a lack of transparency and where there is a large number of different participants, each of whom may give a different priority to voting. (...) Thus, there may typically be four parties between the beneficial owner and the issuer, all with distinct and important roles. For voting instructions to be recorded, they therefore need to pass along a complex chain. My overall assessment, following the review, is that there is not one structural weakness that needs to be addressed. Rather, it is like old pipework which could have been more effectively maintained over the years, and is now leaking at various points. It does not need to be ripped out and replaced, but instead the points of weakness need to be overhauled and upgraded.”

Nesse cenário, o art. 149 do *Companies Act* de 2006 estabelece que qualquer aviso relacionado à realização de uma assembleia ou reunião de sócios deve conter um esclarecimento de que os destinatários desse aviso podem ter direito a votar ou a indicar alguém que vote em seu lugar na referida assembleia ou reunião.

O art. 284, por sua vez, dispõe a respeito de regras gerais para o exercício do direito de voto, inclusive formas de votação e número de votos por ação. O art. 285 esclarece que os representantes indicados em *proxies* devem ter o mesmo número de votos que o representado teria se estivesse presente na assembleia ou reunião de sócios, mesmo de uma “*resolution taken on a show of hands*”³⁵⁸.

³⁵⁷ Disponível em <http://www.shareholdercoalition.com/MynersReport104.pdf>.

³⁵⁸ É bastante comum em países de tradição inglesa, com companhias com muitos acionistas, que as deliberações sejam tomadas apenas com a contagem dos acionistas que levantam ou não a mão, aprovando ou não a matéria, para agilizar os procedimentos assembleares. Em geral, as legislações o permitem expressamente e autorizam que acionistas detentores de um certo número mínimo de ações, ou um certo

No art. 324, a lei britânica esclarece que “[a] member of a company is entitled to appoint another person as his proxy to exercise all or any of his rights to attend and to speak and vote at a meeting of the company” e que mais de um representante pode ser indicado pelo acionista, desde que para ações ou participações societárias distintas.

Os arts. 325 e 326 determinam que todas as informações a respeito do direito dos acionistas de votar deverão constar dos anúncios de cada assembleia, inclusive com relação às hipóteses em que a própria companhia patrocina a nomeação de representantes, via *proxy*, em benefício dos acionistas.

O art. 327 disciplina os limites das exigências de comprovação, formalização e prazo de apresentação relativos às *proxies*. O art. 330 disciplina com minúcia os efeitos da revogação ou do encerramento do prazo da *proxy* para o voto proferido e para a própria assembleia, em situações, por exemplo, em que um representante de acionista é eleito como presidente da assembleia geral (art. 328) ou exerce outros direitos dentro do conclave (art. 329).

Por fim, o art. 331 estabelece que “[n]othing in sections 324 to 330 (proxies) prevents a company’s articles from conferring more extensive rights on members or proxies than are conferred by those sections”.

3. Alemanha

Assim como ocorre no Brasil, as sociedades por ações abertas, que tendem a ter mais acionistas, e portanto a gerar mais demandas pela regulação dos pedidos públicos de procuração, são minoria em relação às sociedades por ações fechadas, que por sua vez são também em número muito inferior em relação às sociedades limitadas (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung – GmbH*)³⁵⁹.

número de acionistas, presentes ou representados, solicitem que os votos sejam contados especificamente, incluindo as participações acionárias de cada um, o que é chamado de “*right to demand a poll*”.

³⁵⁹ Em 1999, os números eram: 5.000 *Aktiengesellschaft – AG*, das quais apenas 800 eram negociadas publicamente, contra 815.000 *GmbH* (BAUMS, Theodor, WYMEERSCH, Eddy, *Shareholder voting rights and practices in europe and the united states*, Kluwer Law International, Londres, Cambridge, 1999. p. 110).

Além disso, o mercado acionário alemão também não tem características de grande dispersão, como o mercado norte-americano³⁶⁰.

Os mecanismos de votação na Alemanha, contudo, a exemplo do que ocorreu também com os demais países europeus principalmente nas duas últimas décadas, foram submetidos a críticas e revisões necessárias para sua adequação a uma realidade de muito maior financiamento e participação de acionistas estrangeiros. Essa realidade, entre diversas outras consequências, exige a reflexão a respeito dos meios disponíveis para exercício do direito de voto e para proteção desse e de outros direitos de acionistas que passaram a estar fisicamente distante das companhias.

Atualmente, o exercício do direito de voto, inclusive por meio de *proxies*, está regulado em alguns artigos da *Aktiengesetz* de 1965, conforme modificada ao longo do tempo.

A disciplina da realização das assembleias e do direito de voto está concentrada, na lei societária alemã, principalmente nos arts. 121 a 141.

Com relação à representação dos acionistas por meio de *proxy*, o art.121, (3)(2)(a), por exemplo, determina que dos anúncios de convocação devem constar instruções a respeito do procedimento para nomeação de um representante e para exercício do voto por procuração.

Os arts. 122 e 124 disciplinam a convocação de assembleias e a inclusão de itens na ordem do dia por acionistas detentores de pelo menos 5% do capital social.

O art. 125 determina que, com uma antecedência de pelo menos 21 dias, a administração deve informar as instituições financeiras e associações de acionistas que exerceram o direito de voto como representantes de acionistas na última assembleia realizada, ou que solicitaram serem informadas, a respeito da realização da próxima assembleia, fazendo constar expressamente nessa comunicação, além das demais

³⁶⁰ Ver, para uma excelente comparação entre as estruturas de governança corporativa, e as características de mercado, na Alemanha, Japão e Estados Unidos: ROE, Mark J., *Some differences in corporate structure in germany, japan, and the united states*, in *Yale law journal*, n. 102, 1993, pp. 1927 e ss..

informações relacionadas à matéria a ser deliberada, a possibilidade de representação por *proxy*.

Nos itens (2) e (3) do art. 127 da *Aktiengesetz* constam instruções a respeito da tabulação dos votos exercidos por representantes. Para fins de controle e facilitação da conferência da quantidade total de votos exercidos na assembleia, esses dispositivos determinam a tabulação dos votos em separado nos casos em que o nome do beneficiário final das ações não é divulgado.

O art. 134, (3) autoriza a representação do acionista por *proxy* para o exercício do direito de voto e determina que a outorga da procuração, sua comprovação perante a companhia e sua revogação devem ser feitas por escrito e assinadas. Esse mesmo dispositivo prevê que, no caso de nomeação de mais de um representante, a companhia pode rejeitar um ou mais desses representantes para fins de exercício do direito de voto. As *proxies* ou instruções de voto devem ser mantidas pela companhia por 3 anos, para fins de comprovação da delegação de poderes para o exercício do direito de voto.

O art. 135, por fim, central dentro do contexto societário alemão, em que os bancos são acionistas estratégicos unipresentes nas companhias, disciplina com detalhes o exercício do direito de voto de ações custodiadas ou em nome de acionistas representados por instituições financeiras e outros agentes profissionais equivalentes.

Esse dispositivo determina, por exemplo, que, no caso de outorga geral de poderes ou de instruções genéricas de voto, os representantes estão limitados a exercer o direito de voto apenas no sentido das propostas por ele mesmo apresentadas, se houver alguma, ou de acordo com a proposta apresentada pela administração.

Além da completa transparência a respeito da forma do exercício do direito de voto, as instituições financeiras são também obrigadas a anualmente informar seus clientes, claramente, a respeito da possibilidade de revogar os poderes de representação e sobre formas alternativas de representação e exercício do direito de voto.

As instituições financeiras devem também fornecer aos acionistas todas as informações a respeito das matérias a serem deliberadas na assembleia e facilitar, inclusive

por meio de formulários eletrônicos, a indicação, pelo acionista que o desejar, de instruções específicas de voto³⁶¹.

4. França

Na França, as principais disposições legais a respeito das assembleias gerais e, portanto, dos mecanismos para o exercício do direito de voto pelo acionista, constam do Título II, Capítulo V, do Livro II, da Parte Regulamentar, do *Code de Commerce*³⁶².

A exemplo do que ocorre nos demais países europeus, e também globalmente, conforme adiantado no item anterior a respeito da legislação alemã, o principal impulso para a reforma das regras e meios para a participação dos acionistas nas deliberações sociais decorre da cada vez mais significativa presença de acionistas não residentes nas companhias francesas.

No início da década passada, cerca de 40% da capitalização das companhias abertas francesas era detida por acionistas estrangeiros. E cerca de 70% das ações eram detidas por investidores institucionais, cuja participação nas deliberações sociais, por consequência, é absolutamente necessária³⁶³.

Assim, entre 2001 e 2003, principalmente, e no âmbito das “*Nouvelles Régulations Economiques – NRE*”, e em 2010, por meio do *Décret n.º 2010-1619*, de 23 de dezembro de 2010, a legislação societária francesa foi reformada para, entre diversas outras

³⁶¹ Sobre o tema, no direito alemão, cf., por exemplo, BACHMANN, Gregor, *Registered shares, proxy voting, and german corporate governance*, in *Wertpapiermitteilungen*, v. 53, 1999, pp. 2100 e ss.; BAUMS, Theodor, SCHMITZ, Rainer, *Shareholder voting in germany*, 1999, disponível em www.ssrn.com; BAUMS, Theodor, Germany, in BAUMS, T., WYMEERSCH, Eddy, *Shareholder voting rights and practices in europe and the united states*, Kluwer Law International, Londres, Cambridge, 1999, pp. 109 e ss.; BECHT, Marco, BOEHMER, Ekkehart, *Voting control in german corporations*, in *International review of law and economics*, v. 23, 2003, pp. 1 e ss.; PRIGGE, S., *A survey of german corporate governance*, in HOPT, Klaus J., KANDA, Hideki, ROE, Mark J., WYMEERSCH, Eddy, PRIGGE, S. (coord.), *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Clarendon Press, Oxford, 1998, pp. 943 e ss..

³⁶² De modo geral, sobre o direito de voto no direito francês, ver principalmente LEDOUX, Patrick, *Le droit de vote des actionnaires*, L.G.D.J., Paris, 2002. Ver também BELOT, François, *Shareholder agreements and firm value: evidence from french listed firms*, 2008, disponível em www.ssrn.com; COZIAN, Maurice et al., *Droit des sociétés*, ed. 18, Litec, Paris, 2005, pp. 156, 312 e ss.; LE CANNU, Paul, DONDERO, Bruno, *Droit des sociétés*, ed. 4, Montchrestien, Paris, 2012, pp. 565 e ss.; RIPERT, Georges, ROBLOT, René, *Traité de droit commercial*, t. 1, ed. 17, L.G.D.J., Paris, 1998, pp. 333 e ss., 341 e ss..

³⁶³ Conferir o relatório intitulado “*Proxy Voting Reform in France: A Guide For Non-Resident Shareholders*”, elaborado pela *Association Nationale des Sociétés par Actions – ANSA*, em 2003. Disponível em <http://www.ansa.fr/documents/Vote-non-residents-anglais.pdf>.

iniciativas, modernizar e adequar as disposições relativas ao exercício do direito de voto dos acionistas.

Os arts. L225-96 e seguintes e R225-61 e seguintes do *Code de Commerce* foram, por consequência, adaptados à nova realidade do mercado francês.

O art. L225-106 prevê que um acionista pode se fazer representar nas assembleias por outro acionista ou por seu cônjuge, ou ainda, apenas nas companhias cujas ações são negociadas em mercado regulamentado, por qualquer outra pessoa física ou jurídica. O mesmo dispositivo prevê, em sua parte final a forma de exercício do voto relacionado às chamadas procurações em branco: “[p]our toute procuration d'un actionnaire sans indication de mandataire, le président de l'assemblée générale émet un vote favorable à l'adoption des projets de résolution présentés ou agréés par le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, et un vote défavorable à l'adoption de tous les autres projets de résolution. Pour émettre tout autre vote, l'actionnaire doit faire choix d'un mandataire qui accepte de voter dans le sens indiqué par le mandant”.

Os arts. R225-71, R225-72 e R225-74, por exemplo, tratam do direito de acionistas incluírem itens ou propostas na ordem do dia, para deliberação em assembleia. Para tanto, o acionista deve ser titular de ações representativas de pelo menos 5% do capital social, porcentagem essa reduzida de acordo com o capital social da companhia.

O art. R225-73, por sua vez, determina que os anúncios de convocação das assembleias de companhias com ações negociadas em bolsa de valores devem conter, entre outras informações, “[u]ne description claire et précise des procédures que les actionnaires doivent suivre pour participer et voter à l'assemblée, en particulier des modalités de vote par procuration, par correspondance ou par voie électronique”, bem como, caso não tenham endereçado a cada acionista modelo de procuração para utilização na assembleia, indicar onde esse e outros documentos equivalentes podem ser obtidos.

O item 2º do art. R225-73-1 exige que as companhias abertas divulguem em sua página eletrônica, a partir do 21º dia anterior à assembleia, o número total de ações e de votos da companhia e a mesma informação por tipos e classes de ações.

O art. R225-79 determina a forma de outorga e revogação da procuração, que deve ser escrita e assinada, ainda que por meio eletrônico.

As informações que devem constar de todo e qualquer material enviado pela companhia com relação a um pedido público de procuração constam, por fim, dos arts. R225-81 a R225-84.

5. Japão

As assembleias gerais japonesas, nas últimas duas décadas, deixaram de ser eventos meramente formais, em que a forma mais conhecida de ativismo era, infelizmente, a prática de intimidação ou *sokaiya*³⁶⁴ por parte de membros da máfia japonesa sobre as companhias, e se tornaram efetivos fóruns de debate e avanço da governança corporativa no país³⁶⁵.

Justamente para dificultar a atuação da máfia, por mais curioso que possa parecer, as companhias japonesas passaram a realizar suas assembleias no mesmo dia e horário. Em 1997, por exemplo, 1.807 das 1.927 companhias abertas realizaram sua assembleia na mesma última quinta-feira do mês de junho (93,8% das companhias)³⁶⁶. Esse fato, evidentemente, dificultava o comparecimento dos membros da máfia japonesa e dos próprios acionistas nas assembleias.

³⁶⁴ Vale a leitura, a respeito, do artigo do jornal *The New York Times* intitulado “*International Business: Dead End on Shakedown Street; Crackdown Spurs a Makeover of Japan's Corporate Racketeers*”, de 11 de agosto de 1999. A reportagem pode ser acessada pelo seguinte endereço eletrônico: <http://www.nytimes.com/1999/08/11/business/international-business-dead-end-shakedown-street-crackdown-spurs-makeover-japan.html?pagewanted=all&src=pm>.

³⁶⁵ Cf. IWATANI, Masanobu, TAKI, Toshio, *Evolution of general shareholders' meetings in japan*, in *Nomura journal of capital markets*, v. 1, n. 1, 2009, pp. 1 e ss.. Ver também: HOPT, Klaus, WYMEERSCH, Eddy, KANDA, Hideki, BAUM, Harald, *Corporate governance in context: corporations, states, and markets in europe, japan, and the us*, Oxford University Press, Nova Iorque, 2006; HOSHI, T., *Japanese corporate governance as a system*, in HOPT, Klaus J., KANDA, Hideki, ROE, Mark J., WYMEERSCH, Eddy, PRIGGE, S. (coord.), *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Clarendon Press, Oxford, 1998, pp. 847 e ss.; KANDA, H., *Comparative corporate governance – country report: japan*, in HOPT, Klaus J., KANDA, Hideki, ROE, Mark J., WYMEERSCH, Eddy, PRIGGE, S. (coord.), *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Clarendon Press, Oxford, 1998, pp. 921 e ss.; MIWA, Y., *The economics of corporate governance in japan*, in HOPT, Klaus J., KANDA, Hideki, ROE, Mark J., WYMEERSCH, Eddy, PRIGGE, S. (coord.), *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Clarendon Press, Oxford, 1998, pp. 877 e ss.; ROE, Mark J., *Some differences in corporate structure in germany, japan, and the united states*, in *Yale law journal*, n. 102, 1993, pp. 1927 e ss..

³⁶⁶ IWATANI, Masanobu, TAKI, Toshio, *Evolution of general shareholders' meetings in japan*, in *Nomura journal of capital markets*, v. 1, n. 1, 2009, pp. 1 e ss..

Atualmente, menos da metade das companhias abertas japonesas realizam suas assembleias na mesma data e há um grande esforço para que as datas sejam ainda mais esparsas.

A cultura corporativa japonesa, em complemento, passou a enxergar as assembleias também como um palco para apresentações comerciais e campanhas de divulgação das companhias, seus produtos e marcas, o que sem dúvida contribuiu para tornar os conclaves mais atrativos para os acionistas.

Por fim, a legislação japonesa adaptou-se também às demandas de acionistas estrangeiros principalmente com relação aos meios de participação das assembleias, prazos e acesso a informação.

Em paralelo, alguns fundos e organizações passaram a atuar como ativistas no mercado japonês, e as grandes firmas de *proxy advisory* se estabeleceram em definitivo no país no início da década passada, tendo como consequência a inauguração de uma nova fase no mercado do Japão, com fusões sendo bloqueadas por acionistas e investidores institucionais utilizando mecanismos de *proxy* para propor alterações aos estatutos sociais, aumento do dividendo e outras medidas equivalentes³⁶⁷.

Em 2001 o Código Comercial japonês de 1899 foi novamente reformado, na parte atinente às sociedades, para incorporar as alterações exigidas pela nova realidade do mercado do país³⁶⁸.

Em 2006, entrou em vigor a lei societária japonesa, a *Kaisha-ho* (Ato n.º 86 de 2005), que extraiu a disciplina das sociedades do Código Comercial e novamente a complementou e modificou. E em 2007, a lei que disciplina os instrumentos financeiros e o mercado de capitais (Ato n.º 99 de 2007, que modificou o Ato n.º 25 de 1948) foi também amplamente

³⁶⁷ Para números, dados e gráficos que sintetizam com clareza o que foram as duas últimas décadas para o impressionante desenvolvimento da governança corporativa no Japão, ver o já citado anteriormente IWATANI, Masanobu, TAKI, Toshio, *Evolution of general shareholders' meetings in japan*, in *Nomura journal of capital markets*, v. 1, n. 1, 2009, pp. 1 e ss.. Ver também o relatório da ISS sobre a utilização de votos por procuração no Japão, em 2012: <http://www.issgovernance.com/files/2012ISSJapanGuidelineSummary.pdf>.

³⁶⁸ A respeito: POE, Mark, SHIMIZU, Kay, SIMPSON, Jeannie, *Revising the japanese commercial code: a summary and evaluation of the reform effort*, in *Stanford journal of east asian affairs*, v. 2, 2002, pp. 71 e ss..

reformada, modificando também uma série de outras leis, com o objetivo de modernização do mercado japonês.

Os arts. 295 e seguintes da *Kaisha-ho* disciplinam a realização das assembleias gerais e o exercício do direito de voto nas *Kabushiki kaisha*, conceito próximo ao das sociedades por ações.

Os arts. 301 e 302, por exemplo, dispõem acerca da disponibilização das informações sobre as matérias a serem deliberadas na assembleia geral e os meios e formalidades para o exercício do direito de voto.

Os arts. 303 a 305, por sua vez, disciplinam a apresentação de propostas e inclusão de itens na ordem do dia da assembleia pelos acionistas.

O art. 306 autoriza que qualquer acionista solicite à companhia, ou aos órgãos judiciais, antes da assembleia, a contratação de pessoa ou empresa especializada e idônea para servir como inspetor dos procedimentos da assembleia, receber e tabular os votos e controlar os resultados das deliberações.

A autorização legal para o exercício do direito de voto por meio de *proxy* é dada pelo art. 310, enquanto que o art. 311 disciplina o envio de voto por escrito à companhia.

O interessante art. 313, finalmente, trata do direito do acionista de exercer o seu voto de maneira não uniforme, ou seja, votar com parte de suas ações em um sentido e com parte em outro sentido, desde que informe a administração com antecedência de pelo menos 3 dias em relação à assembleia e justifique.

6. Hong Kong

A atual *Companies Ordinance* de 1984, conforme atualizada ao longo dos anos, constitui a lei societária atual de Hong Kong³⁶⁹.

³⁶⁹ Disponível, em língua inglesa, em <http://www.legislation.gov.hk/eng/home.htm>.

O art. 111 da *Companies Ordinance* de 1984 disciplina a realização das assembleias gerais, enquanto que o art. 114-C traz as normas para outorga e utilização de *proxies*³⁷⁰.

A lei societária atual será, no entanto, substituída pela *New Companies Ordinance* (*Ordinance* n.º 28 de 2012, publicada em 10 de agosto de 2012), a qual deverá entrar em vigor em 2014, como uma das leis societárias mais completas, modernas e adaptadas às novas realidades tecnológicas e transacionais, no mundo³⁷¹.

Os arts. 547 e seguintes da *New Companies Ordinance* tratam da realização das assembleias gerais, atos, deveres, direitos e obrigações relacionados.

O art. 548 disciplina as deliberações tomadas por escrito, que podem versar sobre qualquer matéria que poderia ser deliberada em assembleia. As propostas para deliberação por escrito podem ser feitas por qualquer acionista, respeitados percentuais mínimos de participação, que não podem ser estabelecidos acima de 5% (art. 552) ou qualquer administrador, de acordo com o art. 549.

Os arts. 550 a 561 estabelecem as regras para a apresentação da proposta, os deveres de divulgação de seu conteúdo, documentos e informações relacionadas, e os prazos e formas de aprovação da proposta.

Os arts. 562 a 564 tratam dos procedimentos gerais das assembleias e dos quoruns de deliberação, sempre deixando claro que são válidos os votos apresentados pelo próprio acionista ou por meio de *proxies*.

A forma de convocação das assembleias, os deveres, competências e direitos de convocação são regulados pelos arts. 565 a 570, contemplando, inclusive, hipóteses de convocação por acionistas detentores de pelo menos 5% do capital social, com obrigação de reembolso de custos pela companhia.

³⁷⁰ Cf., para dados recentes, o relatório da ISS para o exercício do direito de voto em Hong Kong, para o ano de 2012, disponível em <http://www.issgovernance.com/files/2012ISSHKVotingGuidelines.pdf>.

³⁷¹ Disponível em: http://www.cr.gov.hk/en/companies_ordinance/companies_ordinance.htm.

Os arts. 571 a 579 dizem respeito ao conteúdo do edital de convocação e às formas de sua disponibilização aos acionistas.

O art. 588 estabelece que cada ação representa um voto nas sociedades cujo capital social é dividido em ações e que os representantes de acionistas poderão exercer tantos votos quantas forem as ações do acionista que representam. Nas “*show of hands resolutions*”³⁷², o representante deve contar como apenas uma pessoa. Se o acionista nomear mais de um representante, nenhum deles poderá participar desse tipo de deliberação.

O art. 591 determina em quais condições os acionistas terão o “*right to demand a poll*”³⁷³ (em geral, sempre que pelo menos 5 acionistas presentes o solicitarem ou sempre que 1 acionista presente, detentor de pelo menos 5% do capital social, fizer essa solicitação) e deixa claro que os representantes de acionistas também poderão fazer a solicitação, nas mesmas condições.

De acordo com o art. 593, os acionistas não precisam exercer todos os seus votos e podem exercê-lo de modo não uniforme, ou seja, alocando parte dos votos em um sentido e parte em outro sentido.

O art. 594 determina que a ata da assembleia deve registrar todos os votos proferidos e o sentido em que foram proferidos.

A outorga de *proxy* é expressamente autorizada pelo art. 596. A procuração pode ser outorgada para qualquer pessoa, acionista ou não, com algumas poucas exceções. O acionista pode nomear mais de um procurador, desde que determine quais ações serão votadas por quais procuradores.

Os arts. 597 e 598 exigem que os editais de convocação das assembleias esclareçam que os acionistas têm o direito de nomear procuradores para o exercício do voto e para

³⁷² Conforme esclarecido em nota anterior, é bastante comum em países de tradição inglesa, com companhias com muitos acionistas, que as deliberações sejam tomadas apenas com a contagem dos acionistas que levantam ou não a mão, aprovando ou não a matéria, para agilizar os procedimentos assembleares. Em geral, as legislações o permitem expressamente e autorizam que acionistas detentores de um certo número mínimo de ações, ou um certo número de acionistas, presentes ou representados, solicitem que os votos sejam contados especificamente, incluindo as participações acionárias de cada um, o que é chamado de “*right to demand a poll*”.

³⁷³ Ver nota de rodapé anterior.

manifestação nas assembleias, e indiquem o procedimento para a constituição de procuradores e os documentos necessários.

Os arts. 600 e 601 disciplinam a solicitação de *proxies* pela própria companhia; o art. 602 autoriza que um representante, nomeado por *proxy*, possa ser o presidente da assembleia; e o art. 603 indica de que modo o representante deve votar em cada tipo de votação, especialmente no caso em que ele é nomeado por mais de um acionista (no caso de uma “*show of hands resolution*”, por exemplo, o representante de mais de um acionista, quando os outorgantes deram instruções diferentes de voto, deve votar a favor da decisão indicada pela instrução de voto associada à maioria das ações que ele representa).

Os arts. 604 e 605 estabelecem as formas e efeitos da revogação da procuração e o direito do acionista de presença e atuação na assembleia, mesmo que ele tenha nomeado um procurador.

*

CAPÍTULO V. – PEDIDOS PÚBLICOS DE PROCURAÇÃO: O CASO BRASILEIRO

Parte A: O mercado acionário brasileiro e a elaboração da Instrução CVM n.º 481/09

1. O histórico brasileiro de concentração acionária

Historicamente, o mercado nacional é marcado por uma concentração absoluta do controle e pelo domínio familiar das empresas. Foi em torno dessa realidade que o arcabouço legal societário foi construído no país e é em torno dessa realidade que, em larga medida, ele ainda é aplicado e atuado³⁷⁴.

Antes de 1910, os três maiores acionistas das companhias brasileiras detinham, em média, 53% do total de votos disponíveis, de acordo com o admirável estudo feito por Aldo Musacchio, com a amostragem disponível³⁷⁵.

³⁷⁴ A respeito da histórica concentração acionária no país, seus efeitos, impactos e tendências atuais, cf. as seguintes obras: BLACK, Bernard S., CARVALHO, Antonio Gledson de, GORGA, Erica, *The corporate governance of privately controlled brazilian firms*, in *Revista brasileira de finanças*, v. 7, n. 4, 2009, pp. 385 e ss.; CARVALHO, Antonio Gledson de, PENNACCHI, George G., *Can a stock exchange improve corporate behavior? evidence from firms' migration to premium listings in brazil*, 2005, disponível em www.ssrn.com; DYCK, Alexander, ZINGALES, Luigi, *Private benefits of control: an international comparison*, *The Journal of Finance*, v. LIX, n. 2, pp. 537-600, 2004; EIZIRIK, Nelson, *O mito do controle gerencial. alguns dados empíricos*, in *RDM*, n. 66, 1987, pp. 103 e ss.; GILSON, Ronald J, HANSMANN, Henry, PARGLENDER, Mariana, *Regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, the U.S. and the E.U.*, in *Stanford law review*, v. 63, 2011, pp. 475 e ss.; GORGA, Erica, *Changing the paradigm of stock ownership from concentrates towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries*, in *Nw. j. int'l l. & bus.*, n. 29, 2009, pp. 439 e ss.; LEAL, Ricardo P. C., CARVALHAL DA SILVA, Andre, *Corporate governance and value in brazil (and in chile)*, 2005, disponível em www.ssrn.com; LEAL, Ricardo P. C., CARVALHAL DA SILVA, Andre (org.), *Governança corporativa – evidências empíricas no brasil*, Atlas, São Paulo, 2007; MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Aquisição de controle na sociedade anônima*, Saraiva, São Paulo, 2013; MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.), *Direito societário: desafios atuais*, Quartier Latin, São Paulo, 2009, pp. 120 e ss.; MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, AZEVEDO, Luís Andre de Moura (coord.), *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*, Quartier Latin, São Paulo, 2010, pp. 285 e ss.; MUSACCHIO, Aldo, *Experiments in financial democracy: corporate governance and financial development in brazil, 1882-1950 (studies in macroeconomic history)*, Cambridge University Press, Cambridge, 2009; MUSACCHIO, Aldo, *Laws vs. contracts: legal origins, shareholder protections, and ownership concentration in brazil, 1890-1950*, 2008, disponível em www.ssrn.com.

³⁷⁵ Cf. MUSACCHIO, Aldo, *Experiments in financial democracy: corporate governance and financial development in brazil, 1882-1950 (studies in macroeconomic history)*, Cambridge University Press, Cambridge, 2009, p. 106.

O autor levantou, ainda, que esse mesmo dado passou a ser de 52% entre 1910 e 1920, e de 55% entre 1920 e 1957³⁷⁶.

Em curto artigo publicado no ano de 1987, Nelson Eizirik reproduz alguns dados sobre as companhias abertas brasileiras que haviam sido compilados pela então Superintendência de Projetos e Estudos Econômicos da Comissão de Valores Mobiliários³⁷⁷.

Os dados desse estudo mostravam que, em 31 de dezembro de 1985, das 456 companhias abertas examinadas, em 387 o controle era exercido com mais de 50% das ações ordinárias (cerca de 85% das companhias). Em 85 das 456 companhias examinadas, o controle, ademais, era exercido com mais de 90% das ações ordinárias (cerca de 18,5% das companhias). Em média, o controle das companhias examinadas era exercido com cerca de 70% das ações ordinárias.

Dante Aldrighi e Alessandro Oliveira, em estudo que cobriu o período de 1997 a 2002, observaram que cerca de 77,3% das companhias examinadas apresentavam controle definido e que nessas companhias o maior acionista detinha, em média, 70,7% dos votos³⁷⁸.

De um total de cerca de 250 companhias avaliadas em 1998, 2000 e 2002, Ricardo Leal e André Carvalhal, concluíram que em 75% delas o acionista controlador era titular de mais do que 50% das ações, que o maior acionista detinha, em média, 71% dos votos e que, em 58,2% das companhias, o controle era familiar³⁷⁹.

Por fim, Aldo Musacchio, agora utilizando como universo amostral todas as companhias negociadas na bolsa brasileira, constatou que, em 1998, os três maiores

³⁷⁶ MUSACCHIO, Aldo, *Experiments in financial democracy: corporate governance and financial development in brazil, 1882-1950 (studies in macroeconomic history)*, Cambridge University Press, Cambridge, 2009, p. 125.

³⁷⁷ EIZIRIK, Nelson, *O mito do controle gerencial. alguns dados empíricos*, in *RDM*, n. 66, 1987, pp. 103 e ss..

³⁷⁸ ALDRIGHI, Dante, OLIVEIRA, Alessandro Vinícius Marques de, *The influence of ownership and control structures on the firm performance: evidence from brazil*, 2007, disponível em www.ssrn.com.

³⁷⁹ Cf. LEAL, Ricardo P. C., CARVALHAL DA SILVA, Andre, *Corporate governance and value in brazil (and in chile)*, 2005, disponível em www.ssrn.com. Ver também, para outros dados, LEAL, Ricardo P. C., CARVALHAL DA SILVA, Andre (org.), *Governança corporativa – evidências empíricas no brasil*, Atlas, São Paulo, 2007.

acionistas detinham em conjunto 81,5% dos votos. Em 2004, esse número passou a ser de 76,6%.

Tudo, portanto, a denotar uma expressiva e irrefutável realidade de concentração acionária ao longo da maior parte da história industrial brasileira.

São dados, ainda por cima, que nem sempre levam em consideração nem a natureza do controle, se familiar ou não, nem o número de acionistas não minoritários, nem as informações relativas às companhias fechadas, sociedades limitadas e outros tipos societários de empresas em atividade no país.

Caso o levantamento englobasse também esses dados, a constatação, evidente mas não tabulada, seria de um nível de concentração de controle e de domínio familiar das empresas absoluto, certamente bastante superior inclusive àqueles apontados nos parágrafos anteriores.

O contexto de concentração acionária e todos os fatores culturais e econômicos que conformaram esse contexto orientaram também a construção da Lei das Sociedades por Ações.

A constatação do controle concentrado, sem juízo positivo ou negativo de valor, deveria ser assimilada na elaboração da lei e, tanto quanto possível, otimizada em seus prós e mitigada em seus contras³⁸⁰.

O resultado que se viu, com o brilhantismo próprio de Lamy e Bulhões, e de todos os demais que contribuíram para a lei, em uma escala gradual e decrescente, porém equilibrada em relação ao mundo fático diante do qual se encontravam, foi, em primeiro lugar, a centralização da lei na figura presente e inafastável do controlador empreendedor, com poderes de comando e responsabilidades equivalentes; em seguida, o erguimento de

³⁸⁰ Entre as diretrizes que apresentam o Anteprojeto da Lei das Sociedades por Ações, encontram-se, por exemplo, as seguintes: “colocar à disposição do empresário o maior número de opções na emissão de títulos e valores mobiliários como instrumentos de capitalização da empresa, e assegurar a liberdade – até o limite compatível com a necessidade de proteger credores, acionistas minoritários e investidores no mercado – na organização e estruturação financeira da companhia; em contrapartida dessa liberdade de organização, definir os deveres dos administradores e acionistas controladores, nacionais e estrangeiros, e instituir sistema de responsabilidade efetivo e apropriado à função social do empresário, de que resultam deveres para com os acionistas minoritários, a empresa, os que nela trabalham e a comunidade em que atua”.

barreiras claras para a proteção dos direitos dos acionistas investidores, como as próprias regras de abuso de poder de controle, o dividendo mínimo obrigatório, entre outros exemplos; e, por fim, a disseminação por todo o texto da lei de alguns dispositivos meramente indicativos do que ainda estaria por vir no futuro, como a própria previsão dos pedidos públicos de procuração do art. 126, § 2º³⁸¹.

Foi diante dessa lei, e dos fundamentos sobre os quais ela foi criada, que o direito societário brasileiro se desenvolveu ao longo dos últimos quase 40 anos. É diante dessa lei que o mercado de capitais nacional do início do século XXI enfrentou todas as novidades trazidas pelas novas tecnologias, práticas comerciais e instrumentos financeiros. E será diante dessa mesma lei que, já na segunda década deste século, juristas, operadores do direito e agentes do mercado terão que se adaptar a um novo ambiente, não necessariamente previsto pelos legisladores de 1976, com investidores institucionais, tendências de dispersão do controle, inovações tecnológicas e todas as consequências daí decorrentes.

2. Tendências recentes de dispersão do controle acionário

“Ressalte-se que esta evolução, muita vez custosa ao empresário, que nela divisava a destituição de seu comando único, a perda do controle, breve se lhe revelou da maior utilidade e conveniência. Não era apenas o capital novo que vinha socorrer a empresa, dar-lhe alento ou multiplicar-lhe os ganhos. Era também a valorização das antigas ações – que passavam a ter liquidez – a garantia de acesso permanente às fontes de capital de risco, um maior número de sócios interessados no êxito da empresa e, em geral, até a manutenção nos cargos que ocupavam, seja pela condição de grande acionista, seja pelo maior conhecimento e experiência que possuíam dos negócios da empresa. Mais ainda – e isso é

³⁸¹ Sobre o histórico da elaboração da Lei das Sociedades por Ações, em paralelo ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, ver LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *A lei das s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, ed. 3, 1997, pp. 111 e ss. e MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Aquisição de controle na sociedade anônima*, Saraiva, São Paulo, 2013, pp. 39 e ss..

fundamental – os melhores constituíram-se na verdadeira vanguarda da revolução empresarial.”³⁸²

Mais recentemente, entretanto, o desenvolvimento e a conjuntura econômica do país e global vêm propiciando um movimento muito específico de pulverização acionária nas companhias listadas no Novo Mercado³⁸³.

Em 2012, a capitalização das companhias listadas na BM&FBovespa atingiu o valor de R\$ 2,52 trilhões. A média diária dos valores negociados nesse ano foi de R\$ 7,25 bilhões.

Com a desmutualização, sua abertura de capital, a fusão com a Bm&f e a melhoria no cenário econômico nacional, a BM&FBovespa foi alçada para a lista das maiores bolsas de valores do mundo.

Em 2007, por diversos pontos de vista o melhor ano da história da BM&FBovespa, foram realizadas 64 ofertas públicas iniciais. E a emissão secundária da Petrobrás de setembro de 2010, no valor de cerca de R\$ 120 bilhões, foi uma das maiores ofertas públicas realizadas na história.

Ao final de 2012, havia 364 companhias com ações listadas. 40,4% do valor negociado nesse ano foi feito por investidores estrangeiros; 32,1% por investidores

³⁸² Trecho de artigo intitulado “O Antigo Empresário e a Nova Empresa”, que compôs uma série de publicações feitas por Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, entre 31 de agosto de 1975 e 21 de setembro de 1975, no *Jornal do Brasil*, com o intuito de levar ao público a discussão a respeito da nova lei societária brasileira (citado em LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *A lei das s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, ed. 3, 1997, pp. 153 e 154).

³⁸³ A respeito das estrutura de controle societário no país, e tendências atuais, cf. GORGA, Erica, *Changing the paradigm of stock ownership from concentrates towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries*, in *Nw. j. int'l l. & bus.*, n. 29, 2009, pp. 439 e ss.; LEAL, Ricardo P. C., CARVALHAL DA SILVA, Andre, *Corporate governance and value in brazil (and in chile)*, 2005, disponível em www.ssrn.com; MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Aquisição de controle na sociedade anônima*, Saraiva, São Paulo, 2013; MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle*, in Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santo de Aragão (coord.) *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 120 e ss.; MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, AZEVEDO, Luís Andre de Moura (coord.), *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*, Quartier Latin, São Paulo, 2010, pp. 285 e ss.; MUSACCHIO, Aldo, *Experiments in financial democracy: corporate governance and financial development in brazil, 1882-1950 (studies in macroeconomic history)*, Cambridge University Press, Cambridge, 2009.

institucionais sediados no país; 17,9% por pessoas físicas; 8,1% por instituições financeiras e 1,5% por empresas.

O número de investidores individuais era, ao final de 2012, de 587.165 cadastrados, e já se falou na marca de 5 milhões nos próximos anos³⁸⁴.

Nesse contexto, uma tendência inédita, ainda que bem delimitada, de dispersão acionária também se tornou uma novidade muito discutida no mercado e entre os operadores do direito societário.

Com base em dados de 2006 e 2007, por exemplo, Erica Gorga constatou que das 92 companhias então negociadas no Novo Mercado, 65 não apresentavam controlador definido. Nessas 65 companhias, o maior acionista era titular, em média, de 26,3% das ações; e os três maiores acionistas eram titulares, em média, de 47,28% das ações. Consideradas todas as 92 companhias examinadas, o maior acionista era titular, em média, de 36,39% das ações. Se considerados os acordos de acionistas que delimitam blocos de controle nessas companhias, então o número de companhias sem controlador ou bloco de controle definido cai para 45, e os blocos de controle, ou o maior acionista, nas 92 companhias, é titular, em média, de 45,25% das ações³⁸⁵.

Ainda que em números absolutos essa “desconcentração” signifique pouco no universo de empresas brasileiras, em termos culturais e econômicos é uma grande modificação, especialmente se se levar em conta o valor de mercado das companhias do Novo Mercado e sua influência e exposição no setor empresarial brasileiro.

E essa tendência entre as companhias do Novo Mercado, aliada ao inquestionável desenvolvimento do mercado de capitais nacional desde o início da década passada, já é suficientemente relevante para impulsionar os órgãos reguladores a adaptarem suas normas

³⁸⁴ A inviabilidade do cumprimento da meta de 5 milhões de investidores até 2014, como originalmente planejado, é objeto de uma das reportagens de capa da revista Capital Aberto n.º 95 (edição do mês de julho de 2011).

³⁸⁵ Cf. GORGA, Erica, *Changing the paradigm of stock ownership from concentrates towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries*, in *Nw. j. int'l l. & bus.*, n. 29, 2009, pp. 439 e ss.; MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Aquisição de controle na sociedade anônima*, Saraiva, São Paulo, 2013, p. 104; OIOLI, Erik Frederico, *Oferta pública de aquisição de controle de companhias abertas*, Quartier Latin, São Paulo, 2010, pp. 53 e ss.; SILVEIRA, Alexandre di Miceli da, *Governança corporativa no Brasil e no mundo*, Elsevier, Rio de Janeiro, 2010, p. 183.

para uma realidade em transição, que passa a englobar entre suas variáveis, com menor ou maior peso, também as questões atinentes a mercados pulverizados. Entre essas, a até então impensável necessidade de regulação de pedidos públicos de procuração, reconhecida como real e presente pela edição da Instrução CVM n.º 481/09.

É bem verdade que a evolução do mercado não tem sido sem reveses ou obstáculos. O choque de valores e as imovíveis instituições brasileiras criaram e criam muita resistência no processo de expansão e complexificação do mercado.

A adoção em massa e padronizada por companhias abertas brasileiras, principalmente a partir de 2007, de determinada espécie de cláusula estatutária de proteção contra a perda do controle, que passou a ser conhecida como a “*poison pill* brasileira”, pode muito bem, por exemplo, ser classificada como uma reação desproporcional e pouco refletida por parte de controladores, bancos e advogados, que demonstrou muito mais o temor com que a sociedade brasileira enxerga a divisão de poder do que qualquer espécie de ganho de sofisticação do ambiente acionário³⁸⁶.

A utilização largamente irregular das reservas estatutárias pelas companhias brasileiras, ao arrepio do disposto nos arts. 194 e 202, § 6º, da Lei das Sociedades por Ações, e em violação ao direito dos acionistas ao recebimento de dividendos e de monitoramento da utilização do fluxo de caixa livre das companhias, é outro exemplo³⁸⁷.

³⁸⁶ Ver, a respeito, por exemplo, CARVALHOSA, Modesto, *As poison pills estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e ARAGÃO, Leandro Santo de (coord.), *Direito societário: desafios atuais*, Quartier Latin, São Paulo, 2009, pp. 19 e ss.; MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Aquisição de controle na sociedade anônima*, Saraiva, São Paulo, 2013, pp. 109 e ss.; MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, AZEVEDO, Luís Andre de Moura (coord.), *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*, Quartier Latin, São Paulo, 2010, pp. 285 e ss.; PRADO, Roberta N., *Desconcentração no poder de controle e poison pills: evolução no mercado de capitais brasileiro*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e AZEVEDO, Luís Andre de Moura (coord.), *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*, Quartier Latin, São Paulo, 2010, pp. 375 e ss.; TOLEDO, Paulo Fernandes Campos Salles de, *Poison pill: modismo ou solução?* in *Direito societário: desafios atuais*, Quartier Latin, São Paulo, 2009, pp. 158 e ss.; ZANINI, Carlos Klein, *A poison pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência*, in ADAMEK, Marcelo Vieira von (org.), *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*, Malheiros, São Paulo, 2011, pp. 256 e ss.. Ver também BEBCHUK, Lucian A., *The debate on contractual freedom in corporate law*, in *Columbia law review*, v. 89, 1989, pp. 1395 e ss.. BEBCHUK, Lucian A., EISENHOFER, Jay W., GRANT, Stuart M., BARRY, Michael J., DELEEuw, P. Bradford, *On the validity of poison pill by-laws*, 2006, disponível em www.ssrn.com.

³⁸⁷ Cf. ROBERT, Bruno, *A questão das reservas estatutárias e as idiossincrasias do mercado de ações brasileiro*, in *RDM*, n. 158, pp. 67 e ss..

No segundo semestre de 2010, e esse é um terceiro exemplo de resistência à modificação das estruturas do mercado nacional, foi colocada em votação a reforma de determinados pontos dos regulamentos dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa. Os itens rejeitados pelas companhias listadas nos referidos segmentos diziam respeito a mecanismos de incentivo à dispersão acionária, aumento do número de conselheiros independentes na administração das companhias e à obrigatoriedade da constituição de um comitê de auditoria. A rejeição desses itens gerou uma sensação de fracasso da reforma no mercado e deixou a impressão de que a governança corporativa vinha sendo ofertada no país muito mais como um instrumento de marketing ou de ganhos imediatos do que como reflexo da efetiva disposição dos agentes do mercado em trocar poder por incremento na capacidade de captação³⁸⁸.

Um ano antes, em artigo baseado em consistente observação empírica, Bernard Black, Antonio Gledson de Carvalho e Erica Gorga já concluíam que “[b]oard independence is an area of notable weakness” no Brasil, que no país o nível de “[f]inancial disclosure lags behind world standards” e que “[a]udit committees are uncommon” nas companhias nacionais³⁸⁹.

Por fim, o jornal Valor Econômico do dia 7 de outubro de 2011 publicou reportagem em que demonstra que a maioria das empresas de auditoria atuantes no país também presta serviços de consultoria às companhias auditadas, em flagrante relação de conflito de interesses. Um levantamento feito pelo jornal com as 200 maiores companhias abertas do país, por valor de mercado, mostrou que, em 2010, 93 delas contrataram seus próprios auditores para prestar outros serviços além da auditoria. 7 delas gastaram mais com os referidos outros serviços do que com a auditoria propriamente dita.

É nesse contexto, portanto, de transição e de sobreposição entre controle concentrado e tendências de dispersão, novos e antigos valores, e quebras de paradigmas da lei societárias, que se analisará a regulação dos pedidos públicos de procuração³⁹⁰.

³⁸⁸ A esse respeito, a reportagem do jornal Valor Econômico, de 10 de setembro de 2010, em cujo título se lê “Fracassa Reforma do Novo Mercado” e em cujo conteúdo se encontra simbólica passagem, atribuída a Armínio Fraga, para quem o “processo de discussão deixou no ar um cheiro ‘de Brasil velho’”.

³⁸⁹ BLACK, Bernard S., CARVALHO, Antonio Gledson de, GORGA, Erica, *The corporate governance of privately controlled brazilian firms*, in *Revista brasileira de finanças*, v. 7, n. 4, 2009, pp. 385 e ss..

³⁹⁰ Cf. SILVEIRA, Alexandre di Miceli da, *Governança corporativa no brasil e no mundo*, Elsevier, Rio de Janeiro, 2010, p. 183.

3. O art. 126, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações

Foi baseada nos poderes outorgados pelo art. 126, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações, combinado com o disposto no art. 8º, incs. I e II, da Lei n.º 6.385/76, que a Comissão de Valores Mobiliários editou sua Instrução n.º 481/09, para, entre outras matérias, a regulamentação dos pedidos públicos de procuração.

O art. 126, § 2º determina que:

“O pedido de procuração, mediante correspondência, ou anúncio publicado, sem prejuízo da regulamentação que, sobre o assunto vier a baixar a Comissão de Valores Mobiliários, deverá satisfazer aos seguintes requisitos:

- a) conter todos os elementos informativos necessários ao exercício do voto pedido;
- b) facultar ao acionista o exercício de voto contrário à decisão com indicação de outro procurador para o exercício desse voto;
- c) ser dirigido a todos os titulares de ações cujos endereços constem da companhia.”

A redação da norma é idêntica ao texto original, editado com a Lei n.º 6.404/76, com exceção de um pequeno ajuste na alínea “c”, para excluir a menção a ações endossáveis, realizada pela Lei n.º 9.457/97, em razão da extinção das ações ao portador pela Lei n.º 8.021/90.

A justificativa para a inclusão do dispositivo na lei foi dada de forma singela e expectativa pela Exposição de Motivos n.º 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda: “o § 2º do artigo 126 confere à Comissão de Valores Mobiliários competência para disciplinar o pedido público de procurações que, embora não usual no Brasil, poderá ocorrer - a exemplo das conhecidas *proxy fights* da prática norte-americana - quando aumentar, entre nós, o número de companhias com capital amplamente distribuído no mercado”.

O parágrafo 1º do art. 126, por sua vez, dispõe que “[o] acionista pode ser representado na assembléia-geral por procurador constituído há menos de 1 (um) ano, que seja acionista, administrador da companhia ou advogado; na companhia aberta, o

procurador pode, ainda, ser instituição financeira, cabendo ao administrador de fundos de investimento representar os condôminos”.

Não há qualquer disposição que trate de pedido público de procuração em qualquer das normas societárias brasileiras anteriores à Lei n.º 6.404/76. As normas relativas ao voto por procuração, de outro lado, sempre estiveram presentes, desde pelo menos a Lei n.º 3.150, de 4 de novembro de 1882.

O art. 14, § 8º, da referida lei dispunha que “[p]ara a eleição dos administradores e empregados da sociedade, e para as deliberações de qualquer natureza, serão admittidos votos por procuração com poderes especiaes, comtanto que estes não sejam conferidos a administradores e fiscaes”.

Do Decreto n.º 8.821, de 30 de dezembro de 1882, constava texto muito parecido, no *caput* de seu art. 67: “[p]ara a eleição dos administradores e empregados, e para as deliberações de qualquer natureza, serão admittidos votos por procuração, com poderes especiaes, comtanto que não sejam conferidos a administradores e fiscaes”.

O Decreto n.º 164, de 17 de janeiro de 1890, em seu art. 15, § 8º, limitou a outorga de procuração apenas a acionistas, mantendo a restrição a administradores e fiscais: “[p]ara a eleição dos administradores e empregados da sociedade, bem como para as deliberações de qualquer natureza, serão admittidos votos por procuração com poderes especiaes, comtanto que estes não sejam conferidos a administradores e fiscaes, e que sejam accionistas os procuradores”.

A regra foi mantida, com redação minimamente diversa, pelo Decreto n.º 434, de 4 de julho de 1891, no *caput* de seu art. 133: “[p]ara a eleição dos administradores e empregados da sociedade, bem como para as deliberações de qualquer natureza, serão admittidos votos por procuração, com poderes especiaes, comtanto que estes não sejam conferidos a administradores e fiscaes, e que sejam accionistas os procuradores”.

Sob a égide do Decreto-Lei n.º 2.627/40, continuou a ser autorizada a outorga de procuração exclusivamente a acionistas, preservando-se a restrição a administradores e fiscais: “Art. 91 (...) § 1º Os acionistas poderão ser representados na assembléia geral por

procurador que prove também aquela qualidade. Os membros da diretoria, do conselho fiscal ou de qualquer outro órgão criado pelos estatutos não poderão ser procuradores ou representantes dos acionistas na assembleia geral”.

4. A Instrução CVM n.º 481/09

Em 17 de dezembro de 2009 a Comissão de Valores Mobiliários editou sua Instrução de n.º 481, que “[d]ispõe sobre informações e pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto em assembleias de acionistas”.

Com fundamento nos poderes outorgados pelo art. 126, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações, e no art. 8º, incs. I e II, da Lei n.º 6.385/76, a Comissão de Valores Mobiliários, após mais de 30 anos de espera pelo momento em que a realidade do mercado brasileiro pudesse passar a exigí-lo, enfim regulamentou a realização dos pedidos públicos de procuração.

A Instrução CVM n.º 481/09 disciplina, em sua primeira metade, do art. 1º ao art. 21, as informações que devem acompanhar os anúncios de convocação das assembleias de acionistas e a disponibilização e conteúdo das informações e documentos relativos às matérias a serem deliberadas na assembleia.

É em sua segunda parte, do art. 22 ao art. 32, bem como em seu Anexo 23, que a Instrução CVM n.º 481/09 trata especificamente dos pedidos públicos de procuração, deixando os arts. 33 a 37 para regras gerais.

5. Função da Instrução CVM n.º 481/09

De acordo com o Edital de Audiência Pública n.º 02/2009, que apresentou a minuta da nova instrução para discussão pública, “o objetivo da CVM foi criar uma sistemática simples, que diminua o custo do exercício do direito de voto pelo acionista e facilite a sua participação na supervisão dos negócios sociais” e que, nesse sentido, a referida minuta

“procura fomentar a utilização da rede mundial de computadores e das procurações eletrônicas como meio de organização dos acionistas”³⁹¹.

6. O debate público a respeito da Instrução CVM n.º 481/09

A minuta do que viria se tornar a Instrução CVM n.º 481/09 foi apresentada pela autarquia, para discussão pública, em 1º de abril de 2009, por meio do Edital de Audiência Pública n.º 02/2009.

Em 1º de junho de 2009, a Comissão de Valores Mobiliários encerrou o prazo para o recebimento de sugestões e comentários.

Além de sugestões a respeito da minuta de modo geral, a Comissão de Valores Mobiliários solicitou ao mercado e demais interessados, de modo específico, com relação à regulação dos pedidos públicos de procuração, comentários sobre as seguintes questões:

“A Minuta condiciona o direito dos acionistas de se ressarcirem junto à companhia pelas despesas que incorrerem na promoção de um pedido público de procuração à titularidade de ações que representem 0,5% (meio por cento) do capital social. O propósito dessa regra é desestimular pedidos de procuração frívolos por parte de acionistas que não possuem interesse econômico substancial na companhia. A CVM gostaria de saber dos participantes do mercado se esse percentual de 0,5% (meio por cento) do capital social é adequado para tal finalidade” e

“Para desestimular a promoção de pedidos públicos de procuração de relevância duvidosa e a realização de despesas desnecessárias, a Minuta prevê que somente determinadas despesas incorridas pelos acionistas poderão ser ressarcidas pela companhia: publicação de até 3 (três) anúncios em jornal, impressão e envio dos pedidos aos acionistas e honorários advocatícios. Além disso, a Minuta dispõe que, caso a proposta não venha a ser aprovada ou que nenhum dos candidatos seja eleito, o ressarcimento pela companhia estará limitado a 70% (setenta por cento) das despesas

³⁹¹ Ver, para um debate a respeito da construção de modelos regulatórios para os pedidos públicos de procuração: BEBCHUK, Lucian A., KAHAN, Marcel, *A framework for analyzing legal policy towards proxy contests*, in *California law review*, v. 78, 1990, pp. 1071 e ss..

reembolsáveis. A CVM gostaria de ouvir a opinião dos participantes do mercado acerca desse percentual de 70% (setenta por cento) e do rol de despesas reembolsáveis”.

Participaram formalmente da audiência pública entidades de mercado como a Abrasca, a Amec, a Cetip e a própria BM&FBovespa; o IBGC e o IBRI; pessoas físicas interessadas; ex-diretores da Comissão de Valores Mobiliários, escritórios de advocacia; empresas e fundos de pensão; e a empresa norte-americana de *proxy advisory* Glass Lewis.

Para a primeira das perguntas específicas indicadas acima, a Comissão de Valores Mobiliários recebeu, da maior parte dos participantes, comentários alinhados com a manutenção do percentual de 0,5% do capital social, para que o acionista possa ser ressarcido dos custos incorridos com o pedido público de procuração. Outros participantes, contudo, como a Abrasca, sugeriram que o percentual fosse elevado para 5%, ou que fosse determinado entre 1% e 5%, de acordo com o tamanho da companhia e o número de acionistas, conforme sugeriu a Glass Lewis & Co.. A Comissão de Valores Mobiliários manteve o percentual de 0,5% na redação final da Instrução CVM n.º 481/09 (art. 32, *caput*).

Com relação à segunda pergunta, os comentários recebidos foram amplamente divergentes. Alguns dos participantes sugeriram que não deveria haver limitação no ressarcimento das despesas, em casos de rejeição da proposta e que o estatuto social poderia, dentro de certos parâmetros, estabelecer o percentual; outros defenderam que o ressarcimento deveria ser menor do que 70% ou que não é possível se definir um parâmetro para a aferição da adequação dos 70%; outros ainda argumentaram que em caso de rejeição da proposta, nenhum ressarcimento deveria ser feito. A Comissão de Valores Mobiliários manteve um percentual fixo para ressarcimento de despesas de propostas não aprovadas, mas o reduziu para 50%, de modo a manter um “melhor equilíbrio entre os dois objetivos da norma: facilitar a participação dos acionistas e desencorajar pedidos frívolos e despesas desnecessárias”³⁹², podendo a companhia estabelecer percentual superior (art. 32, § 3º).

³⁹² Relatório de Análise – Audiência Pública n.º 02/2009, p. 5.

Quanto ao rol de despesas que deveriam ser reembolsadas pela companhia, a grande maioria dos comentários defendeu a exclusão dos honorários advocatícios e a limitação da extensão das propostas. A Comissão de Valores Mobiliários acatou a decisão de excluir o ressarcimento de honorários advocatícios, mas não inseriu nenhuma limitação à extensão das propostas no texto final da norma, justamente para “incentivar o uso da internet como meio de propagação das informações relativas à assembleia e recolhimento de procuração”³⁹³, hipótese em que os custos, porque mínimos, não precisam ser reembolsados (art. 32, *caput*).

A Comissão de Valores Mobiliário recebeu, acatou ou descartou, comentários também sobre os demais dispositivos propostos para disciplinar os pedidos públicos de procuração.

Na definição de pedido público de procuração, por exemplo, a autarquia, como consequência das discussões públicas, reduziu de 50 para 10 o número mínimo de destinatários do pedido a partir do qual será caracterizado um pedido público de procuração, quando promovido por outras pessoas que não os administradores ou o acionista controlador (art. 22, inc. III).

Outro comentário acatado foi a inclusão também da opção de abstenção nas minutas de procuração (art. 24, inc. I), uma vez que a proposta original contemplava a obrigatoriedade apenas das opções de aprovação e reprovação, em linha com a redação do art. 126, § 2º, “b”, da Lei das Sociedades por Ações.

No texto final da Instrução CVM n.º 481/09, foi também incluída a obrigação de que a procuração objeto de pedido público deve ser válida para uma única assembleia (art. 24, inc. III). Igualmente, o prazo para a disponibilização pela companhia da relação de endereços dos acionistas foi aumentado de 2 dias úteis para 3 dias úteis (*caput* do art. 30).

7. A utilização dos pedidos públicos de procuração no Brasil

Ainda que sem o enfrentamento de grandes questões legais ou sem um número suficientemente consistente de observações para que se possa produzir bases adequadas

³⁹³ Relatório de Análise – Audiência Pública n.º 02/2009, p. 6.

para análise de dados estatísticos, já é possível dizer que a Instrução CVM n.º 481/09, de fato, tem sido testada e que foi efetivamente comprovada a oportunidade de sua elaboração pela Comissão de Valores Mobiliários.

É bem verdade que não são muitas as companhias brasileiras com escala e dispersão acionária necessárias para gerar a necessidade e viabilizar a realização de pedidos públicos de procuração.

Ainda assim, há diversas companhias nacionais que utilizam o mecanismo para trazer mais acionistas às suas assembleias. E, mais interessantemente ainda, as últimas temporadas de assembleia trouxeram também algumas iniciativas pioneiras por parte de acionistas não controladores.

7.1 Os pedidos realizados pela administração: Renner, Natura, Cetip e outras

Companhias como a Renner, Natura, Cetip, Eternit, entre diversas outras, já há alguns anos franqueiam a seus acionistas a possibilidade de indicarem um representante nomeado pela administração, para representá-los nas respectivas assembleias gerais.

O modelo de procuração e as informações correspondentes, no formato exigido pela Instrução CVM n.º 481/09 são disponibilizados, inclusive e principalmente por meio do uso adequado da internet, e em alguns casos também em inglês, para utilização pelos acionistas estrangeiros, juntamente com os demais documentos pertinentes à ordem do dia da assembleia.

A Renner e a Natura, por exemplo, divulgam pedido público de procuração em nome da administração desde a assembleia geral ordinária e extraordinária de 2010; a Cetip desde o final do mesmo ano; e a Eternit, desde 2011, embora em 2010 já tenha possibilitado aos acionistas a votação por meio eletrônico.

Na temporada de assembleias gerais ordinárias de 2012, por exemplo, das 130 companhias listadas no Novo Mercado à época, 14 disponibilizaram a seus acionistas a possibilidade de indicar um procurador nomeado pela administração, por meio do mecanismo de pedido público de procuração. Pelo menos 8 dessas 14 companhias

disponibilizaram também aos acionistas a possibilidade de outorga eletrônica de procuração, com a utilização de certificação digital e de plataforma *online* oferecida por empresas terceirizadas ou em *sites* próprios, e pelo menos 2 possibilitaram também que os acionistas votassem eletronicamente (Bematech S.A. e Tim Participações S.A.).

A BRF S.A. também transmitiu para seu escritório em São Paulo, a assembleia geral ordinária realizada em sua sede social, na cidade de Itajaí.

Apenas uma das 130 companhias do Novo Mercado, a Tim Participações S.A., contou com pedido público de procuração promovido por acionista não controlador.

7.2 O caso Valid

Os pedidos públicos de procuração realizados pela administração, conquanto representem uma excelente iniciativa e um ótimo exemplo para a governança corporativa no mercado de capitais nacional, não foram capazes de testar realmente a estrutura e o funcionamento da Instrução CVM n.º 481/09, ou de revelar mais a fundo o relacionamento entre acionistas, administradores e controladores nesse novo contexto de desenvolvimento, participação significativa de investidores institucionais e alguma tendência de dispersão acionária em que se encontra o país desde a metade da última década.

Isso porque, salvo algumas exceções, os pedidos públicos realizados pelas companhias brasileiras até aqui foram motivados muito mais por uma campanha, elogiável diga-se de passagem, de incremento de transparência e na qualidade das relações com os acionistas, do que propriamente pela necessidade de participação acionária mais ativa, legitimação de decisões atípicas ou intenção de qualquer modificação mais relevante na estrutura da companhia.

Na grande maioria dos casos, aliás, tratou-se de pedidos para deliberações em matéria de assembleia ordinária, em companhias com controlador definido, ainda que minoritário.

Há, portanto, já com alguma frequência no país, pedidos públicos de procuração patrocinados pela administração; ainda são mais raras, contudo, as iniciativas de utilização

do pedido público de procuração como instrumento de mudança ou enfrentamento, e portanto, como ferramenta de fiscalização dos administradores e controladores.

Um dos primeiros casos de utilização efetiva e organizada de pedido público de procuração, nos termos da Instrução CVM n.º 481/09, conduzido por um acionista não controlador foi o da Valid, de abril de 2012.

A Vinci Equities Gestora de Recursos Ltda., gestora de fundos de investimento que, no total, eram titulares de 11,34% do capital social da companhia, promoveu pedido público de procuração para a aprovação de alteração no estatuto social.

O estatuto social da Valid, uma das poucas companhias efetivamente sem controlador definido no mercado brasileiro, contava com uma cláusula de *poison pill*, no formato padrão que passou a ser utilizado pelas companhias do Novo Mercado a partir da metade da década passada. Ou seja, havia um gatilho de participação acionária, a partir do qual o acionista deveria realizar uma oferta pública de aquisição da totalidade das demais ações de emissão da companhia, por um preço com um prêmio sobre o valor de mercado das ações, e havia uma espécie de “cláusula pétrea” que determinava que os acionistas que votassem pela alteração das disposições estatutárias anteriores estariam igualmente obrigados a realizar a mesma oferta pública de aquisição de ações.

A iniciativa da Vinci, portanto, envolvia não apenas um dos primeiros pedidos públicos de procuração realizados por um acionista não controlador, em uma companhia com o capital efetivamente disperso, como também atacou frontalmente o delicado assunto da validade e utilidade das “*poison pills* brasileiras”. Os poucos casos em que a cláusula havia sido ajustada ou excluída, com o aumento do gatilho para a oferta pública ou a exclusão da “cláusula pétrea” que a acompanha, tinham ocorrido com o voto do próprio controlador ou em iniciativa da administração³⁹⁴.

A proposta da Vinci para a assembleia da Valid, portanto, era a de alterar o estatuto social para: (i) aumentar o gatilho de 20% para 30% do capital social; (ii) prever que o

³⁹⁴ Esse foi o caso das companhias JBS, Even, Cremer e Natura, por exemplo.

preço de aquisição na oferta pública será o valor econômico apurado em laudo de avaliação e que este será o único método de precificação; e (iii) excluir a “cláusula pétrea”.

No Relatório Justificativo para sua proposta, a Vinci discorreu sobre os efeitos jurídicos e econômicos das “*poison pills* brasileiras”, sobre as considerações do Parecer CVM n.º 36/09 e a soberania da assembleia geral, a importância do mercado de controle e do ativismo acionário, concluindo que acreditava que a aprovação dessas alterações seria “um passo fundamental em direção à concretização da Companhia como uma verdadeira corporação brasileira, fundada no respeito irrestrito e equânime aos interesses de todos os acionistas, na transparência plena sobre os negócios, no estímulo à participação ativa dos acionistas nas deliberações sociais e na contribuição para o desenvolvimento do mercado de capitais do país”³⁹⁵.

O *proxy material* produzido pela Vinci incluiu, além dos documentos e informações exigidos pela Instrução CVM n.º 481/09, também um Manual para a Outorga de Procuração, com as instruções relativas ao preenchimento das minutas de procuração, assinatura, documentos a serem apresentados e demais passos relacionados ao pedido público de procuração.

O pedido e seu objetivo chamaram a atenção do mercado, e a Vinci acabou por receber procuração favorável à sua proposta de cerca de 40 acionistas, representando aproximadamente 20% do capital social³⁹⁶. Em razão inclusive do pedido, estavam presentes na primeira convocação da assembleia geral acionistas representando pouco mais de 65% do capital social, dos quais praticamente todos eram favoráveis à proposta da Vinci. O número de acionistas presentes ou representados era expressivo diante da dispersão acionária da companhia, mas não foi suficiente, por menos de 1 ponto percentual, para instalar o conclave, em vista da regra do *caput* do art. 135 da Lei das Sociedades por Ações, e aprovar a alteração do estatuto social.

Em segunda convocação, parte das procurações não era mais válida, outra parte foi revogada em razão das incertezas causadas pela eventual aprovação não majoritária da

³⁹⁵ O Relatório Justificativo, bem como os demais documentos relacionados ao pedido público de procuração promovido pela Valid podem ser encontrados na página eletrônica da Comissão de Valores Mobiliários: www.cvm.gov.br.

³⁹⁶ Cf. reportagem a respeito no jornal Valor Econômico, edição de 11 de abril de 2012, p. C16.

exclusão da “cláusula pétrea” e, por consequência, a alteração do estatuto social não foi aprovada.

Dessa primeira experiência, ficou a impressão de que as incertezas do ambiente legal brasileiro ainda assustam investidores institucionais. A razão alegada por parte importante dos acionistas da Valid para não outorgar a procuração ou não aprovar a proposta, embora não fossem contrários a ela, foi a incerteza dos efeitos da exclusão da “cláusula pétrea”, mesmo a despeito da clara mensagem passada pelo Parecer de Orientação CVM n.º 36 a respeito de sua ilegalidade.

Ficou também, de outro lado, a comprovação de que a Instrução CVM n.º 481/09 funciona, de que sua edição foi oportuna e de que, enfim, chegou o momento referido pelos autores da Lei das Sociedades por Ações quando da elaboração da exposição justificativa para a inclusão de seu art. 126, § 2º.

Por fim, ficaram ainda os modelos, o precedente e os exemplos dessa iniciativa para todos os futuros pedidos públicos de procuração que vieram ou ainda virão, e outras iniciativas de igual valor para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

7.3 O caso Brasil Telecom Oi

O pedido público de procuração do caso Brasil Telecom Oi também foi promovido por um acionista não controlador, mas em uma companhia com o controle definido, como forma de questionar a operação que levaria à incorporação da Brasil Telecom S.A. pela Telemar Norte Leste S.A..

Em referência à assembleia que se realizaria, e acabou por se realizar no dia 16 de junho de 2010, a Polo Capital Management, em nome do fundo Polo Fia, acionista da então Brasil Telecom S.A., divulgou notas contrárias à proposta de incorporação da companhia pela Telemar Norte Leste S.A., em especial naquilo que dizia respeito à relação de troca das ações, e adicionou aos seus anúncios pedido público de procuração.

A companhia combateu, também publicamente, as alegações feitas pelo Polo Fia e, igualmente, incluiu no material para a referida assembleia um pedido público de procuração endereçado aos acionistas.

Na referida assembleia, os acionistas não controladores, em votação em separado, rejeitaram a proposta então em vigor de relação de troca para a operação de incorporação pretendida.

7.4 O caso Gafisa

Em maio de 2012, a mesma Polo Capital, em nome de fundos de investimento por ela geridos, promoveu novo movimento público de questionamento contra a conduta de administradores, agora da Gafisa, e solicitou procurações e apoio para a adoção de processo de voto múltiplo na eleição seguinte do conselho de administração da companhia.

A Polo Capital, representante, por meio dos fundos de investimento, de 2,4% do capital social da Gafisa, por fim indicou, no material do pedido público de procuração, nomes para o preenchimento de cargos no conselho de administração e no conselho fiscal.

Durante a assembleia, realizada em 11 de maio de 2012, o processo de voto múltiplo foi efetivamente adotado, em razão, inclusive do pedido público de procuração realizado pela Polo Capital, e parte dos nomes indicados para a administração da companhia foi eleita.

Esse processo, ademais, foi um dos primeiros no país a contar também com opiniões publicamente divulgadas pelas *proxy advisory firms* ISS e Glass Lewis a respeito da disputa em questão e da orientação de voto dos acionistas.

7.5 O caso Eletrobrás

Eduardo Duvivier Neto e Rafael Rodrigues Alves da Rocha promoveram pedido público de procuração com o objetivo de eleger um membro em separado, pelos preferencialistas, do conselho de administração e um do conselho fiscal, com respectivo suplente, da Eletrobrás.

A assembleia geral ordinária em referência foi realizada no dia 30 de abril de 2013 e nela foram eleitos os membros indicados pelos acionistas que promoveram o pedido público de procuração, tanto para o conselho de administração, quanto para o conselho fiscal, inclusive suplente.

7.6 O caso Usiminas

O acionista Geração Futuro L Par Fundo de Investimento, representado por sua gestora a GF Gestão de Recursos S.A., lançou pedido público de procuração com o objetivo de eleger um membro do conselho de administração da Usiminas, dentro do processo de voto múltiplo, em assembleia geral realizada no dia 16 de abril de 2013.

Os controladores da companhia, no entanto, preencheram 7 das 8³⁹⁷ vagas em disputa naquela assembleia para o conselho de administração, enquanto que a última vaga em disputa foi preenchida com os votos da Previ, cujo candidato acumulou mais votos do que o candidato indicado pela Geração Futuro.

Parte B: A Instrução CVM n.º 481/09

1. Art. 22, *caput*: o conceito de pedido público de procuração

O *caput* do art. 22 da Instrução CVM n.º 481/09 define o conceito de pedido público de procuração, para os fins da regulação. *In verbis*:

“Art. 22. Para os fins desta Instrução, são considerados pedidos públicos de procuração:

I – os pedidos que empreguem meios públicos de comunicação, tais como a televisão, o rádio, revistas, jornais e páginas na rede mundial de computadores;

³⁹⁷ Outras vagas do conselho de administração, destinadas para eleição em separado, já se encontravam preenchidas desde a assembleia geral anterior e os respectivos mandatos ainda não tinham sido encerrados.

II – os pedidos dirigidos a mais de 5 (cinco) acionistas, quando promovidos, direta ou indiretamente, pela administração ou por acionista controlador; e

III – os pedidos dirigidos a mais de 10 (dez) acionistas, quando promovidos por qualquer outra pessoa.”

A definição de pedido público de procuração delimita os atos que, de acordo com o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários, devem ser sujeitos a regulação específica. A regulação, por sua vez, objetiva assegurar que, no caso de um pedido público de procuração, os acionistas sejam tratados de maneira igualitária; as informações sejam divulgadas adequadamente, do ponto de vista quantitativo e qualitativo; não haja desequilíbrio injusto entre os meios à disposição de alguns acionistas ou dos administradores em relação a outros acionistas; e que os mecanismos do pedido público de procuração não sejam excessivamente onerosos para os acionistas, a ponto de inviabilizá-lo como um instrumento de monitoramento e de mudanças eficazes para a companhia, nem excessivamente oneroso para a companhia, a ponto de atrapalhar o próprio desenvolvimento de suas atividades empresariais.

Assim, a Instrução CVM n.º 481/09 define pedido público de procuração a partir de dois critérios simples e abrangentes, alternativos ou cumulativos.

Para a norma, serão considerados pedido público de procuração aqueles que “empreguem meios públicos de comunicação, tais como a televisão, o rádio, revistas, jornais e páginas na rede mundial de computadores” (inc. I).

Quaisquer pedidos de procuração, em companhias abertas, que empreguem qualquer meio público de comunicação, portanto, são considerados pedidos públicos de procuração e estarão sujeitos às regras da Instrução CVM n.º 481/09, independentemente da aplicabilidade ou não, no caso concreto, também dos incs. II ou III do art. 22.

A utilização de meio público de comunicação, por si só, já basta para a definição de pedido público de procuração.

A lista de meios públicos de comunicação trazida pelo inc. I do art. 22 é claramente exemplificativa e não exaustiva. Qualquer outro meio de comunicação utilizado, que

efetiva ou potencialmente atinja os acionistas da companhia, ou possíveis investidores, de maneira indistinta e homogênea, igualmente caracterizará o caráter público do pedido de procuração. Ou seja, uma conferência telefônica aberta a qualquer acionista, um anúncio em uma página eletrônica privada e fechada de discussão de uma corretora, uma mensagem a um grupo de investidores em *sites* de relacionamento, um anúncio em uma revista, um anúncio em quadro de avisos de um clube ou outro local de circulação pública, e assim por diante³⁹⁸.

Além da utilização de meios públicos de comunicação, o pedido público pode ser caracterizado também pela solicitação de procuração, por quaisquer outros meios, a um número mínimo de acionistas, definido pelos incs. II e III do art. 22.

Se a solicitação for feita, direta ou indiretamente, pela administração ou pelo acionista controlador, será um pedido público de procuração se dirigida a mais de 5 acionistas.

Ao dizer “direta ou indiretamente”, a norma pretende ser o mais ampla possível e incluir solicitações realizadas por meio de agentes, prestadores de serviços, intermediários, prepostos ou qualquer outra forma. Por “administração” devem ser entendidas as solicitações feitas em nome e com os recursos da própria companhia, que contam com a aprovação da maioria dos administradores.

A Instrução CVM n.º 481/09 não estabelece nenhuma disciplina para as solicitações de procuração promovidas por um ou mais administradores que se oponham à maioria dos administradores, inclusive com relação ao custeio desse pedido, ou por administrador, individualmente, que também é acionista. De acordo com o texto da lei, portanto, a interpretação deve ser a de que estão incluídas na regra do inc. II apenas as solicitações promovidas pela administração, como fruto de decisão unânime ou majoritária de seus membros, representando a vontade da administração da companhia.

Os demais casos, ainda que a solicitação se beneficie de recursos da companhia desde seu início, devem ser analisados pela regra do inc. III (ou do inc. I).

³⁹⁸ Relatório de Análise – Audiência Pública n.º 02/2009, p. 16 e 17.

Se a solicitação for feita por qualquer outra pessoa, será considerada pedido público de procuração se endereçada a mais do que 10 acionistas. A solicitação pode ser feita por qualquer pessoa, mesmo que não acionista. Não é improvável, por exemplo, que um potencial adquirente do controle solicite procuração e exponha suas razões, para votar a aprovação da operação que lhe assegurará o controle societário.

Os incs. II e III tratam de comunicação privada e não pública (caso em que seria abrangida pelo inc. I), mas não especificam ou delimitam a forma de comunicação com os acionistas, para os fins de caracterização de pedido público de procuração. A solicitação da procuração, portanto, por qualquer que seja o meio privado utilizado, será considerada como um contato com o acionista destinatário, para os fins do dispositivo. Assim, a comunicação pode ter sido feita por *email*, correspondência física, ou mesmo verbalmente, de modo concomitante ou não entre todos os destinatários.

Se ao longo de dois meses antes da assembleia geral ordinária, por exemplo, o acionista controlador solicitar procuração verbalmente a um acionista diferente por semana, individualmente, tendo ao final do período abordado 8 acionistas no total, a conduta será considerada pedido público de procuração e deveria, portanto, ter sido realizada com observância dos procedimentos previstos na Instrução CVM n.º 481/09. E para se caracterizar um pedido de procuração, a solicitação de uma procuração especificamente não é necessária; basta que seja feita qualquer solicitação ou ato que implique a solicitação de poderes para exercício do direito de voto em nome do acionista.

A Instrução CVM n.º 481/09, a propósito, não condiciona a caracterização do pedido público de procuração à proximidade ou ao fato de já ter sido ou não convocada uma assembleia, ou a qualquer outro critério temporal. Qualquer solicitação que se enquadre no inc. I e/ou no inc. II ou no inc. III será considerada pedido público de procuração, independentemente de quando realizada ou por quanto tempo se estendeu.

Será igualmente considerado pedido público de procuração qualquer solicitação em favor de outra pessoa que se enquadre na hipótese do inc. I e/ou nas hipóteses do inc. II ou do inc. III. Ou seja, será pedido público de procuração mesmo que alguém solicite a outorga de procuração para outra pessoa, para os procuradores indicados por outra pessoa ou em benefício de outra pessoa.

A norma diferencia as hipóteses de solicitação feita pela administração ou pelo acionista controlador, de um lado, ou por qualquer outra pessoa, de outro, por duas razões.

A primeira é porque as opiniões e decisões da administração e do acionista controlador, por serem *insiders* da companhia e por terem maior acesso a informações e recursos da companhia, têm impacto potencial e relativamente mais significativo no mercado, razão pela qual ambos estão sob obrigações e responsabilidades mais estritas perante os demais acionistas e motivo pelo qual suas pretensões quanto a futuras deliberações da assembleia, bem como seus argumentos para tanto devem mais imediatamente ser divulgados a todos os interessados. O limite de 5 acionistas é um número mínimo, que visa excluir apenas conversas e comunicações quotidianas e inevitáveis, que de qualquer modo também dificilmente poderiam ser identificadas e comprovadas.

A segunda razão é a de não criar obstáculos excessivos para a coordenação e comunicação entre acionistas não controladores. Tão importante quanto a facilitação do uso dos pedidos públicos de procuração para os acionistas não controladores é o cuidado para não desestimular a organização de fóruns de discussão entre os acionistas, para tratar de questões relacionadas à companhia.

As hipóteses do inc. II e do inc. III, portanto, são mutuamente excludentes, mas cada uma delas pode caracterizar um pedido público de procuração, de modo alternativo ou cumulativo com a hipótese do inc. I.

Por outra perspectiva, os critérios objetivos dos incs. II e III podem também ser úteis para a descaracterização de um pedido público de procuração sob a hipótese do inc. I.

Se, por exemplo, por meio de uma página na internet criada para discussão entre acionistas de uma companhia, em uma “sala virtual”, um acionista solicita procurações a outros 7 acionistas sabidamente como os únicos presentes na discussão, e se nenhum registro desse pedido é mantido para outros acionistas que vierem a acessar a página futuramente, então não se tratará de um pedido público de procuração. A mesma conclusão

é válida se a página na internet ou a “sala virtual” era de acesso exclusivo e controlado a não mais de 10 determinados acionistas.

E o inverso também pode ser aplicado: se o acionista faz um pedido público de procuração em uma conferência telefônica aberta a todos os acionistas, mesmo que em princípio uma conferência telefônica possa não ser considerada um meio público e mesmo que não estejam presentes mais do que 10 acionistas, resta caracterizado o pedido público de procuração porque a solicitação é feita em ambiente aberto a todos os acionistas. Ou seja, nesse caso, a conferência telefônica, ou uma plataforma virtual de discussão, deve ser considerada meio de comunicação público.

A Comissão de Valores Mobiliários, portanto, preferiu concentrar os elementos de caracterização do pedido público de procuração nos meios utilizados e em critérios quantitativos objetivos, ao invés de buscar a definição do que viria a ser o “pedido” propriamente dito. A Instrução CVM n.º 481/09, de fato, não definiu o que é “pedir” uma procuração.

A intenção da norma foi a de criar regras abrangentes e simples que tivessem o maior alcance possível, dentro de parâmetros mínimos, e sem exceções complexas. É uma abordagem adequada para um mercado com necessidades e situações ainda incipientes no que diz respeito aos pedidos públicos de procuração, e que é suficiente para permitir experiências e observações práticas do funcionamento desse mecanismo.

Caso, no entanto, a tendência de dispersão e complexificação do mercado de capitais brasileiro se mantenha, serão necessários o correspondente detalhamento e especificação da Instrução CVM n.º 481/09, por modificação da própria norma ou por orientação interpretativa via Pareceres de Orientação, deliberações, ofícios, precedentes ou *no-action letters*.

Com relação aos específicos limites quantitativos estabelecidos pelos incs. II e III (5 e 10 acionistas, respectivamente), apenas a aplicação da Instrução CVM n.º 481/09 na prática poderá responder se são adequados ou não. Aparentemente, são razoáveis para o

atual estágio do mercado de capitais nacional, mas deverão ser observados concretamente³⁹⁹.

Com relação à definição do que é “pedir” procuração, alguma dificuldade pode surgir com comunicações públicas em que não há solicitação expressa da outorga de procuração, mas há opinião a respeito da orientação de voto ou pedido para que os acionistas votem em determinado sentido.

Nesse caso, de acordo com a interpretação literal da Instrução CVM n.º 481/09, não haveria pedido público de procuração, porque nenhuma procuração foi solicitada. Porém, os efeitos e riscos para a companhia, os acionistas e o mercado são substancialmente os mesmos, especialmente com relação à divulgação homogênea e adequada de informações.

É claro que nessa hipótese não faria sentido exigir o envio ou disponibilização para todos os acionistas de uma procuração com conteúdo que observe as disposições da Instrução CVM n.º 481/09, mas a divulgação de parte das informações constantes no Anexo 23 e das justificativas para o pedido para que os acionistas votem em certo sentido seria de grande utilidade para a proteção dos mesmos interesses e direitos que a própria Instrução CVM n.º 481/09 visa proteger, notadamente as informações sobre o autor da comunicação pública e seus interesses na companhia.

Com fundamento na redação atual da Instrução CVM n.º 481/09, a menos que a Comissão de Valores Mobiliários estenda a aplicação e interpretação dessa norma por outros meios, não é possível fiscalizar ou responsabilizar qualquer pessoa que divulgue publicamente, ou a um número de acionistas superior aos indicados nos incs. II e III do art. 22, uma opinião pública sobre determinada matéria relacionada à companhia e uma solicitação para que os acionistas votem em determinado sentido em certa deliberação da assembleia geral dessa companhia, sem requerer procuração para si ou para terceiro.

A § 14(a)(1) do *Securities Exchange Act* de 1934, para fins de comparação, determina que será ilegal, em contrariedade com normas do órgão regulador norte-americano, “*to solicit or to permit the use of his name to solicit any proxy or consent or authorization in*

³⁹⁹ Relatório de Análise – Audiência Pública n.º 02/2009, p. 17. A proposta da minuta original da instrução, para o inc. III, por exemplo, era de 50 acionistas.

respect of any security”. Ou seja, a proibição abrange solicitações, diretas ou indiretas, tanto de procurações, como de qualquer forma de consentimento ou autorização.

A *Rule 14a-1*, por sua vez, em seu item (f), inclui na definição de *proxy* qualquer consentimento ou autorização, para os fins da § 14(a)(1) do *Securities Exchange Act* de 1934, incluindo para dissentir ou para se abster de fazer qualquer objeção à aprovação da matéria.

Mais importante, o subitem (1) do item (l) da mesma *Rule 14a-1*, define o que é solicitação de procurações, nos seguintes termos:

“(l) Solicitation.

(1) The terms “solicit” and “solicitation” include:

(i) Any request for a proxy whether or not accompanied by or included in a form of proxy:

(ii) Any request to execute or not to execute, or to revoke, a proxy; or

(iii) The furnishing of a form of proxy or other communication to security holders under circumstances reasonably calculated to result in the procurement, withholding or revocation of a proxy.”

E o subitem (2) do mesmo dispositivo estabelece exceções à definição do que é, para os fins da regulação, uma solicitação de procurações. Entre elas, não é considerado solicitação de procuração, de acordo com o subitem (2)(i) do item (l) da *Rule 14a-1*, o envio do modelo de procuração, ou documento equivalente, a um acionista que expressamente o requereu, sem que tenha sido provocado pelo solicitante para tanto:

“(2) The terms do not apply, however, to:

(i) The furnishing of a form of proxy to a security holder upon the unsolicited request of such security holder; (...)”

Além disso, o subitem (2)(iv) do item (l) da *Rule 14a-1* determina, em caráter também excepcional, as circunstâncias em que a mera comunicação por parte de um acionista a respeito de sua pretensão de voto em determinada matéria não é considerada um pedido público de procuração:

“(2) The terms do not apply, however, to: (...)

(iv) A communication by a security holder who does not otherwise engage in a proxy solicitation (other than a solicitation exempt under § 240.14a-2) stating how the security holder intends to vote and the reasons therefore, provided that the communication:

(A) Is made by means of speeches in public forums, press releases, published or broadcast opinions, statements, or advertisements appearing in a broadcast media, or newspaper, magazine or other bona fide publication disseminated on a regular basis,

(B) Is directed to persons to whom the security holder owes a fiduciary duty in connection with the voting of securities of a registrant held by the security holder, or

(C) Is made in response to unsolicited requests for additional information with respect to a prior communication by the security holder made pursuant to this paragraph (l)(2)(iv).”

A *Rule 14a-2*, por outro lado, estabelece quais situações que, embora sejam caracterizadas como solicitação de procuração, não estão sujeitas ao cumprimento das exigências regulatórias.

Entre essas situações estão, as solicitações feitas por administradores de carteira, assessores financeiros e instituições depositárias a seus clientes, como parte de sua obrigação fiduciária e sem que remuneração específica, paga por qualquer fonte, seja devida em razão dessa situação, com exceção de despesas razoáveis. Estão também as solicitações nas quais as informações que deveriam ser disponibilizadas por força da regulação dos pedidos públicos de procuração já o foram, ou serão, por meios diversos, inclusive em razão de exigências regulatórias aplicáveis a outras situações.

Assim, se um pedido público de procuração é promovido com relação a uma emissão pública de ações ou em relação a uma empresa em recuperação judicial, essa solicitação não precisará seguir as regras para os pedidos públicos de procuração, uma vez que, nos Estados Unidos, as normas aplicáveis tanto à emissão pública de ações, quanto às empresas em recuperação judicial já asseguram a disponibilização das informações necessárias que seriam exigidas pela regulação do pedido público de procuração.

Por fim, a *Rule 14a-12* permite que uma solicitação de procuração seja feita mesmo antes de disponibilizado todo o *proxy material*, na forma da regulação, desde que seja realizada por meio de documento escrito que inclua informações básicas sobre o solicitante ou onde essas informações podem ser encontradas e que contenha “[a] *prominent legend in clear, plain language advising security holders to read the proxy statement when it is available because it contains important information*” e que explique “*to investors that they can get the proxy statement, and any other relevant documents, for free at the Commission's web site and describe which documents are available free from the participants*”.

Além disso, um *proxy statement* que cumpra as exigências regulatórias deve ser enviado a cada acionista para quem a procuração foi solicitada antes da efetiva outorga da procuração, e todas as comunicações realizadas devem ser apresentadas à *Securities and Exchange Commission*.

2. Art. 22, § único: fundos de investimento sob gestão comum

O parágrafo único do art. 22 apenas deixa claro que, para os fins da contagem do número de acionistas indicados em seus incs. II e III, deverão ser considerados como um único acionista todos os fundos de investimento “cujas decisões sobre exercício do direito de voto em assembleia sejam tomadas discricionariamente pelo mesmo gestor”.

Por gestor, o dispositivo refere-se tanto à figura específica do gestor dos fundos de investimento como, evidentemente, à categoria geral dos administradores de fundos de investimento, ou carteira de valores mobiliários. E, de acordo com o dispositivo, os fundos de investimento sob gestão comum serão considerados como um único acionista, apenas se a decisão de voto do gestor, ou administrador, for discricionária.

Ou seja, se em um ou mais dos fundos de investimento a decisão de voto couber ou estiver sujeita à vontade de outra pessoa ou grupo de pessoas, então esse ou esses fundos de investimento deverão ser contados individualmente para os fins dos incs. II e III do art. 22, uma vez que, nesse caso, o gestor ou administrador será apenas o vetor de uma outra

orientação de voto, que não necessariamente coincidirá com sua orientação de voto para os demais fundos de investimento sob sua gestão⁴⁰⁰.

3. Teor, linguagem e limites da publicidade do pedido público de procuração

O art. 2º da Instrução CVM n.º 481/09 determina que os documentos e informações fornecidos aos acionistas, nos termos da referida norma, inclusive, portanto, aqueles relacionados a pedidos públicos de procuração, “devem ser verdadeiros, completos e consistentes”, “devem ser redigidos em linguagem clara, objetiva e concisa” e “não devem induzir o acionista a erro”.

A infração a esse dispositivo é hipótese expressa de infração grave, para os efeitos da Lei n.º 6.385/76, nos termos do art. 34, inc. I, da Instrução CVM n.º 481/09.

Não há regras ou parâmetros específicos, contudo, com relação ao formato e limites das comunicações relacionadas a pedidos públicos de procuração. Não há regras, ainda, com relação à parcialidade ou não das informações e declarações.

Assim, com relação ao formato da publicação, os parâmetros a serem observados pelo solicitante das procurações são aqueles que podem ser extraídos do quanto disposto no art. 2º com relação à linguagem, assim como aqueles genericamente recomendados em comunicações equivalentes no mercado de capitais: em síntese, a apresentação das informações não pode privilegiar, em sua formatação, tamanho ou detalhamento, alguns dados em detrimento de outros que seriam igualmente importantes para a tomada de decisão dos acionistas de outorgar ou não a procuração, ou ser utilizada de forma a induzir o leitor a erro.

⁴⁰⁰ Naturalmente, é preciso diferenciar o exercício do direito de voto pelo fundo de investimento nas sociedades investidas e o exercício do direito de voto dos quotistas do fundo nas deliberações do próprio fundo. A disciplina do exercício do direito de voto nas deliberações do próprio fundo, aliás, é curiosamente desenvolvida e flexível, inclusive, em alguns pontos, até mais do que com relação às companhias. Ver, por exemplo, os arts. 19 e seguintes da Instrução CVM n.º 472/08. O parágrafo único do art. 22 da referida instrução determina, por exemplo, que “[o]s cotistas também poderão votar por meio de comunicação escrita ou eletrônica, observado o disposto no regulamento”, faculdade essa não prevista expressamente para o caso das companhias. O art. 21, por sua vez, disciplina a possibilidade de substituição da assembleia dos quotistas, por mera consulta formal, enquanto que o art. 23 regula o pedido de procuração e a solicitação de lista de endereços dos quotistas no âmbito do fundo de investimento.

Além desses parâmetros, contudo, não há outros expressos ou deduzíveis dos dispositivos da Instrução CVM n.º 481/09. Por consequência, não há limitações ou padrão estritos para o formato e tamanho, por exemplo, do material relativo aos pedidos públicos de procuração, inclusive as justificativas e declarações que o acompanham.

Igualmente, não há nenhuma proibição expressa de divulgação de informações opinativas, em que o solicitante manifesta, por exemplo, suas críticas à atual administração. É claro que se essas críticas não forem verdadeiras ou resultarem em incompletude ou inconsistência das informações divulgadas, e por essas razões induzirem o acionista a erro, por exemplo, haveria violação do art. 2º. Não há, entretanto, nenhuma proibição objetiva a manifestações contrárias ou abonadoras destinadas a indivíduos em específico ou a órgãos de administração ou à companhia, de modo geral.

Não há também, até aqui, precedentes ou outros elementos interpretativos fornecidos pela Comissão de Valores Mobiliários que indiquem com mais precisão, na prática, o significado e limites da “completude”, “consistência”, “clareza”, “objetividade” e “concisão”, por exemplo, especialmente em casos em que não houve intenção de manipulação das informações.

Da mesma forma, não há definição, para fins de caracterização de violação ao art. 2º da Instrução CVM n.º 481/09, a respeito da necessidade ou não de dolo, ou outro nível de culpabilidade, na divulgação irregular de informações, ou da necessidade de nexo causal entre a divulgação irregular de informações e eventual prejuízo, potencial ou não, ou ainda de parâmetros de materialidade para omissões ou inconsistências nas informações divulgadas (“*scienter*”, “*cause*” e “*materiality*”, no direito norte-americano – elementos necessários, em regra, para a configuração de fraude, inclusive com relação às informações transmitidas nas comunicações relacionadas a pedidos públicos de procuração, nos termos da *Rule 14a-9* e da *Rule 10b-5* do *Securities and Exchange Commission* de 1934).

Pela interpretação literal dos arts. 2º e 34, inc. I, da Instrução CVM n.º 481/09, o solicitante pode ser responsabilizado por divulgação irregular de informação mesmo que não intencional e mesmo que não gere, nem potencialmente, prejuízo aos acionistas ou à companhia. E não há precedentes que definam a partir de que ponto uma informação falsa

ou tendenciosa ou uma omissão pode ser considerada materialmente significativa para os fins daqueles dispositivos.

Uma das dúvidas que podem ser levantadas com relação ao caso do pedido público de procuração promovido pela Polo Capital, para a eleição de administradores na Gafisa, por exemplo, é justamente a regularidade do teor das comunicações trocadas entre o acionista solicitante e os administradores da companhia, ambas com acusações recíprocas e com linguagem litigiosa e parcial, fundamentadas em sua maior parte, provavelmente, apenas no ponto de vista de cada uma das partes.

É claro que, em regra, as comunicações relacionadas aos pedidos públicos de procuração tenderão a defender a proposta em relação à qual as procurações são solicitadas. E naturalmente essa parcialidade é legítima e não pode ser impedida ou considerada irregular.

A defesa da proposta de autoria do solicitante do pedido público de procuração, contudo, não pode se fundamentar em informações falsas ou incompletas, nem registrar acusações injustificadas ou meramente tendenciosas a quem quer que seja, por exemplo⁴⁰¹. Mas igualmente não há parâmetros na regulação ou precedentes nacionais para se determinar os limites da parcialidade das comunicações relacionadas aos pedidos públicos de procuração.

A falta de limitações para manifestações parciais, a falta de definições a respeito do tipo que implica a violação do art. 2º e a falta de guias mais específicos para a determinação da regularidade da linguagem e do formato das comunicações relacionadas aos pedidos públicos de procuração podem, na medida em que esse mecanismo passe a ser mais frequentemente utilizado, gerar prejuízos na qualidade da informação levada ao acionista, sem que haja claros fundamentos na regulação para a responsabilização dos autores dos pedidos.

⁴⁰¹ Uma das notas exemplificativas da *Rule 14a-9*, que traz os elementos na regulação norte-americana para a caracterização de fraude em pedidos públicos de procuração registra que, dependendo das circunstâncias, pode ser considerada “*misleading*” qualquer informação incluída no material do pedido público de procuração que “*directly or indirectly impugns character, integrity or personal reputation, or directly or indirectly makes charges concerning improper, illegal or immoral conduct or associations, without factual foundation.*”

Quanto ao meio em que as comunicações podem ser veiculadas, não há qualquer vedação ou limitação na Instrução CVM n.º 481/09. As comunicações, desde que atendam ao disposto no art. 2º, no art. 25 (sejam disponibilizadas a todos os acionistas com direito de voto na assembleia), no art. 26 (sejam disponibilizadas na página eletrônica da Comissão de Valores Mobiliários), e contenham as informações exigidas pela Instrução CVM n.º 481/09, podem ser veiculadas por qualquer meio, físico ou eletrônico, tais como jornais, revistas, outros periódicos, correspondências, *emails*, avisos e anúncios instalados em locais públicos, televisão, rádio etc.⁴⁰².

Para fins de comparação, a *Rule 14a-5*, relativa ao *Securities and Exchange Act* de 1934, é detalhada ao ponto de determinar, para os pedidos públicos de procuração norte-americanos, o tamanho e o tipo da letra, e ordem dos assuntos a serem utilizados nas comunicações. Confira-se, para ilustração, pela sua importância exemplificativa, os principais trechos da norma⁴⁰³:

“§ 240.14a-5 Presentation of information in proxy statement.

(a) The information included in the proxy statement shall be clearly presented and the statements made shall be divided into groups according to subject matter and the various groups of statements shall be preceded by appropriate headings. The order of items and sub-items in the schedule need not to be followed. Where practicable and appropriate, the information shall be presented in tabular form. All amounts shall be

⁴⁰² Cf. Relatório de Análise – Audiência Pública n.º 02/2009, p. 17. Em seus comentários às sugestões recebidas durante a audiência pública, a autarquia esclarece que “a CVM não vê motivos para restringir os meios de comunicação utilizados pelos acionistas para solicitar procurações”.

⁴⁰³ A respeito dos parâmetros para a definição da regularidade da linguagem utilizada nos pedidos públicos de procuração norte-americanos, sob o ponto de vista da doutrina e inclusive para os fins de caracterização de fraude nos termos da *Rule 10b-5*, do *Securities and Exchange Act* de 1934, cf., por exemplo, COFFEE JR., John C., SELIGMAN, Joel, SALE, Hillary A., *Securities regulation: cases and materials*, ed. 10, Foundation Press, Nova Iorque, 2007, p. 1231. Para precedentes a esse respeito, ver, por exemplo, *Electronic Specialty Co. v. International Controls Corp.* (296 F.Supp. 462 (1968)); *Rondeau v. Mosinee Paper Corp.* (422 U.S. 49 (1975)); e *Sargent v. Genesco, Inc.* (458 F.2d 9 (1974)). Para parâmetros regulatórios sobre a linguagem a ser utilizada nos materiais divulgados aos acionistas, ver, por exemplo, o *SEC Release 33-7497*, os *Staff Legal Bulletins 7 e 7A*, e a própria *Rule 421*, do *Securities Act* de 1933, em especial seu item (d), todos elaborados dentro da chamada *Plain English Initiative*. No mesmo sentido, a *Rule 14a-16* dispõe, em seu item (g), que: “(g) *Plain English.* (1) *To enhance the readability of the Notice of Internet Availability of Proxy Materials, the registrant must use plain English principles in the organization, language, and design of the notice.* (2) *The registrant must draft the language in the Notice of Internet Availability of Proxy Materials so that, at a minimum, it substantially complies with each of the following plain English writing principles: (i) Short sentences; (ii) Definite, concrete, everyday words; (iii) Active voice; (iv) Tabular presentation or bullet lists for complex material, whenever possible; (v) No legal jargon or highly technical business terms; and (vi) No multiple negatives.* (3) *In designing the Notice of Internet Availability of Proxy Materials, the registrant may include pictures, logos, or similar design elements so long as the design is not misleading and the required information is clear*”.

stated in figures. Information required by more than one applicable item need not be repeated. No statement need be made in response to any item or sub-item which is inapplicable.

*(b) Any information required to be included in the proxy statement as to terms of securities or other subject matter which from a standpoint of practical necessity must be determined in the future may be stated in terms of present knowledge and intention.
(...)*

(c) Any information contained in any other proxy soliciting material which has been furnished to each person solicited in connection with the same meeting or subject matter may be omitted from the proxy statement, if a clear reference is made to the particular document containing such information.

(d)

(1) All printed proxy statements shall be in roman type at least as large and as legible as 10-point modern type, except that to the extent necessary for convenient presentation of financial statements and other tabular data, but not the notes thereto, may be in roman type at least as large and as legible as 8-point modern type. All such type shall be leaded at least 2 points.

(2) Where a proxy statement is delivered through an electronic medium, issuers may satisfy legibility requirements applicable to printed documents, such as type size and font, by presenting all required information in a format readily communicated to investors.

(e) All proxy statements shall disclose, under an appropriate caption, the following dates:

(1) The deadline for submitting shareholder proposals for inclusion in the registrant's proxy statement and form of proxy for the registrant's next annual meeting (...);

(3) The deadline for submitting nominees for inclusion in the registrant's proxy statement and form of proxy (...)"

4. Art. 23: o pedido público, documentos e informações (*proxy statement e proxy material*)

A solicitação de procuração pode assumir qualquer formato e ser transmitida em qualquer meio. Se essa solicitação configurar um pedido público de procuração, nos termos

do art. 22 da Instrução CVM n.º 481/09, então todas as demais medidas exigidas na mesma norma e todas as obrigações ali disciplinadas deverão ser observadas.

Em outras palavras, caso alguém faça ou pretenda fazer uma solicitação que configure um pedido público de procuração, de acordo com o a definição do art. 22 da Instrução CVM n.º 481/09, deverá disponibilizar as informações e documentos indicados no art. 23, entre eles um modelo de procuração que siga o disposto no art. 24, dirigir a solicitação a todos os acionistas com direito de voto na assembleia (art. 25), disponibilizar todo o material relativo ao pedido público de procuração na página eletrônica da Comissão de Valores Mobiliários, e assim por diante.

O pedido público de procuração implica, portanto, a elaboração de determinados documentos e a adoção de certos procedimentos.

O conjunto de documentos e as informações neles registradas constituem o chamado *proxy material*.

Esse material relativo ao pedido público de procuração é composto, de acordo com o art. 23, (i) pelo documento que, já nos termos exigidos pela regulação, registra a própria solicitação de procuração e suas justificativas imediatas (o texto publicado em jornal, por exemplo); (ii) pela minuta de procuração; (iii) por um documento que contenha as perguntas indicadas no Anexo 23 e as respectivas respostas (*proxy statement*); (iv) por um documento que contenha as informações e documentos previstos nos arts. 8º a 21, bem como as perguntas e respostas dos respectivos Anexos; e (v) por um documento com quaisquer outras informações ou documentos relevantes para o exercício do direito de voto na assembleia geral relacionada.

O *proxy material* pode ser montado como um único documento, dividido em seções diferentes, para cada conjunto de informações, ou em vários documentos separados. Se disponível na internet, poderá, igualmente, ser apresentado de forma consolidada ou em *links* individuais para cada conjunto de informações.

Embora não haja nenhuma forma específica prescrita em lei para a montagem do *proxy material*, o solicitante deve procurar sempre apresentá-lo da forma que se mostrar mais prática, mais clara e de mais fácil manuseio e compreensão pelos acionistas.

Quando encaminhado em cópia física, o ideal é que seja montado como um único documento, mas com divisões bem claras para, nessa ordem, apresentar (i) a solicitação da procuração, com suas justificativas imediatas; em seguida (ii) o modelo de procuração; depois (iii) o manual para outorga da procuração (conforme preparado no caso da Vinci, discutido anteriormente, e reproduzido nos pedidos públicos de procuração posteriores); (iv) a reprodução das perguntas indicadas no Anexo 23, com as respectivas respostas redigidas após cada pergunta; e, individualmente, (v) cada conjunto de informações, documentos ou perguntas e respostas especificamente pertinentes às matérias que serão deliberadas na assembleia geral, conforme indicado nos arts. 8º a 21 da Instrução CVM n.º 481/09 (por exemplo, de acordo com o art. 11, se o pedido público de procuração for realizado em conexão com uma assembleia em que será deliberada a alteração do estatuto social, então o *proxy material* deverá incluir (a) uma cópia do estatuto social conforme em vigor anteriormente à alteração, contendo em destaque ou em marcas de revisão as alterações propostas e (b) um relatório que detalhe a origem e as justificativas da alteração proposta, bem como seus efeitos jurídicos e econômicos).

É importante ainda que o documento consolidado contenha uma capa com as informações sobre a companhia, data do próprio documento, data da assembleia, a indicação de que se trata de pedido público de procuração e um índice com o conteúdo do material. Para facilitar o manuseio do material, é recomendável também que cada seção se inicie em página separada da página em que se encerrou a seção anterior, para que possam ser manipuladas destacadamente uma das outras.

Ao se disponibilizar o material em uma página virtual, é recomendável que cada seção do documento possa ser acessada por *links* independentes e que haja, também, a opção de visualização e impressão do documento consolidado.

O parágrafo 2º do art. 23, a propósito, permite expressamente que todo o *proxy material* seja disponibilizado em uma página da internet, o que dispensa o envio da versão completa impressa a todos os acionistas. Para tanto, é necessário que o anúncio da

solicitação de procurações indique o endereço eletrônico no qual os acionistas podem acessar o material relativo ao pedido público de procuração.

A Instrução CVM n.º 481/09 não disciplina qual o conteúdo mínimo do anúncio da solicitação das procurações, especialmente no caso em que o *proxy material* é integralmente disponibilizado por meio virtual. De forma coerente com sua função, e também com os parâmetros do art. 2º da Instrução CVM n.º 481/09 e outros exigidos para comunicados públicos equivalentes no mercado de capitais, o anúncio deveria conter pelo menos a razão social da Companhia e seu CNPJ, o nome do solicitante, a data da assembleia a que se refere o pedido, as matérias em relação às quais se solicita a procuração e a indicação clara de que todas as informações pertinentes encontram-se disponíveis em certo endereço físico ou eletrônico e que devem ser lidas antes da eventual outorga da procuração.

E sempre que o material incluir informações e documentos relativos a mais de um pedido público de procuração (nos casos de disponibilização de sistema para votação eletrônica pela companhia – art. 31) ou incluir no pedido da administração a indicação de candidatos por acionistas e as respectivas informações (art. 28), o material deverá indicar com clareza as informações relativas a cada proponente e cuidar para que nenhum pedido ou indicação seja tratada com mais destaque do que outra (art. 31, § 2º).

5. Art. 24: a procuração

5.1 Formato: instrumento de mandato ou *proxy card*

A procuração, ou *proxy*, para os fins da regulação do pedido público de procuração, pode assumir qualquer formato.

O pedido público pode solicitar que os acionistas outorguem uma procuração em formato físico ou por meio eletrônico, com assinatura digital, que se assemelhe a um típico instrumento de mandato, ou pode também solicitar que a outorga de poderes seja transmitida em um formato mais simples, de mera instrução de voto, um *proxy card*.

Em um ou outro caso, o documento, juridicamente, não deixará de ser uma procuração, não deixará de implicar os efeitos de ser uma procuração e deverá, portanto, seguir também os comandos dos arts. 653 e seguintes do Código Civil, para que seja válido (ser assinado e “conter a indicação do lugar onde foi passado, a qualificação do outorgante e do outorgado, a data e o objetivo da outorga com a designação e a extensão dos poderes conferidos”, por exemplo – art. 654).

Embora também não haja maiores especificações na regulação brasileira além dos parâmetros de linguagem do art. 2º da Instrução CVM n.º 481/09, é aconselhável que a minuta da procuração, ou *proxy card*, seja simples, curta, direta, faça referência à Companhia e à assembleia geral, e indique com clareza as matérias e as opções de voto em cada matéria, assim como o fato de que implica a outorga de poderes para representação do acionista no exercício de seu direito de voto. Para os fins do pedido público de procuração, o instrumento de mandato deverá sempre ser escrito.

Conforme adiantado no item 1 desta Parte B do Capítulo V, a Instrução CVM n.º 481/09 não determina – talvez o devesse determinar – que as regras aplicáveis aos pedidos públicos de procuração aplicam-se também a pedidos públicos para que os acionistas votem em determinado sentido, sem que seja feita uma solicitação de outorga de procuração. Assim, se qualquer pessoa utilizar meios públicos de comunicação para solicitar aos acionistas que votem em determinado sentido, mas não solicitar procuração ou documento equivalente, essa pessoa e seus anúncios não estarão sujeitos à Instrução CVM n.º 481/09, de acordo com sua redação atual.

Esse tipo de solicitação de votos, embora não de procuração, deveria ser disciplinado pela mesma Instrução CVM n.º 481/09.

É verdade que, de um lado, o solicitante não se apropria de poderes para exercício do direito de voto no sentido requerido e que, portanto, o acionista permanece livre para comparecer ou não na assembleia e para votar em um sentido ou em outro. É também verdade que, nesse caso, o solicitante não poderá ser reembolsado pela companhia em nenhuma hipótese.

Porém, de outro lado, o teor da comunicação feito pelo solicitante e sua capacidade de influência sobre os acionistas são praticamente os mesmos observados em um pedido público de procuração. E, da mesma forma, o acionista pode revogar a procuração a qualquer tempo e pode, se quiser, comparecer na assembleia.

Caso a companhia disponibilize plataforma eletrônica para votação, a solicitação pública de voto em certo sentido aproxima-se ainda mais de um pedido público de procuração.

Do ponto de vista da técnica legislativa, a disciplina desse tipo de situação, além de necessária, seria perfeitamente compatível e facilmente acoplável à disciplina dos pedidos públicos de procuração inscrita na Instrução CVM n.º 481/09.

Para ilustração, com relação ao formato da procuração ou do *proxy card*, veja-se as principais instruções a esse respeito formalizadas, no direito norte-americano, pela *Rule 14a-4* do *Securities and Exchange Act* de 1934:

“§ 240.14a-4 *Requirements as to proxy.*

(a) The form of proxy (1) shall indicate in bold-face type whether or not the proxy is solicited on behalf of the registrant's board of directors or, if provided other than by a majority of the board of directors, shall indicate in bold-face type on whose behalf the solicitation is made;

(2) Shall provide a specifically designated blank space for dating the proxy card; and

(3) Shall identify clearly and impartially each separate matter intended to be acted upon, whether or not related to or conditioned on the approval of other matters, and whether proposed by the registrant or by security holders. (...)

(b)

(1) Means shall be provided in the form of proxy whereby the person solicited is afforded an opportunity to specify by boxes a choice between approval or disapproval of, or abstention with respect to each separate matter referred to therein as intended to be acted upon, other than elections to office and votes to determine the frequency of shareholder votes on executive compensation pursuant to § 240.14a-21(b) of this chapter. A proxy may confer discretionary authority with

respect to matters as to which a choice is not specified by the security holder provided that the form of proxy states in bold-face type how it is intended to vote the shares represented by the proxy in each such case.

(2) A form of proxy that provides for the election of directors shall set forth the names of persons nominated for election as directors, including any person whose nomination by a shareholder or shareholder group satisfies the requirements of § 240.14a-11, an applicable state or foreign law provision, or a registrant's governing documents as they relate to the inclusion of shareholder director nominees in the registrant's proxy materials. Such form of proxy shall clearly provide any of the following means for security holders to withhold authority to vote for each nominee:

(i) A box opposite the name of each nominee which may be marked to indicate that authority to vote for such nominee is withheld; or

(ii) An instruction in bold-face type which indicates that the security holder may withhold authority to vote for any nominee by lining through or otherwise striking out the name of any nominee; or

(iii) Designated blank spaces in which the security holder may enter the names of nominees with respect to whom the security holder chooses to withhold authority to vote; or

(iv) Any other similar means, provided that clear instructions are furnished indicating how the security holder may withhold authority to vote for any nominee.”

5.2 Linguagem

A procuração deverá, quanto à sua linguagem, respeitar o disposto no art. 2º da Instrução CVM n.º 481/09, bem como os demais parâmetros também aplicáveis ao material relativo ao pedido público de procuração como um todo, discutidos no item 3 desta Parte B do Capítulo V.

Valem para efeito de comparação, nesse particular, as referências feitas no mesmo item 3 desta Parte B do Capítulo V à *Rule 14a-5* do *Securities and Exchange Act* de 1934.

5.3 Art. 24, inc. I: (im)parcialidade das procurações

O inciso I do art. 24, em linha com o disposto no art. 126, § 2º, “b”, da Lei das Sociedades por Ações, determina que o modelo de procuração objeto de pedido público deve “indicar um procurador para votar a favor, um procurador para se abster e outro procurador para votar contra cada uma das propostas objeto do pedido”.

A intenção da norma é garantir a imparcialidade dos pedidos públicos de procuração e impedir a sua manipulação de forma prejudicial aos interesses da companhia e dos acionistas.

Ocorre que essa regra, na forma como estabelecida, que segue a orientação da Lei das Sociedades por Ações, a qual, por sua vez segue a estrutura da regulação norte-americana, não atinge plenamente seus objetivos e nem é eficaz no contexto brasileiro.

Toda a regulação de *proxy* nos Estados Unidos foi montada para aplicação, na grande maioria dos casos, em hipóteses de pedidos públicos de procuração promovidos pela administração da companhia. Isso porque, como se sabe, nos Estados Unidos a maioria das companhias não tem controlador definido e, portanto, é comanda gerencialmente. Nesse quadro, não apenas os pedidos públicos de procuração são mais demandados, como naturalmente é a administração que mais vezes os demanda.

Os pedidos públicos de procuração promovidos pela administração são patrocinados sempre com o recurso da companhia, utilizando-se o tempo dos funcionários da companhia e conduzidos por representantes eleitos para administrar a companhia. Ou seja, por definição, são pedidos que emanam da própria companhia, os quais, por consequência, devem ser de fato neutros.

A necessidade de neutralidade decorre portanto do uso dos recursos comuns a todos os acionistas, alocados na companhia, como dos próprios deveres fiduciários dos administradores, que, em teoria, devem defender apenas aquilo que é mais favorável ao conjunto de interesses dos acionistas, ao interesse social.

Por consequência, é compreensível que as procurações pertinentes a pedidos públicos promovidos pela administração facultem aos acionistas, com igual facilidade, votar a favor, contra ou se abster em cada matéria. Inclusive porque o pedido público de procuração promovido pela administração pode assumir, em regra, duas funções: a de instrumento para fomento da participação dos acionistas ou a de instrumento de legitimação de decisões da administração.

Para ambas as funções, em adição às considerações dos parágrafos anteriores, faz todo o sentido que as procurações facultem aos acionistas o voto em qualquer dos sentidos possíveis.

O mesmo não é necessariamente verdade para os pedidos de procuração promovidos por acionistas, em especial acionistas não controladores.

Em regra, os pedidos públicos de procuração promovidos por acionistas, em especial os não controladores, assumem o caráter de instrumento de mudança. Seja mudança total ou parcial da administração, seja mudança do controle, seja alteração do estatuto social para aumento do dividendo mínimo obrigatório ou para exclusão de uma cláusula de *poison pill*.

Nesses casos, diferentemente, nem sempre faz sentido que o solicitante faculte aos acionistas a possibilidade de voto contrário à sua proposta. Por duas razões: a primeira é o fato de que o acionista que não concorda com a proposta pode simplesmente não outorgar a procuração ou comparecer na assembleia e votar contra; a segunda é o desestímulo que pode ser gerado no potencial solicitante diante da possibilidade de ter que incorrer em custos para acabar obrigado a exercer votos contrários a sua própria proposta, ou ainda o estímulo não desejado para que o solicitante simplesmente não utilize as procurações recebidas com voto contrário à sua proposta, alegando que não as recebeu ou que foram perdidas no processo de envio, por exemplo.

A Instrução CVM n.º 481/09, nesse aspecto, ou simplesmente replicou irrefletidamente uma orientação também irrefletida, e criada há quase 40 anos antes, da Lei das Sociedades por Ações, resultando no enxerto no direito societário brasileiro de regras adaptadas a ambiente diverso deste; ou optou por utilizar os pedidos públicos de

procuração promovidos por acionistas como um vetor para o fomento em geral da participação dos acionistas nas assembleias gerais.

Na primeira hipótese, que desconsidera a realidade de ainda maior presença relativa de concentração societária, o risco é o desestímulo não calculado pelo órgão regulador para a realização de pedidos públicos de procuração por acionistas, o que é justamente o inverso do objetivo da Instrução CVM n.º 481/09.

Na segunda hipótese, o risco, calculado pelo órgão regulador, é o de trocar um aumento dos custos dos pedidos públicos de procuração promovidos pelos acionistas por um aumento da participação dos acionistas nas assembleias gerais. Neste último caso, as iniciativas regulatórias de fomento ao ativismo societário de forma geral estariam, de certo modo, “pegando carona” nas iniciativas de ativismo de determinados acionistas.

Em um ou outro caso, mudando apenas a consciência de seus efeitos ou a falta dela por parte da Comissão de Valores Mobiliários, o fato é que há embutido na regra do art. 24, inc. I, da Instrução CVM n.º 481/09, um efetivo desincentivo, de magnitude incerta, para a realização de pedidos públicos de procuração por acionistas, especialmente não controladores, na medida em que o solicitante é obrigado a incluir no modelo de procuração a possibilidade de voto contrário à sua proposta; sendo que o reembolso integral, ademais, está atrelado justamente ao êxito da proposta.

De qualquer maneira, o dispositivo é expresso, e de acordo com sua redação atual, todo e qualquer modelo de procuração relacionado a um pedido público de procuração deve conter claramente, ou com o mesmo destaque, as opções para que o acionista outorgante vote a favor, contra ou se abstenha em relação à proposta do solicitante.

Para cada sentido possível para o exercício do direito de voto, ademais, a procuração deve indicar um procurador diferente. Ou seja, a procuração deverá outorgar poderes para ao menos 3 procuradores, sendo que cada um deles deverá ser indicado para exercer o voto em um e apenas um dos sentidos possíveis.

Assim, se o acionista optar pela aprovação da matéria, um dos procuradores deverá exercer o voto; se optar pela reprovação, outro procurador deverá exercer; e se optar pela abstenção, um terceiro procurador deverá exercer o direito de voto.

Essa regra, mais uma vez, visa assegurar a imparcialidade na utilização das procurações obtidas por meio de pedido público de procuração. Porém, mais uma vez, sua eficácia é restrita.

A regra é bastante útil, na verdade, para a organização da assembleia e para o registro dos votos, mas não para garantia de imparcialidade.

Como cada procurador exercerá os votos das procurações recebidas em um sentido, é mais fácil controlar, registrar e fiscalizar o número de votos manifestados em cada sentido, inclusive, mas não apenas, se se tratar de um “*show of hands resolution*”. É mais fácil também de controlar se cada procurador cumpriu com suas responsabilidades.

Entretanto, como todos os procuradores são, normalmente advogados internos da própria companhia, ou de um mesmo escritório de advocacia, sujeitos à mesma escala de subordinação ou contratados pelo mesmo cliente, conforme o caso, é difícil garantir a plena e objetiva imparcialidade no manuseio das procurações.

O custo, de outro lado, em razão da necessidade de alocação ou contratação de mais procuradores, além de eventuais despesas de deslocamento para as assembleias, entre outras, também é incrementado, sem que aparentemente haja algum retorno em termos de transparência, segurança ou eficácia para o mecanismos dos pedidos públicos de procuração.

Mas é também o que a Instrução CVM n.º 481/09 determina, igualmente em consonância com o exigido pelo art. 126, § 2º, “b”, da Lei das Sociedades por Ações. E deve, portanto, ser observado sempre que promovido um pedido público de procuração, independentemente de quem seja o solicitante.

As procurações poderão, evidentemente, nomear mais do que 3 procuradores, não havendo número limite. É necessário apenas que haja pelo menos 3 e que nenhum procurador possa exercer o voto em mais do que em um dos sentidos possíveis.

Os poderes outorgados podem, ainda, ser substabelecidos e as procurações podem conter previsão ou proibição expressa ao substabelecimento, ou mesmo serem omissas a esse respeito, com as consequências previstas no art. 667 do Código Civil.

5.4 Art. 24, inc. II: indicação de como o procurador deverá votar, procuração em branco e voto não uniforme

O inc. II do art. 24 determina que a procuração deverá indicar expressamente como o procurador deverá exercer o direito de voto: se deverá aprovar a matéria, reprová-la, abster-se ou exercer o direito de qualquer outro modo claramente determinado.

Isso significa que, nos pedidos públicos de procuração no Brasil, não é autorizada a outorga da chamada “procuração em branco”, permitida em países como os Estados Unidos e a França. A procuração em branco consiste na mera outorga de poderes para exercício do direito de voto, sem indicação expressa do sentido do voto e, algumas vezes, sem mesmo a indicação do procurador. Nesses casos, em regra, as legislações aplicáveis determinam que o voto será proferido no mesmo sentido indicado pela administração da companhia⁴⁰⁴.

No Brasil, é possível que o acionista outorgue poderes para que o voto seja “exercido no sentido que a administração da companhia indicar”, mas essa orientação deverá constar expressamente da procuração.

A procuração pode também deixar claro, e essa instrução deve ser reproduzida no manual de outorga de procuração, que no caso de o acionista outorgante não assinalar

⁴⁰⁴ O art. R225-106 do *Code de Commerce* francês, por exemplo, determina que “*Pour toute procuration d'un actionnaire sans indication de mandataire, le président de l'assemblée générale émet un vote favorable à l'adoption des projets de résolution présentés ou agréés par le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, et un vote défavorable à l'adoption de tous les autres projets de résolution. Pour émettre tout autre vote, l'actionnaire doit faire choix d'un mandataire qui accepte de voter dans le sens indiqué par le mandant*”.

nenhuma das opções possíveis com relação ao sentido do voto em determinada matéria, o procurador registrará a abstenção com relação à referida matéria.

É questionável do ponto de vista jurídico, e desaconselhável do ponto de vista ético, que a procuração adote como *default*, no caso de não indicação do sentido do voto, que o voto seja exercido a favor ou contra a aprovação da matéria em questão, ou que seja exercido de acordo com a indicação da administração. Por outro lado, a abstenção é a solução mais adequada, uma vez que não interfere em quoruns de instalação.

Se não houver disposição expressa a esse respeito na procuração, o voto proferido em qualquer sentido e não tendo sido assinalada nenhuma opção pelo outorgante, em especial pela aprovação ou reprovação, mas também pela abstenção, será anulável e o procurador poderá ser responsabilizado pelas consequências daí decorrentes. O mesmo raciocínio e conclusão são aplicáveis para os casos em que, por qualquer razão, a indicação do sentido do voto não é clara (duas opções contraditórias, aprovação e reprovação, são assinaladas, por exemplo).

A procuração pode, ainda, pedir poderes para a inclusão de determinada matéria na ordem do dia, para a apresentação de manifestação, pedido de suspensão da assembleia, para decisões procedimentais, como a lavratura da ata em forma de sumário, desde que a solicitação e a autorização constem de forma expressa na procuração. A outorga de poderes não precisa ser determinada, mas deve ser expressa. A outorga de poderes também não precisa se limitar a aprovar, reprovar ou se abster em relação a determinada matéria, podendo propor outros modos de representação, manifestação e exercício do direito de voto, desde que, igualmente, a solicitação e a outorga sejam expressas.

Se o modelo da procuração disponibilizado pelo solicitante for modificado substancialmente pelo acionista outorgante em relação à sua versão original, o mandatário não é obrigado a exercer os direitos de voto relacionados à referida procuração e pode desconsiderá-la inclusive para os fins do registro da presença do acionista outorgante na assembleia geral. Caso queira utilizar a procuração, e esta apresente pelo menos seus requisitos jurídicos de validade, o solicitante poderá fazê-lo, uma vez que se tratará de instrumento de mandato ordinário.

O acionista poderá também, se assim o desejar, especificar na procuração outorgada ou em mais de uma procuração outorgada, quantos dos votos de que é titular deverão ser exercidos em um sentido e quantos dos votos de que é titular deverão ser exercidos em outro sentido. Conquanto a Instrução CVM n.º 481/09 não o autorize expressamente, o chamado “voto não uniforme”, seja ele por procuração ou não, também não é vedado pela regulação ou pela legislação societária, de forma que não deve ser considerado ilegal.

Em função da ausência de disciplina legal sobre a matéria no Brasil, o acionista que desejar exercer os votos de que é titular de maneira não uniforme também não precisará apresentar nenhum tipo de justificação, seja à companhia, seja ao órgão regulador, seja ao mandatário⁴⁰⁵.

5.5 Art. 24, inc. III: validade e (ir)revogabilidade da procuração

Por força do art. 24, inc. III, da Instrução CVM n.º 481/09, o modelo de procuração objeto de pedido público deve prever, necessariamente, que a outorga de poderes será válida por apenas uma assembleia.

A validade da procuração incluirá, se não houver previsão expressa em contrário, tanto novas convocações da mesma assembleia, em razão da não instalação, quanto a continuação da mesma assembleia em outra data, no caso de suspensão. Em qualquer caso, o mandato deve estar dentro do prazo de 1 ano previsto pelo art. 126, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações. Por outro lado, mesmo que dentro do referido prazo de 1 ano, a procuração encaminhada juntamente com o pedido público apenas poderá ser utilizada na assembleia para a qual foi especificamente outorgada.

Se, por qualquer razão, o acionista outorgante decidir-se por alterar o modelo de procuração e outorgar os poderes de representação ao solicitante por mais de uma assembleia, dentro do prazo do art. 126, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações, o instrumento de mandato será válido. O que a regulação impede é que o solicitante

⁴⁰⁵ Cf., nesse sentido, o art. 313 da *Kaisha-ho* (Ato n.º 86 de 2005), a lei societária japonesa, que exige que o acionista avise a companhia previamente e justifique o voto não uniforme. Ver também o art. 593 da *New Companies Ordinance* de Hong Kong.

encaminhe modelo de procuração aos acionistas com a outorga de poderes para mais de uma assembleia.

No caso de convocação de uma nova assembleia, ainda que para tratar da mesma matéria, ou para deliberar eventual reversão de deliberação anterior (caso de matérias que ensejam o direito de recesso, por exemplo), um novo pedido público de procuração deverá ser realizado, um novo modelo de procuração deverá ser distribuído aos acionistas e novas procurações deverão ser outorgadas. Pela redação do inciso III do art. 24, a minuta de procuração encaminhada juntamente com material do pedido público de procuração não poderá prever a outorga de poderes de representação válida por mais de uma assembleia, por mais que se trate de deliberações sobre a mesma matéria.

Caso a convocação seja de uma assembleia geral ordinária e extraordinária para a mesma data e horário, a minuta de procuração pode prever a outorga de poderes para ambas. Se as assembleias forem convocadas individualmente ou forem ser realizadas de forma também independente, em horários diversos e registradas em atas diversas, ainda que na mesma data ou em datas diversas, serão necessárias duas minutas de procuração para atendimento ao disposto no inciso III do art. 24. Não há razão para se impedir que ambas as procurações sejam solicitadas no mesmo pedido público de procuração.

Embora a Instrução CVM n.º 481/09 estipule limitações à validade da procuração, a norma não traz nenhuma disciplina específica com relação à revogação e à possibilidade de outorga de procuração irrevogável.

Sendo assim, a revogação ou irrevogabilidade das procurações objeto de pedido público de procuração deverá seguir as regras dos arts. 682 e seguintes do Código Civil.

A Instrução CVM n.º 481/09 ou a legislação societária também não determinam nenhuma forma ou prazo específicos para a revogação das procurações objeto de pedido público de procuração. A revogação, assim, poderá se dar por escrito ou verbalmente e, para que possa ser oposta contra a companhia, deverá esta ser notificada, nos termos dos arts. 686 e 689 do Código Civil. Nada impede que essa revogação seja notificada à companhia por meios eletrônicos, a exemplo do que dispõe o art. R225-79 do *Code de Commerce* Francês. E, por fim, a menos que o instrumento de mandato disponha em

contrário, as procurações objeto do pedido público de procuração poderão ser revogadas a qualquer momento, antes ou durante a assembleia para a qual foi outorgada, pelo acionista outorgante.

O pedido público de procuração deverá orientar os acionistas, preferencialmente no manual de outorga de procuração ou mesmo na própria procuração, a respeito da faculdade de revogação da procuração a qualquer tempo e do procedimento para a revogação.

É razoável que o acionista requeira que a revogação seja feita por escrito, com cópia para o próprio solicitante e para a companhia até, por exemplo, um dia antes da assembleia geral. Entretanto, a menos que a procuração contenha cláusula expressa de irrevogabilidade após atingido determinado prazo anterior à assembleia, o solicitante não poderá restringir a revogabilidade da procuração ou os meios para a formalização da revogação.

Em qualquer hipótese, ainda que permitido pela lei, qualquer restrição no prazo e nos meios de revogação parece contra o espírito dos pedidos públicos de procuração e da relação de confiança e cooperação entre acionistas que o permeia.

Nesse sentido, por exemplo, as orientações de preenchimento do *Schedule 14A*, para os pedidos públicos de procuração nos Estados Unidos, determinam que o solicitante deverá declarar, no *proxy statement*, “*whether or not the person giving the proxy has the power to revoke it. If the right of revocation before the proxy is exercised is limited or is subject to compliance with any formal procedure, briefly describe such limitation or procedure*”.

Quanto à inserção de cláusula de irrevogabilidade na minuta de procuração, a lei ou a regulação também não o impedem, e o Código Civil a autoriza expressamente (art. 683), embora igualmente pareça ofender o ideal que fomenta o mecanismo de pedido público de procuração. A inserção de cláusula de irrevogabilidade na procuração pode, com efeito, levar à criação de certa resistência dos acionistas em outorgar a procuração solicitada.

O mesmo aplica-se ao caso de procuração em causa própria (art. 685 do Código Civil) e na hipótese do parágrafo único do art. 686 do Código Civil, sendo ambas situações ainda

mais difíceis de serem conciliadas com os objetivos de um pedido público de procuração⁴⁰⁶.

Caso a companhia seja notificada a respeito da revogação da procuração antes da deliberação em que os poderes outorgados seriam exercidos pelo mandatário, é obrigação da mesa assemblear, se tiver tido conhecimento do fato, recusar o cômputo dos respectivos votos e mesmo da presença do acionista representado. Se a companhia não foi notificada a respeito da revogação e os votos apresentados pelo procurador foram computados pela mesa assemblear, a deliberação resultante, mesmo que tenha dependido dos referidos votos para sua aprovação, será válida, cabendo ao acionista mandante, se for o caso, as ações aplicáveis contra o mandatário (686 e 689 do Código Civil).

Caso a procuração seja revogada, não seja informada à companhia, os votos relativos apresentados pelo mandatário sejam computados pela mesa assemblear e um terceiro questione a aprovação com fundamento na revogação da procuração, ainda assim o acionista mandante, se assim o desejar por qualquer razão, poderá ratificar o exercício do voto, desde que o faça de modo expresso (art. 662 do Código Civil)⁴⁰⁷.

Por fim, caso o acionista que outorgou o mandato também compareça à assembleia geral e exerça diretamente o seu direito de voto, o seu voto deverá prevalecer em relação a eventual voto proferido pelo mandatário, sendo que a presença e a manifestação do voto por parte do acionista, diretamente, deverão ser consideradas como revogação da procuração, com automática ciência por parte da companhia.

O acionista que outorgar procuração e ainda assim quiser comparecer à assembleia, mesmo mantendo o exercício do direito de voto a cargo do procurador, poderá fazê-lo normalmente.

⁴⁰⁶ A *Delaware General Corporation Law*, em sua *section* 212, (e), permite a irrevogabilidade da procuração, desde de que haja razão para tanto. Disciplinando a possibilidade de irrevogabilidade da procuração, ver também o *Model Business Corporation Act*, §§ 7.09 e 7.22, (d) a (f).

⁴⁰⁷ Quanto aos efeitos da revogação, ver o detalhado art. 330 do *Companies Act* britânico, de 2006. Cf. também os arts. 604 e 605 da *New Companies Ordinance* de Hong Kong.

5.6 Documentos de representação

O material do pedido público de procuração deverá indicar aos acionistas os documentos que deverão ser encaminhados juntamente com a procuração, necessários para a comprovação da situação do acionista e, no caso de pessoas jurídicas, fundos de investimentos ou outras entidades, também para comprovação de poderes de quem outorgará a procuração. Deverá ser indicada, ainda, a forma em que os documentos deverão ser encaminhados, se em cópia simples, cópia autenticada, uma ou mais vias, originais, com ou sem firma reconhecida, traduzidos, ou não, por tradutor juramentado ou não, por meio físico ou eletronicamente, por exemplo.

Cumpra à companhia aceitar ou não os documentos de representação apresentados pelos acionistas ou procuradores, não podendo, contudo, rejeitá-los injustificadamente. Do mesmo modo, embora configure muitas vezes desnecessário formalismo, poderá ser exigida tradução juramentada e/ou assinatura consularizada para documentos estrangeiros, e firma reconhecida para documentos nacionais.

A companhia não poderá utilizar dois critérios diferentes, aceitando, por exemplo, documentos sem firma reconhecida de um acionista e não o aceitando da parte de outro acionista. Essa observação é especialmente importante em casos de pedido público de procuração promovido pela administração ou pelo acionista controlador, para que se evitem abusos e discriminações com relação às procurações e acionistas cujos votos interessam para o solicitante, de um lado, ou que este prefere que não sejam computados, de outro.

As procurações objeto de pedido público de procuração podem solicitar também poderes expressos para requerer, junto à instituição depositária, o extrato da posição acionária do outorgante. Com isso, evita-se o problema de desatualização do extrato entre a data da outorga da procuração e a data da realização da assembleia. Em qualquer caso, a companhia, na prática, sempre deverá checar a relação completa de acionistas na data da assembleia, ou na data anterior, de acordo com a viabilidade, e confrontar com os extratos de posição acionária apresentados pelos procuradores.

5.7 Obrigações e responsabilidades do mandante: impedimentos e conflitos

O acionista que outorga a procuração, em resposta a um pedido público de procuração, como qualquer mandante, obriga-se pela satisfação das obrigações contraídas pelo mandatário em seu nome, conforme dispõe o art. 675 do Código Civil. Assim, a parcela de aumento do capital social subscrita pelo mandatário em nome do mandante deverá ser por este subscrita no devido tempo e forma, por exemplo.

No caso de pedido público de procuração, por sua específica natureza e objetivos, há uma derrogação implícita de qualquer direito de reembolso ou de remuneração que pudesse ser pleiteado pelo mandatário por consequência da execução do mandato e com fundamento no art. 676 do Código Civil. Por absurdo que possa parecer, no entanto, a cobrança de remuneração ou de reembolso de despesas por parte do mandatário, junto ao mandante, não é proibida pela lei ou pela regulamentação. Mas justamente por ser inusitada, e sem dúvida contrária aos fins do pedido público de procuração, caso exista, deverá ser informada com destaque e com a maior clareza possível no material do pedido público de procuração, sob pena de inexigibilidade ou responsabilização do solicitante por prejuízos causados.

São igualmente inaplicáveis, na hipótese de pedido público de procuração, eventuais pedidos de ressarcimento por parte do mandante, junto ao mandatário, de perdas sofridas em decorrência da execução regular do mandato (art. 678 do Código Civil). O mandatário não poderia cobrar do acionista outorgante o ressarcimento de perdas sofridas em decorrência da aprovação de uma matéria, com os votos do outorgante, que levou à desvalorização das ações da companhia ou que deflagrou a obrigação dos acionistas que a aprovaram de realizar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas, por exemplo, mesmo no caso em que a instrução de voto dada pelo acionista outorgante for contrária à proposta do solicitante. Aquele que promove o pedido público de procuração não assume nenhuma responsabilidade que seja própria do acionista outorgante, mas também não transfere nenhuma das suas próprias obrigações a ele. Ademais, o solicitante deve assumir os efeitos, dentro de sua esfera de direitos, deveres e obrigações, da aprovação ou reprovação das matérias em relação às quais pediu procuração.

As únicas hipóteses em que o mandatário poderá buscar ressarcimento por despesas ou perdas junto ao mandante, com base nos arts. 676 e 678 do Código Civil, são aquelas em que o mandante outorgou poderes que não detinha, juntando documentos que induziam o mandatário em erro, por dolo ou culpa.

É inclusive em razão do disposto no art. 679 do Código Civil, que o art. 24, inc. II, da Instrução CVM n.º 481/09 determina que a procuração objeto de pedido público de procuração deverá indicar expressamente como o procurador deverá votar em cada uma das matérias a serem deliberadas. Por conta do disposto no art. 24, inc. II, da Instrução CVM n.º 481/09, a mesa assemblear não poderá aceitar nenhum voto proferido por procurador que contrarie as instruções da procuração, mesmo que não extrapole os poderes outorgados.

A mesa, portanto, deverá não apenas checar os poderes de representação, mas também as instruções específicas de voto. E o solicitante que distribuiu a minuta de procuração em desacordo com a regulação poderá também ser responsabilizado.

O voto proferido pelo procurador em contrariedade com a instrução do acionista mandante, e com a ciência da mesa assemblear, pode ser anulado com fundamento no art. 119 do Código Civil.

No caso de uma procuração outorgada fora do âmbito de um pedido de procuração e, portanto, não sujeita à Instrução CVM n.º 481/09, a mesa assemblear, ou a administração da companhia de modo geral têm a obrigação de checar os poderes de representação do procurador, mas não necessariamente podem exigir a verificação de eventual instrução específica de voto.

Assim, podem ocorrer situações em que o procurador exerça o direito de voto em nome do acionista outorgante dentro dos poderes outorgados, mas contrariamente às instruções de voto transmitidas, sem o conhecimento por parte da companhia a esse respeito.

Nessa hipótese, salvo se existirem outras irregularidades, o voto e a deliberação serão válidos, aplicando-se a regra do art. 679 do Código Civil para eventual responsabilização e dever de ressarcimento do mandatário em relação ao acionista mandante.

5.8 Obrigações e responsabilidades do mandatário: impedimentos e conflitos

O mandatário das procurações outorgadas em pedido público de procuração é, em primeiro lugar, obrigado a votar, e a votar no sentido expressamente determinado pelo acionista mandante. A recusa em votar, a ausência ou o voto diverso em relação à instrução expressa dada pelo acionista mandante ensejam, por parte do mandatário, e por parte do solicitante, responsabilização pelas perdas e danos causados ao acionista mandante, em decorrência tanto da perda da oportunidade de votar, quanto dos efeitos do voto exercido em contrariedade com as instruções expressas, conforme o caso⁴⁰⁸.

A atuação como procurador, mesmo em um pedido público de procuração, está sujeita às restrições do art. 126, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações. A lei societária, de fato, não faz qualquer exceção para o caso de pedido público de procuração e a regulação, por consequência, também não poderia fazê-lo.

O acionista que atua como procurador em pedidos públicos de procuração estará também sujeito aos mesmos impedimentos dispostos no art. 115, § 1º, e aos mesmos deveres apontados no referido art. 115.

A responsabilidade pelo voto e por seus efeitos é em regra do acionista outorgante, que assume as consequências do voto exercido de acordo com suas instruções expressas. Se o acionista outorgante tinha conflito de interesse em relação à matéria para a qual

⁴⁰⁸ “Where ‘control’ is in the hands of the Board of Directors because stock is widely dispersed, and because the Directors are able to control the sending out of proxies year by year, it is evident that the relationship is still more subtle. On the one hand, the Directors are bound to use their powers as fiduciaries for the stockholders – this, in their quality as Directors. On the other hand, the proxies for the shareholders will cast the stockholder’s vote at the meeting, as agents for the shareholders (a proxy is merely a power of attorney after all), and in this process they are acting for the shareholders. Since the proxy or agent is in legal theory a representative of the shareholders, while in fact he is an individual under the domination of the Board of Directors, there is almost inevitably a division of interest. Legally, the proxy is an agent for the shareholder; and necessarily under a duty of fidelity to him. Factually, he is a dummy for the management, and is expected to do as he is told. (...) The vote when mobilized really represents the will of the Directors.” (BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C., *The modern corporation and private property*, Transaction Publishers, New Brunswick, 1991, p. 217).

outorgou procuração em um pedido público de procuração, o voto exercido pelo procurador pode ser anulado e os efeitos da anulação são de responsabilidade do acionista outorgante e não do outorgado, a menos que este tivesse ciência do conflito, situação em que pode ser também responsabilizado.

Se, por outro lado, o solicitante for acionista, for também o procurador, tiver conflito de interesse e ainda exercer o voto em nome do acionista outorgante, o voto e a deliberação não serão anuláveis, pois o conflito de interesses era do mandatário e não do mandante, mas o solicitante deverá ser responsabilizado por perdas e danos incorridos pela companhia e pelos acionistas em decorrência de sua atuação, em todo o pedido público de procuração, em conflito de interesses, inclusive por força do art. 663 do Código Civil. O mesmo ocorrerá, ainda que o acionista conflitado não seja o procurador, mas apenas o solicitante.

Se o procurador for um administrador da companhia, acionista ou não, então também deverá observar o disposto no art. 134, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações. Nesse caso, o administrador, acionista ou não, não poderá votar, nem mesmo como procurador, nenhum dos documentos relativos à ordem do dia da assembleia geral ordinária. O voto exercido em violação a esse dispositivo, bem como a deliberação que dele depender para sua aprovação serão nulos.

No mais, cumpre ao mandatário observar as obrigações gerais estabelecidas nos artigos 667 e seguintes do Código Civil.

6. Arts. 23, 33, 35 e anexo 23: informações obrigatórias e informações adicionais

6.1 Art. 23, *caput*: anexo 23

Todo pedido público de procuração deve incluir, em seu material, as perguntas indicadas no Anexo 23 da Instrução CVM n.º 481/09 e respectivas respostas.

As respostas deverão empregar os mesmos parâmetros de linguagem discutidos no item 3 desta Parte B do Capítulo V, especialmente aqueles determinados pelo art. 2º da Instrução CVM n.º 481/09, sendo o mais completas e claras possível. Caso alguma das

perguntas indicadas no Anexo 23 não seja aplicável ao caso concreto, o solicitante deverá reproduzir a pergunta e registrar claramente que a resposta não é aplicável.

O Anexo 23 é o equivalente na regulação nacional do *Schedule 14A*, que materializa o *proxy statement* dos pedidos públicos de procuração norte-americanos. O *Schedule 14A* é substancialmente mais complexo que o Anexo 23 e traz em seu corpo, juntamente com as perguntas que devem ser respondidas pelo solicitante, orientação para a elaboração de cada resposta. As repostas às perguntas do *Schedule 14A*, igualmente, estão sujeitas às regras e parâmetros da *Rule 14a-5*⁴⁰⁹ com relação à forma e à *Rule 14a-9* com relação à veracidade, consistência, completude e neutralidade.

A *Rule 14a-9* dispõe que⁴¹⁰:

“§ 240.14a-9 *False or misleading statements.*

(a) *No solicitation subject to this regulation shall be made by means of any proxy statement, form of proxy, notice of meeting or other communication, written or oral, containing any statement which, at the time and in the light of the circumstances under which it is made, is false or misleading with respect to any material fact, or which omits to state any material fact necessary in order to make the statements therein not false or misleading or necessary to correct any statement in any earlier communication with respect to the solicitation of a proxy for the same meeting or subject matter which has become false or misleading.*

(b) *The fact that a proxy statement, form of proxy or other soliciting material has been filed with or examined by the Commission shall not be deemed a finding by the Commission that such material is accurate or complete or not false or misleading, or that the Commission has passed upon the merits of or approved any statement contained therein or any matter to be acted upon by security holders. No representation contrary to the foregoing shall be made.*

(c) *No nominee, nominating shareholder or nominating shareholder group, or any member thereof, shall cause to be included in a registrant's proxy materials, either pursuant to the Federal proxy rules, an applicable state or foreign law provision, or a*

⁴⁰⁹ A respeito, cf. o item 3 desta parte B do Capítulo V.

⁴¹⁰ A respeito da aplicação da *Rule 14a-9*, cf. os precedentes norte-americanos discutidos no item 11 da Parte A do Capítulo IV.

registrant's governing documents as they relate to including shareholder nominees for director in a registrant's proxy materials, include in a notice on Schedule 14N (§ 240.14n-101), or include in any other related communication, any statement which, at the time and in the light of the circumstances under which it is made, is false or misleading with respect to any material fact, or which omits to state any material fact necessary in order to make the statements therein not false or misleading or necessary to correct any statement in any earlier communication with respect to a solicitation for the same meeting or subject matter which has become false or misleading.

Note:

The following are some examples of what, depending upon particular facts and circumstances, may be misleading within the meaning of this section.

- a. Predictions as to specific future market values.*
- b. Material which directly or indirectly impugns character, integrity or personal reputation, or directly or indirectly makes charges concerning improper, illegal or immoral conduct or associations, without factual foundation.*
- c. Failure to so identify a proxy statement, form of proxy and other soliciting material as to clearly distinguish it from the soliciting material of any other person or persons soliciting for the same meeting or subject matter.*
- d. Claims made prior to a meeting regarding the results of a solicitation.”*

6.2 Art. 23, § 1º, inc. I: documentos pertinentes à ordem do dia

Além das informações e documentos relacionados ao pedido público de procuração (o próprio pedido, a minuta da procuração e o Anexo 23, por exemplo), o material do pedido deverá incluir também as informações e documentos pertinentes aos itens da ordem do dia para cuja deliberação a solicitação de procurações está sendo feita.

Essas informações e documentos estão detalhados nos arts. 8º a 21 da própria Instrução CVM n.º 481/09, e mediatamente nos arts. 133 e 135, § 3º, da Lei das Sociedades por Ações.

Em regra, embora não obrigatoriamente, os pedidos públicos de procuração serão realizados após ou concomitantemente com a publicação do edital de convocação e, por

consequência, com a disponibilização dos referidos documentos pela companhia em razão da assembleia geral.

Uma vez disponíveis esses documentos, o solicitante, caso não seja a própria administração, não deverá ter problema em obtê-los e distribuí-los em conjunto com o material do pedido público de procuração.

Se, por qualquer razão, o solicitante não tiver acesso a documento que deverá ser incluído no material público de procuração, caberá à companhia disponibilizá-lo ao solicitante ou diretamente a todos os acionistas.

6.3 Art. 23, § 1º, inc. II: outras informações e documentos relevantes

O solicitante tem a obrigação, ainda, de incluir no material do pedido público de procuração “quaisquer outras informações relevantes para o exercício do direito de voto em assembleia”. A regra, portanto, é a de que o solicitante deve disponibilizar aos acionistas todas as informações relevantes para a decisão do acionista de outorgar ou não a procuração e para a decisão de em qual sentido instruir o exercício do direito de voto, não devendo se limitar apenas às informações e documentos indicados expressamente na lei societária e na regulação.

A responsabilidade pela omissão integral ou parcial de informações relevantes para o exercício do direito de voto, desde que conhecidas pelo solicitante, é do próprio solicitante, independentemente de a referida informação estar ou não indicada pela legislação ou pela regulação entre as informações de disponibilização obrigatória. Trata-se de juízo subjetivo de relevância, que cabe a quem decide por promover o pedido público de procuração.

O solicitante, uma vez que lança mão de um mecanismo que em teoria cria um incentivo adicional para o acionista exercer o seu direito de voto, é obrigado a reiterar, replicar e amplificar o *disclosure* a que se sujeita a própria companhia com relação às informações a respeito das atividades sociais.

Não há na regulamentação, legislação ou precedentes, parâmetros para a definição de relevância que deflagre a obrigação de disponibilização de informações adicionais, não

especificamente exigidas pela regulação ou pela lei. Estas deverão ser determinadas caso a caso⁴¹¹.

6.4 Art. 33: informações e documentos adicionais

A Comissão de Valores Mobiliários, ademais, poderá a qualquer tempo requerer do solicitante, ou da companhia, esclarecimentos sobre as informações ou documentos distribuídos aos acionistas; a disponibilização de informações e documentos adicionais; e a correção de informações já fornecidas.

A autarquia poderá, ainda, a qualquer tempo, determinar a suspensão do pedido público de procuração, caso verifique alguma violação à Instrução CVM n.º 481/09.

O descumprimento do requerimento por parte da Comissão de Valores Mobiliários de esclarecimentos, de divulgação adicional de informações ou documentos, ou de correção de informações, bem como da determinação de suspensão de quaisquer atividades relacionadas ao pedido público de procuração será considerado infração grave, para os efeitos da Lei n.º 6.385/76, nos termos do art. 34, inc. II, da Instrução CVM n.º 481/09.

6.5 Art. 23, § 2º, e art. 31: disponibilização dos documentos na internet

Em consonância com o art. 6º também da Instrução CVM n.º 481/09, e com a evolução de todas as regulações e legislações societárias internacionais, o art. 23, § 2º, possibilita que o solicitante, ao invés de encaminhar ou disponibilizar cópias físicas dos documentos relativos ao pedido público de procuração, simplesmente indique no anúncio do pedido público de procuração um endereço eletrônico no qual os acionistas poderão encontrar os referidos documentos.

Esse endereço eletrônico pode se referir a uma página virtual construída e mantida pelo próprio solicitante, ou por algum de seus assessores ou prestadores de serviço

⁴¹¹ A respeito do conceito de relevância (*materiality*) para a regulação do mercado de capitais norte-americano, e dos pedidos públicos de procuração, cf. os precedentes discutidos no item 11 da Parte A do Capítulo IV, em especial o precedente *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* de 1976 (426 U.S. 438, 96 S.Ct. 2126, 48 L.Ed.2d 757), que define que “[a] omitted fact is material if there is substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote” e o precedente *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 232 (1988), que reproduz o mesmo conceito para casos de fraude sob a *Rule 10b-5*.

contratados no âmbito do pedido público de procuração, ou pode ser o endereço eletrônico do *site* da própria companhia ou o da Comissão de Valores Mobiliários, desde que, naturalmente, os documentos estejam disponíveis nos referidos *sites*.

Nos termos do art. 31, para os casos em que a companhia aceita procurações eletrônicas por meio de sistema na rede mundial de computadores, os documentos relativos a todos os pedidos públicos de procuração, pertinentes à assembleia em questão e promovidos por acionistas titulares de ações representativas de pelo menos 0,5% do capital social, deverão ser admitidos pela companhia para disponibilização no mesmo sistema eletrônico, com igual destaque entre si e em relação a eventuais pedidos públicos de procuração promovidos pela administração ou pelo acionista controlador.

A disponibilização dos documentos na internet, além de coerente com os usos atuais de comunicação, facilita o acesso dos acionistas aos documentos e reduz significativamente os custos do pedido público de procuração.

7. Arts. 25 e 31: abrangência do pedido e uso da internet

Uma vez que a solicitação de procuração se caracteriza como um pedido público de procuração, nos termos da Instrução CVM n.º 481/09, o solicitante é obrigado não apenas a divulgar as informações e documentos exigidos pela regulação, como também assegurar que o pedido e todo o material relacionado ao pedido público de procuração seja dirigido e disponibilizado a todos os acionistas com direito de voto na assembleia a que se refere.

A medida visa garantir a distribuição homogênea de informações e oportunidades a todos os acionistas diretamente interessados. Como se trata, por definição, de pedido com divulgação pública, não há necessidade de comunicação específica aos demais acionistas, sem direito de voto na assembleia em questão, uma vez que a informação a respeito desse pedido será amplamente divulgada de qualquer maneira.

O solicitante, portanto, verificados os critérios dos incisos do art. 22, não poderá limitar o seu pedido de procuração ou a oportunidade de ser representado em assembleia, às custas da companhia ou de terceiro, apenas a um grupo definido de acionistas com direito de voto. Se o fizer, ou será obrigado pela Comissão de Valores Mobiliários a

imediatamente estender o pedido aos demais acionistas com direito de voto e/ou poderá ser responsabilizado, administrativa e civilmente, em razão de eventuais prejuízos causados à companhia, aos acionistas ou ao mercado.

Caso o solicitante não seja nem o acionista controlador, nem a administração, a obrigação de dirigir o pedido público de procuração a todos os acionistas com direito de voto na assembleia será considerada atendida: (i) se o solicitante enviar o pedido por correspondência a todos os acionistas com direito de voto cujos endereços constem na relação de endereços fornecida pela companhia para esse fim (art. 25, inc. I c.c. o art. 30), não sendo exigido pela norma o envio de todo o material do pedido, que poderá ser disponibilizado por outros meios, nem o comprovante de recebimento do pedido, sendo necessário, porém, o comprovante do envio; (ii) se a companhia facultar a todos os acionistas com direito de voto a possibilidade de outorgar procuração eletrônica por meio da internet (hipótese em que nenhum anúncio em jornal ou envio de material será necessário, até porque não seria reembolsável, nos termos do art. 32, mas em que o material relativo ao pedido público deverá ser integralmente disponibilizado em plataforma de votação eletrônica da companhia, se o solicitante for acionista titular de ações representativas de pelo menos 0,5% do capital social, nos termos do art. 31); ou (iii) se o pedido for feito mediante publicação nos jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia e indicados no Formulário de Referência na data do envio, não sendo necessária a publicação em diário oficial⁴¹² (art. 25, inc. III).

Caso o solicitante seja o acionista controlador ou a administração, a obrigação de dirigir o pedido público de procuração a todos os acionistas com direito de voto na assembleia será considerada atendida: (i) se o solicitante enviar o pedido por correspondência a todos os acionistas com direito de voto cujos endereços constem dos cadastros da companhia (art. 25, inc. I); ou (ii) “se a companhia facultar a todos os acionistas com direito de voto a possibilidade de outorgar a procuração objeto do pedido através de sistema eletrônico na rede mundial de computadores”, fato esse que deverá ser indicado expressamente no edital de convocação da assembleia geral para a qual se solicitam as procurações.

⁴¹² Cf. o Relatório de Análise – Audiência Pública n.º 02/2009, pp. 19 e 20.

Ou seja, os pedidos públicos promovidos pelo acionista controlador ou pela administração deverão ser anunciados por meio do envio de correspondência a todos os acionistas com direito de voto ou no edital de convocação da assembleia geral. O anúncio apenas por meio do edital de convocação será permitido somente nas hipóteses em que a companhia disponibilizar aos acionistas plataforma para outorga de procuração eletrônica.

Nada impede que, além das correspondências ou do anúncio no edital, o acionista controlador ou a administração realizem também outros anúncios, inclusive nos jornais normalmente utilizados pela companhia, a respeito do pedido público de procuração, aplicando-se as regras de custeio e reembolso dos arts. 29 e 32.

A Instrução CVM n.º 481/09 não determina se o termo “correspondência”, utilizado em seu art. 25 refere-se a qualquer tipo de correspondência, inclusive as eletrônicas, ou apenas a correspondências físicas.

Considerando o contexto tecnológico que atualmente influencia o mercado de capitais e que, na última década, influenciou a reforma da maioria das principais legislações e regulações societárias do mundo, é difícil se defender que o conceito de “correspondência” não inclui também *emails*, por exemplo.

Como não há previsão ou proibição expressa a esse respeito na norma, deve ser entendido que a obrigação prevista no *caput* do art. 25 será considerada atendida se o solicitante, sendo ele a administração, o acionista controlador ou qualquer outra pessoa, enviar por *email* o pedido de procuração a todos os acionistas com direito de voto, desde que os respectivos endereços eletrônicos constem dos registros da companhia. A mesma conclusão se aplica para a hipótese de envio por fax ou por qualquer outro meio de comunicação.

O objetivo é que os acionistas sejam informados, preferencialmente por canais confiáveis, com comprovação de envio e de entrega simultânea (o que aliás é mais provável com o envio do pedido por *email* do que por correio, por exemplo).

Ao utilizar o termo “administrador”, em seu inciso III, o art. 25 deveria ter se referido à “administração” como um todo, conforme já discutido no item 1 desta Parte B do

Capítulo V. Caso o solicitante seja um acionista que também é administrador, mas promova o pedido público na qualidade de acionista e não em nome da administração, ou caso os solicitantes sejam administradores dissidentes em relação à maioria da administração, é razoável se concluir que eles não terão o mesmo acesso aos recursos da companhia para disponibilização aos acionistas de plataforma para outorga de procuração eletrônica, nem ao edital de convocação, para inclusão de seu pedido de procuração. Por consequência, é razoável se concluir também que, nessas hipóteses, os solicitantes poderão se valer da faculdade disposta no inciso III do art. 25, para atendimento da obrigação prevista no *caput* do mesmo art. 25.

8. Arts. 26, 27 e 31: procedimento para a disponibilização eletrônica de documentos

O pedido público de procuração pode ser realizado a qualquer tempo. A publicação do edital de convocação para uma assembleia ou a iminência da realização da assembleia geral ordinária são normalmente condições lógicas para a solicitação de procurações, mas não são condições legais.

Há hipóteses em que o pedido público de procuração pode ser realizado mesmo que não haja uma assembleia convocada ou com previsão próxima de realização. O pedido público de procuração pode ser utilizado, inclusive, para a solicitação de poderes para, em nome e em conjunto com os outorgantes, requerer a convocação de uma assembleia geral, com fundamento no art. 123, § único, “c” e “d”.

E uma vez convocada a assembleia geral, ou programada a data para a assembleia geral ordinária, também não há prazo mínimo ou máximo em relação à data da realização da assembleia geral, para que seja anunciado o pedido público de procuração.

A única regra temporal a esse respeito, prevista pela Instrução CVM n.º 481/09 é aquela constante de seu art. 27, que determina que a administração, caso pretenda realizar um pedido público de procuração, para a deliberação de qualquer matéria que seja, deverá comunicar essa sua intenção ao mercado, por meio da página eletrônica e do sistema eletrônico de divulgação da Comissão de Valores Mobiliários, com 10 dias de antecedência em relação ao anúncio do pedido público de procuração propriamente dito.

Essa primeira comunicação deverá indicar também as matérias para as quais a administração pretende solicitar as procurações e tem como objetivo possibilitar que os acionistas e outras pessoas interessadas também possam se organizar para, se desejarem, lançarem os seus próprios pedidos públicos de procuração concorrentes ou incluírem no material do pedido público de procuração da companhia candidatos próprios para cargos na administração, se for essa a matéria para a qual a administração solicitará procurações⁴¹³.

Uma vez tomada a decisão de se promover o pedido público de procuração e uma vez preparado o material do pedido público de procuração, o solicitante deverá – até no máximo o último dia útil anterior à data escolhida para a publicação do anúncio do pedido no jornal ou da publicação do edital de convocação da assembleia que contenha o pedido ou do início do envio do pedido por correspondência, conforme o caso – encaminhar ao diretor de relações com investidores o referido material (art. 26, § 1º).

O diretor de relações com investidores da companhia terá, então, a obrigação de, na data informada pelo solicitante como sendo a data do início do pedido público de procuração, disponibilizar todo o material do pedido público de procuração na página eletrônica da Comissão de Valores Mobiliários, por meio do atualmente denominado Sistema IPE (art. 26, *caput*).

Como o acionista não controlador não terá, em regra, acesso ao sistema eletrônico de envio de documentos para a página da Comissão de Valores Mobiliários, que é restrito, protegido com senha e de uso controlado pela administração, sua responsabilidade é a de encaminhar os documentos ao diretor de relações com investidores, com antecedência de pelo menos 1 dia útil em relação ao início do pedido público de procuração.

É de sua responsabilidade, portanto, assegurar que as versões corretas, nos padrões e tamanhos adequados, inclusive para submissão no sistema de divulgação da Comissão de Valores Mobiliários, seja recebida tempestivamente pelo diretor de relações com investidores. Uma vez recebidas, é o referido diretor quem passa a ser o responsável pelo cumprimento do disposto no *caput* do art. 26.

⁴¹³ Cf. o Relatório de Análise – Audiência Pública n.º 02/2009, pp. 20 a 22.

A violação do solicitante da obrigação de encaminhamento dos documentos ao diretor de relações com investidores, tempestivamente e em condições de disponibilização aos acionistas (art. 26, § 1º), é considerada infração grave, para os fins da Lei n.º 6.385/76, nos termos do art. 34. O descumprimento pelo diretor de relações com investidores de, uma vez recebidos esses documentos, disponibilizá-los aos acionistas por meio da página eletrônica da Comissão de Valores Mobiliários (art. 26, *caput*), é igualmente considerada infração grave para os fins da Lei n.º 6.385/76, nos termos do art. 34.

O diretor de relações com investidores não poderá, portanto, simplesmente se recusar a disponibilizar os documentos, nem se valer de pequenas falhas, como a formatação imprecisa dos documentos, por exemplo, que poderiam ser ajustadas pelo solicitante ou pela própria companhia antes da disponibilização, para deixar de disponibilizar os documentos.

Se se trata de companhia que disponibiliza aos acionistas sistema de votação por meio eletrônico, então a companhia, nos termos do art. 31, deverá facultar aos solicitantes de pedidos públicos de procuração que sejam acionistas e detenham ações representativas de pelo menos 0,5% do capital social, a possibilidade de divulgar seus pedidos, e todo o material relativo, também no referido sistema eletrônico. Nesse caso, a companhia terá 2 dias úteis para disponibilizar o material no sistema eletrônico, contado da data do envio do requerimento, com os respectivos documentos, pelo solicitante do pedido público de procuração.

A disponibilização dos documentos no sistema eletrônico da companhia, nos termos do art. 31, não se confunde e não deve atrapalhar a disponibilização do anúncio do pedido público de procuração na página eletrônica da Comissão de Valores Mobiliários, na forma do art. 26. Como o art. 31 não é expresso nesse sentido, o solicitante poderá enviar o mencionado requerimento a qualquer endereço oficial da companhia, inclusive eletrônico e inclusive, mas não obrigatoriamente, para o diretor de relações com investidores.

A violação ao disposto no art. 31 também é considerada infração grave para os fins da Lei n.º 6.385/76, nos termos do art. 34.

Se se tratar de pedido público de procuração promovido pelo acionista controlador ou pela administração, ainda que se vislumbrem, nessa hipótese e em teoria, menores dificuldades de comunicação entre o solicitante e o referido diretor, a responsabilidade pela disponibilização dos documentos na página eletrônica da Comissão de Valores Mobiliários continua a ser do diretor de relações com investidores.

A disponibilização dos documentos em outra página eletrônica, embora não seja proibida e seja mesmo incentivada, não elimina a obrigação prevista no art. 26 de disponibilização dos mesmos documentos na página eletrônica da Comissão de Valores Mobiliários.

O acionista não controlador solicitante, ou terceiro, que encontre dificuldades na comunicação com a administração da companhia deve encaminhar os documentos, além de para o diretor com relações com investidores, também para a própria Comissão de Valores Mobiliários, relatando as dificuldades enfrentadas e comprovando sua tentativa de cumprimento do art. 26, § 1º. Nessa circunstância, e apenas nela, contará também a favor do acionista solicitante se este disponibilizar o material do pedido público de procuração em página eletrônica alternativa, até que a companhia disponibilize os documentos no *site* da Comissão de Valores Mobiliários.

9. Art. 28: inclusão de candidato indicado por acionista

Sempre que uma assembleia geral for convocada para a eleição de um ou mais membros da administração ou do conselho fiscal, qualquer interessado poderá promover pedido público de procuração com o objetivo de eleger candidato ou candidatos de sua indicação para os referidos cargos⁴¹⁴.

⁴¹⁴ Sobre o tema deste item, ver, na doutrina nacional, em comparação com a disciplina norte-americana: ROBERT, Bruno, *Proxy solicitation and shareholder director nominations in Brazil: a comparative analysis of Instrução CVM n. 481/2009*, in RDM, v. 155/156, pp. 76 e ss.. Ver ainda, BEBCHUK, Lucian A., HIRST, Scott, *Private ordering and the proxy access debate*, in *The business lawyer*, v. 65, n. 2, 2010, pp. 329 e ss.; BEBCHUK, Lucian A., HIRST, Scott, *The harvard law school proxy access roundtable*, 2010, disponível em www.ssrn.com; CANE, Marilyn B., SILVA, Stacey L., *Shareholder democracy and the sec's proxy rules: in the boardroom*, in *Fordham journal of corporate and financial law*, v. 15, 2009, 241 e ss.; FAIRFAX, Lisa M., *Delaware's new proxy access: much ado about nothing?*, in *Transactions: the tennessee journal of business law*, v. 11, 2009, pp. 87 e ss.; GRUNDFEST, Joseph A., *Advice and consent: an alternative mechanism for shareholder participation in the nomination and election of corporate directors*, 2003, disponível em www.ssrn.com; GRUNDFEST, Joseph A., *The sec's proposed proxy access rules: politics, economics, and the law*, in *Business lawyer*, v. 65, 2010, pp. 361 e ss.; MITCHELL, Dalia Tsuk, *Shareholders as proxies: the*

Esse pedido público de procuração seguirá normalmente as regras e procedimentos previstos na Instrução CVM n.º 481/09, inclusive com relação às obrigações de disponibilização de informações e documentos e ao eventual reembolso de custos.

Se, no entanto, a própria administração da companhia promover pedido público de procuração com relação à referida eleição, então uma outra alternativa se abre para os acionistas que queiram também indicar candidatos para o preenchimento dos cargos vagos ou a vagar.

Na hipótese de a administração promover pedido público de procuração, por força do art. 28 da Instrução CVM n.º 481/09, os acionistas titulares de ações representativas de pelo menos 0,5% do capital social poderão, ao invés de promover um pedido público de procuração concorrente e independente, optar por incluir um ou mais candidatos na minuta da procuração e nos demais documentos pertinentes do material do pedido público de procuração da administração.

Por consequência, os acionistas da companhia, tendo em mãos um único material de pedido público de procuração, terão a alternativa de votar tanto nos candidatos indicados pela administração, quanto nos indicados por acionistas titulares de ações representativas de pelo menos 0,5% do capital social.

Os acionistas que incluam candidatos na minuta de procuração e no material do pedido público de procuração dos administradores não precisarão, portanto, seguir todos os passos, tomar todas as providências e se sujeitar aos riscos financeiros e de exposição que seriam necessários, caso promovessem um pedido público de procuração concorrente e independente.

A possibilidade de inclusão de candidatos no material do pedido público de procuração da administração é um instrumento que visa facilitar e reduzir ainda mais o

contours of shareholder democracy, in *Washington and lee law review*, v. 63, 2006, pp. 1503 e ss.; MOREL, Lucas E., *The separation of ownership and control in modern corporations: shareholder democracy or shareholder republic?*, in *Washington and lee law review*, v. 63, 2006, pp. 1593 e ss.; MORRISSEY, Richard C., *Shareholder proxy access (Practising Law Institute Seventh Annual Institute on Securities Regulation in Europe: A Contrast in EU & US Provisions)*, in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, v. 1643, 2008, pp. 629 e ss..

custo de participação de acionistas não controladores nas decisões sociais, especialmente naquela que vem a ser uma das matérias mais importantes a serem deliberadas no âmbito de uma companhia: a eleição de administradores e conselheiros fiscais.

A inclusão de candidato indicado por acionistas no material do pedido público de procuração, o chamado “*shareholder access*” gerou debates por décadas na regulação norte-americana, e ainda gera.

Conforme apresentado no item 8 da Parte A do Capítulo IV, a *Securities and Exchange Commission*, desde 1942, tentou em 7 oportunidades diferentes, em formatos diversos, implementar regras que permitiriam aos acionistas incluir candidato próprio no material de pedido público de procuração da administração. Foi apenas em 2010 que o órgão regulador norte-americano conseguiu promover modificações na regulação de modo a permitir e disciplinar o *shareholder access*.

Ainda assim, em decisão judicial superveniente, de 22 de julho de 2011, tomada pela *Court of Appeals for the District of Columbia Circuit*, no processo n.º 10-1305, promovido pela Business Roundtable and Chamber of Commerce, a principal das normas editadas, a nova *Rule 14a-11*, que continha os principais requerimentos e detalhes do procedimento para a inclusão de candidatos dos acionistas no material do pedido público de procuração da administração, foi impedida de entrar em vigor.

Não obstante, o direito de inclusão do candidato, ao menos de forma genérica, foi plenamente incorporado pela legislação e regulação norte-americanas, por meio das modificações da §14(a) do *Securities Exchange Act* de 1934 e do item (i)(8) da *Rule 14a-8*, que não foram afetadas pela referida decisão judicial.

Entre outras regras, a *Rule 14a-11* determinava que acionistas detentores, por pelo menos 3 anos contínuos, de ações representativas de pelo menos 3% do capital social, poderiam incluir candidatos a cargos de administração no *proxy material* da companhia e propostas para modificação do processo de eleição. As demais principais condições impostas pela nova norma, que acabaram não entrando em vigor, eram o limite máximo de 1 membro ou até 25% do órgão de administração, o que for maior, para eleição de acordo com a *Rule 14a-11*; a observação, pelo candidato indicado, de requisitos objetivos

impostos ou que devam ser respeitados pela companhia; o impedimento de utilização de uma *proxy solicitation* independente pelo acionista que se valha do procedimento da *Rule 14a-11*; a impossibilidade de se destituir ou substituir um administrador com mandato em curso pelo procedimento da *Rule 14a-11*; a proibição de que os *statements* utilizados na indicação do candidato pelo acionista ataquem ou questionem outros candidatos ou administradores já eleitos.

Para o caso brasileiro, o art. 28, *caput*, da Instrução CVM n.º 481/09 exige uma participação societária mínima de 0,5% do capital social para que o acionista, ou acionistas em grupo, possam incluir um candidato aos cargos de administração e/ou do conselho fiscal no material do pedido público de procuração.

Embora o dispositivo não seja claro a esse respeito, não há razão para se entender que a participação societária mínima e a faculdade de inclusão de candidato não possam ser utilizadas por um grupo de acionistas atuando de forma concertada, mediante subscrição conjunta dos documentos relativos à indicação e/ou por meio de acordo de acionistas.

Dois ou mais acionistas, portanto, poderão perfeitamente juntar suas participações societárias e esforços para atingir o mínimo de 0,5% do capital social exigido, podendo, em consequência, e em conjunto, incluir um ou mais candidatos no material do pedido público de procuração promovido pela administração.

Essa interpretação é benéfica ao próprio objetivo da regra do art. 28 e não traz nenhum tipo de custo adicional para a companhia, na medida em que o resultado da cooperação entre os acionistas continuará a ser uma única solicitação de inclusão de candidato ou candidatos.

Ao contrário do que previa a *Rule 14a-11*, não há, no Brasil, nenhuma disposição específica que isente as comunicações realizadas entre os acionistas com o intuito de organizar um grupo para a inclusão de candidatos no material da administração, da definição de pedido público de procuração.

Normalmente, essas comunicações deverão se voltar apenas para o objetivo de agregar participações societárias a fim de atender ao montante mínimo exigido pelo art. 28 e

agregar esforços para a indicação de candidatos, não havendo razão para que sejam solicitadas procurações.

Dessa forma, se de fato não houver solicitação de procuração, não há risco de caracterização de pedido público de procuração, nos termos do art. 22 da Instrução CVM n.º 481/09. Por consequência, o acionista ou acionistas que se engajarem em comunicações, inclusive públicas, com o intuito de preencher o requisito e se valer da faculdade do art. 28, não precisarão seguir os procedimentos de *disclosure* e outros exigidos pela Instrução CVM n.º 481/09 no caso de pedido público de procuração.

O art. 28 também não estabelece nenhuma regra relativa ao período mínimo, contínuo ou não, de titularidade de ações, ou da participação acionária mínima, para que o acionista possa se valer da faculdade de incluir candidato ou candidatos no material de pedido público de procuração da administração. Assim, qualquer acionista ou grupo de acionistas que forem titulares de ações representativas de pelo menos 0,5% do capital social poderão incluir candidatos no material da administração, independentemente de quando tiverem comprado as ações ou de desde quando forem acionistas da companhia. Nada impede, por exemplo, que um acionista ou grupo de acionistas adquiram, por compra ou aluguel/empréstimo, ações às vésperas de fazerem o pedido de inclusão de candidato e, depois da assembleia, vendam ou “devolvam” essas ações⁴¹⁵.

Também não há qualquer disposição ou condição, no art. 28, que se refira ao propósito dos acionistas que realizam a inclusão de candidato no material da administração ou à intenção dos referidos acionistas quando adquiriram as ações da companhia. Qualquer acionista que preencha os requisitos do art. 28 poderá fazê-lo, independentemente de sua intenção ser ou não, no longo prazo, a de assumir o controle da companhia, por exemplo.

Apenas para fins comparativos, a *Rule 14a-11* dispunha que a faculdade de inclusão de candidatos no material da administração seria vedada aos acionistas que adquirissem ações da companhia exclusivamente com o intuito de assumir o controle da companhia.

⁴¹⁵ A determinação de um período mínimo de titularidade do percentual exigido foi sugerida durante a audiência pública, mas não foi acatada na versão final da instrução. A exigência de um período mínimo de titularidade não seria, a propósito, novidade na Lei das Sociedades por Ações, que já prevê exigência semelhante no art. 141, § 6º, para a participação em votações em separado.

Quanto aos candidatos indicados pelos acionistas, estes deverão preencher os requisitos normais previstos na legislação, regulamentação e normas autorregulatórias eventualmente aplicáveis, não havendo nenhuma exigência adicional na Instrução CVM n.º 481/09.

Da mesma forma, a Instrução CVM n.º 481/09 não limita o número máximo de candidatos que cada acionista apto a utilizar o mecanismo do art. 28 pode indicar.

É certo que o acionista não poderá indicar mais de um único candidato para cada vaga disponível, sendo ela de titular ou suplente; mas, de outro lado, é igualmente permitido que o acionista indique candidatos para todas as vagas disponíveis.

O procedimento do art. 28 não é um procedimento, em princípio, de eleição em separado. Não há limites de vagas a serem preenchidas nem por indicação de um mesmo acionista ou grupo de acionistas, nem no total de indicação de todos os diferentes pedidos de inclusão realizados com relação a uma mesma eleição, por acionistas ou grupos de acionistas diversos.

Trata-se apenas de uma questão de estratégia.

Um acionista ou grupo de acionista pode pedir que seja incluído um candidato no material da administração apenas para a vaga reservada para os acionistas titulares de ações preferenciais, por exemplo. Ou solicitar a inclusão de apenas um candidato para participar de eleição por processo de voto múltiplo, candidato esse no qual os acionistas em questão procurarão concentrar todos os votos que conseguirem, para aumentar suas chances de eleição. Ou ainda, sendo o caso, o acionista ou grupo de acionista pode solicitar a inclusão de toda uma chapa completa de candidatos, para todos os cargos da administração, chapa essa que poderá concorrer com outras chapas e candidatos concorrentes, inclusive os indicados pela própria administração atual.

Ao receber o pedido de inclusão ou os diversos pedidos de inclusão de candidatos, a administração deverá, na minuta da procuração, e nos demais documentos pertinentes do material do pedido público de procuração, separar claramente as diferentes propostas dos diferentes acionistas ou grupos de acionistas, não dando preferência ou destaque para

nenhuma delas, especialmente se os pedidos forem disponibilizados em sistema para votação eletrônica (art. 31).

Como a Instrução CVM n.º 481/09 não diz como as propostas devem ser apresentadas, ou se devem ser apresentadas em chapas ou por cada candidato individualmente, a administração deve fazê-lo da forma que se mostrar mais clara, neutra e compreensível para os acionistas.

Uma das formas recomendadas é a apresentação dos candidatos exatamente como foram indicados por cada acionista ou grupo de acionistas.

Se o acionista indicou um candidato apenas ou candidatos individualmente, a procuração deverá simplesmente listá-los, registrando de qual acionista é a indicação. Se a indicação for na forma de chapa, a procuração deverá igualmente listar todos os candidatos indicados e registrar que a indicação veio na forma de chapa, sem, contudo, excluir a possibilidade na procuração de os acionistas votarem também individualmente em cada candidato da chapa.

Em qualquer caso, entretanto, a administração não poderá modificar a forma de votação, se em chapa ou individualmente, por exemplo, com o intuito de privilegiar uma ou outra indicação.

O estatuto social não pode, em nenhuma hipótese, excluir ou restringir a faculdade dos acionistas de incluir candidatos no pedido público de procuração da administração, conforme previsto pelo art. 28 da Instrução CVM n.º 481/09⁴¹⁶. O estatuto social, assim, não poderá, por exemplo, aumentar a participação mínima necessária para a utilização da referida faculdade para além de 0,5% (embora possa sem dúvida reduzi-la), nem criar um número limite para os cargos que poderão ser preenchidos por meio desse procedimento⁴¹⁷.

⁴¹⁶ Sobre o chamado “*opt-in, opt-out dilemma*”, cf. ROBERT, Bruno, *Proxy solicitation and shareholder director nominations in Brazil: a comparative analysis of Instrução CVM n. 481/2009*, in RDM, v. 155/156, pp. 76 e ss., especialmente pp. 97 e ss..

⁴¹⁷ A discussão a respeito do nível adequado de dispositividade das regras aplicáveis à inclusão de candidatos por acionistas no material de pedido público de procuração, é desenvolvida também em: BEBCHUK, Lucian, HIRST, Scott, *Private ordering and the proxy access debate*, in *Business lawyer*, v. 65, 2010, pp. 329 e ss.. Em defesa de maior flexibilidade das regras para indicação de administradores, ver GRUNDFEST, Joseph A., *Measurement issues in the proxy debate*, 2010, disponível em www.sec.gov; assim como os comentários enviados à *Securities and Exchange Commission* pelo escritório Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP, em

Embora não se trate de exceção ou isenção à definição de pedido público de procuração, a inclusão de candidatos no material da administração, e as comunicações mantidas entre acionistas com esse fim, também não se enquadram, em princípio, conforme discutido anteriormente neste item, na referida definição de pedido público de procuração. Por consequência, não havendo solicitação de procuração, mesmo que haja comunicação por meios públicos, o acionista ou grupo de acionistas que desejarem incluir candidatos no material da administração não precisará observar todas as regras aplicáveis ao pedido público de procuração.

A principal obrigação do acionista ou grupo de acionistas que requeira a inclusão de candidatos no material da administração é o fornecimento das informações indicadas nos itens 2, 3 e 4 do Anexo 23 da Instrução CVM n.º 481/09 e nos itens 12.6 a 12.10 do Formulário de Referência (art. 28, § 2º).

De acordo com o art. 27, sempre que a administração pretender promover pedido público de procuração para eleição de administradores e/ou membros do conselho fiscal, deverá informar o mercado a respeito com pelo menos 10 dias de antecedência em relação à data de início do pedido.

O acionista que pretender solicitar a inclusão de candidatos deverá, por sua vez, encaminhar o respectivo pedido para a companhia, em conjunto com as informações exigidas, em até 5 dias contados da realização do comunicado referido no parágrafo anterior (art. 28, § 1º).

Esse pedido deve ser feito por escrito e pode ser encaminhado sob qualquer formato, inclusive por *email*, desde que para endereço oficial da companhia.

Considerando-se que o art. 27 determina que o primeiro comunicado da administração deverá ser realizado com 10 dias de antecedência em relação ao início do pedido público

17 de agosto de 2009, no âmbito de audiência pública para reformulação das normas aplicáveis à matéria, disponível em www.sec.gov; e a correspondência enviada à *Securities and Exchange Commission*, em 19 de janeiro de 2010, por ocasião da mesma audiência pública, pelos escritórios Cravath, Swaine & More LLP, Davis Polk & Wardwell LLP, Latham & Watkins LLP, Simpson Thacher & Barlett LLP, Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP, Sullivan & Cromwell LLP, e Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, também disponível em www.sec.gov.

de procuração, é razoável se concluir que o pedido de inclusão de candidato por parte do acionista deve ser *recebido* pela companhia dentro de 5 dias contados daquele primeiro comunicado, e não meramente *enviado*.

Este último prazo foi estabelecido pela norma justamente para que haja tempo para que a companhia ajuste a minuta de procuração e o material do pedido público de procuração a tempo do início do pedido. É claro, de outro lado, que a companhia não poderá usar eventuais atrasos no recebimento dos pedidos de inclusão, que não comprometam o início do pedido público de procuração na data marcada, como único argumento para rejeitar os referidos pedidos de inclusão.

O pedido de inclusão e as informações devem ser dirigidos à companhia, de acordo com o art. 28, inclusive, mas não necessariamente, em nome do diretor de relações com investidores. As obrigações e responsabilidades pelo recebimento, inclusão dos candidatos e disponibilização das informações transmitidas pelo acionista sujeitam, portanto, a administração da companhia de forma geral.

Com relação aos possíveis obstáculos na comunicação entre acionista e administração, e alternativas, aplicam-se as mesmas considerações feitas no item 8 desta Parte B do Capítulo V, sendo que a violação das obrigações previstas no art. 28 constituem, igualmente, infração grave, nos termos do art. 34.

A propósito, a administração não poderá realizar qualquer tipo de juízo subjetivo de adequação, competência ou outro com relação aos candidatos indicados pelos acionistas e incluídos no material do pedido público de procuração.

A administração, especificamente, não poderá nem rejeitar a inclusão do candidato indicado, com base em critérios subjetivos, nem realizar nenhum comentário a esse respeito no material público de procuração ou em outras comunicações da companhia.

As únicas razões que justificam a exclusão de candidato indicado do material do pedido público de procuração são o não atendimento do critério de participação societária mínima previsto pelo *caput* do art. 28, a não observação das obrigações estabelecidas nos parágrafos 1º e 2º do mesmo dispositivo, ou o não atendimento de critérios objetivos

previstos na legislação societária, na regulação ou em normas de autorregulação aplicáveis, ou mesmo no estatuto social, desde que não discriminatórias e abusivas.

As informações fornecidas pelo acionista que fizer a solicitação de inclusão de candidatos, exigidas pelos parágrafos 1º e 2º do art. 28, entre elas as respostas aos itens 2, 3 e 4 do Anexo 23, deverão ser incluídas no material do pedido público de procuração, destacadamente em relação às informações equivalentes prestadas pela administração e por eventuais outros acionistas ou grupos de acionistas que fizerem indicações concorrentes.

Além dessas informações, os acionistas que fizerem pedido de inclusão de candidatos não poderão incluir nenhuma outra comunicação no pedido público de procuração, a menos que a administração também o faça. Em outras palavras, se a administração usar o pedido público de procuração para, de algum modo, defender as suas indicações em relação às demais indicações, então a mesma oportunidade deverá ser franqueada a todos os acionistas ou grupo de acionistas que tiverem seus candidatos incluídos no material do pedido público de procuração.

Os acionistas poderão, naturalmente, se o desejarem, divulgar outras comunicações em favor dos candidatos por ele indicados, além daquelas obrigatórias, constantes no material do pedido público de procuração. A administração, contudo, não será obrigada a incluir essas comunicações no material do pedido público de procuração obrigatório, embora possa incluí-las na página eletrônica da Comissão de Valores Mobiliários, se entender adequado para a informação dos acionistas, e os custos das referidas comunicações não serão em nenhuma hipótese reembolsáveis pela companhia.

Adicionalmente, se as mesmas comunicações, direta ou indiretamente, solicitarem procurações, então o acionista que a promoveu deverá realizar um pedido público de procuração independente, com observação a todas as regras da Instrução CVM n.º 481/09⁴¹⁸.

⁴¹⁸ Recentemente, e após discussões públicas relacionadas à assembleia geral ordinária de 2012, a respeito do efetivo nível de governança, transparência e independência praticada pela administração da Petrobrás, a companhia incluiu, para a assembleia geral ordinária de 2013, candidatos indicados por acionistas minoritários em seu material para o referido conclave. A esse respeito, a reportagem do Valor Econômico, edição de 15 de abril de 2013, p. B6.

10. Inclusão de propostas elaboradas por acionistas e a restrição do art. 123, § único, “c” e “d”.

Outra característica marcante da regulação norte-americana de pedidos públicos de procuração, que também gerou intensos debates ao longo de sua evolução, é a possibilidade de inclusão, por acionistas, de outras propostas no *proxy material* da companhia⁴¹⁹.

Por mais curioso que possa parecer, a disciplina da inclusão de propostas diversas por acionista foi muito mais facilmente recepcionada pela regulação norte-americana do que a disciplina da inclusão de candidatos a cargos de administração⁴²⁰.

Atualmente, a inclusão de propostas diversas por acionistas no material de pedido público de procuração promovido pela administração é regulada pela *Rule 14a-8*, relacionada ao *Securities and Exchange Act* de 1934.

⁴¹⁹ Sobre a inclusão de outras matérias na ordem do dia, e no material do pedido público de procuraçãoda administração, ver, por exemplo: BEBCHUK, Lucian A., *Designing a shareholder access rule*, in *Corporate governance advisor*, v. 12, 2004, pp. 28 e ss.; BEBCHUK, Lucian A., *The business roundtable's untenable case against shareholder access. shareholder access to the corporate ballot*, in *Case western reserve law review*, v. 55, n. 3, 2005, pp. 557 e ss.; BEBCHUK, Lucian A., *The case for shareholder access to the ballot*, in *The business lawyer*, v. 59, 2003, pp. 43 e ss.; BEBCHUK, Lucian A., HIRST, Scott, in *Private ordering and the proxy access debate*, in *The business lawyer*, v. 65, n. 2, 2010, pp. 329 e ss.; BEBCHUK, Lucian A., HIRST, Scott, *The harvard law school proxy access roundtable*, 2010, disponível em www.ssrn.com; BROWN JR., J. Robert, *Majority voting, delaware statutory reform, and shareholder access to the proxy statement: a comment to the securities and exchange commission*, 2009, disponível em www.ssrn.com; COTTER, James F., PALMITER, Alan R., THOMAS, Randall S., *Iss recommendations and mutual fund voting on proxy proposals*, in *Villanova law review*, v. 108, 2010, pp. 1 e ss.; FAIRFAX, Lisa M., *Delaware's new proxy access: much ado about nothing?*, in *Transactions: the tennessee journal of business law*, v. 11, 2009, pp. 87 e ss.; FLEISCHER, Arthur, *Majority voting and shareholder access* (Practising Law Institute Pre-conference Briefing to the 39th Annual Institute on Securities Regulation: Shareholder Activism: Finding the Balance), in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, 2007, v. 1636, pp. 313 e ss.; GILLAN, Stuart L., BETHEL, Jennifer E., *Corporate voting and the proxy process: managerial control versus shareholder oversight*, 2000, disponível em www.ssrn.com; GRUNDFEST, Joseph A., *The sec's proposed proxy access rules: politics, economics, and the law*, in *Business lawyer*, v. 65, 2010, pp. 361 e ss.; LEVIT, Doron, MALENKO, Nadya, *Non-binding voting for shareholder proposals*, in *Journal of finance*, 2010, pp. 1579 e ss.; MORRISSEY, Richard C., *Shareholder proxy access* (Practising Law Institute Seventh Annual Institute on Securities Regulation in Europe: A Contrast in EU & US Provisions), in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, v. 1643, 2008, pp. 629 e ss.; ROBERT, Bruno, *Proxy solicitation and shareholder director nominations in Brazil: a comparative analysis of Instrução CVM n. 481/2009*, in *RDM*, v. 155/156, pp. 76 e ss.; VEASEY, E. Norman, *Director selection developments: majority voting , proxy solicitation reform and other initiatives* (Practising Law Institute Pre-conference Briefing to the 39th Annual Institute on Securities Regulation: Shareholder Activism: Finding the Balance), in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, 2007, v. 1636, pp. 459 e ss..

⁴²⁰ Cf. EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel R., *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, Cambridge, 1996, pp. 63 e ss. e 85; FAIRFAX, Lisa M., *Shareholder democracy: a primer on shareholder activism and participation*, Carolina Academic Press, Durham, 2011, p. 129.

Conforme apresentado no item 8 da Parte A do Capítulo IV, para que o acionista possa incluir proposta no material de pedido público de procuração da administração, ele deve ser titular, há pelo menos 1 ano, de ações representativas de pelo menos 1% do capital social da companhia ou que valham pelo menos US\$ 2.000,00.

Além disso, cada acionista pode incluir apenas uma proposta e esta proposta, entre outros requisitos formais, não pode superar 500 palavras, incluindo-se suas justificativas.

A administração apenas poderá recusar a inclusão de proposta requerida por um acionista que atenda os requisitos da regulação, nas hipóteses expressamente previstas pela *Rule 14a-8(i)* e detalhadas pelos precedentes judiciais e documentos de orientação da *Securities and Exchange Commission*, entre elas: a não previsão da inclusão da referida matéria pela lei estadual a que está sujeita a companhia; a violação em geral de lei federal, estadual ou estrangeira; a violação de normas expedidas pela *Securities and Exchange Commission* ou por reguladores estaduais ou autorreguladores, especialmente no que diz respeito a uso irregular e manipulação de informações (fraude, § 14a-9); se a proposta atende apenas a um interesse individual do proponente ou é direcionada contra a companhia, acionista ou administrador individualmente; se a proposta não envolve valores equivalentes a pelo menos 5% do total de ativos da companhia no final do último exercício social ou a pelo menos 5% de seu resultado líquido ou resultado operacional bruto, ou ainda matéria que de outra forma não for comprovadamente relevante para a companhia; se a companhia não dispuser de autoridade para implementar a proposta, mesmo que ela venha a ser aprovada; se a proposta disser respeito a matéria meramente operacional, abrangida pela competência exclusiva da administração; se a proposta envolver indicação de membro para órgão de administração ou a mudança do processo de eleição (razão pela qual, aliás, a regulação do *proxy access* sempre foi necessária); se a proposta já houver sido por outros meios substancialmente implementada pela administração; se a proposta replicar outra proposta já apresentada para a mesma assembleia; se a proposta replicar proposta já apresentada em outras assembleias e não aprovada (sua reapresentação deverá seguir alguns critérios de prazo, variável de acordo com os votos favoráveis recebidos na última submissão); e se a proposta se referir à distribuição de valores específicos de lucros pela companhia.

Regras análogas são também encontradas, por exemplo, nos arts. R225-71, R225-72 e 225-74 do *Code de Commerce* francês, no art. 6 da Diretiva 2007/36/CE e nos arts. 122, 124 e 124a da *Aktiengesetz* alemã.

A Instrução CVM n.º 481/09, entretanto, preferiu por não disciplinar a inclusão de propostas dos acionistas no material do pedido público de procuração da administração.

A decisão da Comissão de Valores Mobiliários é curiosa, especialmente tendo-se em vista que a inclusão de candidato a cargos de administração e do conselho fiscal foi especificamente prevista.

Entre as prováveis razões para tanto, a principal é a interpretação dada pela autarquia para as regras de convocação da assembleia geral estipuladas pelo art. 123 da Lei das Sociedades por Ações.

De fato, no Relatório de Análise da audiência pública da Instrução CVM n.º 481/09, em rápida passagem que responde a sugestão encaminhada pelo IBGC, a Comissão de Valores Mobiliários alega que “[q]uanto à segunda proposta – obrigar a administração a encaminhar propostas de acionistas –, a CVM entende que ela não é compatível com as regras relativas à convocação de assembleias previstas na Lei n.º 6.404, de 1976. A passagem é breve e evasiva, e diz muito pouco sobre os fundamentos que levaram à Comissão de Valores Mobiliários a não disciplinar a inclusão de proposta de acionistas no *proxy material* da administração, se é que de fato houve essa ponderação. Esse trecho, contudo, é a única pista registrada a respeito do entendimento da autarquia a esse respeito.

Independentemente dos motivos, contudo, o fato é que a Comissão de Valores Mobiliários teria competência, se o desejasse, para regular a inclusão de propostas por acionistas. Não há nada na lei societária que o impeça.

É bem verdade que não há nenhum dispositivo legal que outorgue, de maneira expressa, poderes para a autarquia regular essa matéria, diferentemente do que ocorre com os pedidos públicos de procuração de forma geral (art. 126, § 2º). Mas a inclusão de candidatos no pedido público de procuração não difere em nada, sob esse aspecto, da

inclusão de outras matérias, e ainda assim a Comissão de Valores Mobiliários acabou por regular a primeira e não a segunda.

Com relação às regras de convocação de assembleias gerais estipuladas pela Lei das Sociedades por Ações, também não é possível se extrair delas nenhum impedimento para a eventual regulação da inclusão de propostas de acionistas no material de pedido público de procuração da administração.

O art. 123 da Lei das Sociedades por Ações determina a competência para a convocação da assembleia geral.

Em primeiro lugar, a inclusão de matéria na ordem do dia não implica, de maneira alguma, convocação da assembleia geral. Uma vez decidida a ordem do dia, contando ou não com itens propostos pelos acionistas, a convocação deverá ser realizada pelas pessoas ou órgão competentes, na forma da lei e do estatuto social.

Além disso, e se a questão fosse a competência para a convocação, o próprio art. 123, em sua alíneas “c” e “d” de seu parágrafo único preveem a competência de acionistas que representem pelo menos 5% do capital social, do capital votante, ou das ações sem direito de voto, conforme o caso, para convocar a assembleia geral, “quando os administradores não atenderem, no prazo de 8 dias, a pedido de convocação que apresentarem, devidamente fundamentado, com indicação das matérias a serem tratadas” ou “a pedido de convocação de assembleia para instalação do conselho fiscal”.

E o fato de os acionistas poderem convocar a assembleia geral nos casos em que os administradores não atenderem, no devido prazo, a pedido de convocação fundamentado de nenhuma maneira implica a vedação à inclusão de propostas e itens pelos acionistas na ordem do dia da assembleia que será normalmente convocada pela administração e, por consequência no material de pedido público de procuração da administração. São coisas muito distintas.

Aliás, não é incomum na prática societária que a administração atenda espontaneamente a pedido feito por acionista de inclusão de determinada ordem do dia no edital de convocação da assembleia, sem que disso decorra nenhuma ilegalidade. Foi o que

ocorreu, por exemplo, no caso da Valid, discutido no item 7.2 da Parte A deste Capítulo V. Não fosse a inclusão da ordem do dia solicitada pela Valid no edital de convocação da assembleia, não haveria como se deliberar a respeito da matéria proposta e não haveria, logicamente, pedido público de procuração⁴²¹.

Ora, se os acionistas detentores de um certo percentual mínimo de participação societária podem convocar uma assembleia geral, caso os administradores não a convoquem, porque não poderiam simplesmente incluir um item na ordem do dia da assembleia que será convocada pelos próprios administradores?

Em eventual regulamentação sobre a inclusão de proposta pelos acionistas no *proxy material* da administração, a Comissão de Valores Mobiliários poderia se valer, inclusive e coerentemente, dos próprios percentuais mínimos estabelecidos nas alíneas “c” e “d” do parágrafo único do art. 123.

A criação de um mecanismo regulatório que permitisse a inclusão de propostas de acionistas no material da administração e, portanto, também de itens na ordem do dia da assembleia, além de não ser ilegal, contribuiria muito para os mesmos objetivos para os quais a Instrução CVM n.º 481/09 foi criada, ou seja, a facilitação do acesso dos acionistas às deliberações sociais e, portanto, o incentivo à sua participação nas decisões da companhia.

Não faz sentido defender a interpretação de que a Lei das Sociedades por Ações prefere obrigar os acionistas não controladores a fazer um pedido de convocação, aguardar 8 dias e depois, ainda por cima, incorrer em todos os custos para convocar uma assembleia geral, sem qualquer garantia de reembolso, do que permitir a inclusão de um item na ordem do dia da assembleia geral que já será convocada de qualquer modo, e da respectiva proposta no material do pedido público de procuração da administração.

⁴²¹ O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, sugeriu à CVM, durante a audiência pública para a elaboração da Instrução CVM n.º 481/09, que fosse disciplinada também a possibilidade de acionistas minoritários incluírem propostas de deliberação no material de pedido público de procuração da administração. Em resposta, e de forma equivocada, conforme se defende neste estudo, a autarquia esclareceu que quanto à sugestão de “obrigar a administração a encaminhar propostas de acionistas –, a CVM entende que ela não é compatível com as regras relativas à convocação de assembleias previstas na Lei n.º 6.404/76)” (Relatório de Análise – Audiência Pública n.º 02/2009, p. 22).

Se a questão for a necessidade de justificação para a inclusão da proposta, assim como o art. 123 exige que o pedido de convocação de assembleia geral seja justificado, então também não haverá qualquer impedimento para a regulação dessa matéria pela Comissão de Valores Mobiliários. É evidente que qualquer proposta de acionista a ser incluída na ordem do dia e no material do pedido público de procuração teria que ser fundamentada e atender parâmetros de conveniência, oportunidade e relevância que poderiam e seriam normalmente previstos em eventual regulação sobre o assunto.

O mesmo vale para questões de prazo, responsabilidade pelas informações e quaisquer outras equivalentes, que já são, de forma muito semelhante, tratadas na Instrução CVM n.º 481/09 para os casos de pedido público de procuração e de inclusão de candidato indicado pelo acionista para cargos de administração ou no conselho fiscal.

O fato é, enfim, que a edição da Instrução CVM n.º 481/09 teria sido uma boa oportunidade para que a Comissão de Valores Mobiliários disciplinasse também a inclusão de propostas de acionistas no material do pedido público de procuração da administração, assim como o fez com a hipótese de inclusão de candidatos aos cargos de administração e conselho fiscal pelos acionistas. A autarquia dispõe de competência para tanto, e nenhuma disposição legal impede a regulação da matéria.

A ideia não está preclusa, no entanto. É de se esperar que, com o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, e caso as tendências atuais de complexificação e dispersão se mantenham, a Comissão de Valores Mobiliários volte-se com mais atenção também para a regulação da inclusão de propostas de acionistas nos pedidos públicos de procuração promovidos pela administração e, sendo o caso, e superando-se as imprecisões interpretativas discutidas neste item, altere a Instrução CVM n.º 481/09 nesse sentido.

11. Arts. 29 e 32: custos

Um dos principais objetivos da regulação dos pedidos públicos de procuração, se não o principal, é justamente promover um reequilíbrio dos custos envolvidos na participação dos acionistas nas deliberações sociais.

Como de um lado é intenção comum das legislações e regulações societárias e do mercado de capitais promover a maior participação dos acionistas, de forma a incrementar a fiscalização e a confiança do mercado nos administradores e controladores, e, de outro lado, os recursos da companhia estão, em geral, mais ao alcance dos administradores e dos controladores da companhia do que dos acionistas *outsiders*, a solução encontrada pelas normas que disciplinam os pedidos públicos de procuração foi a realocação dos custos incorridos pelos acionistas para a companhia.

O núcleo funcional da maioria das regulações sobre *proxy voting* é justamente a transferência total ou parcial dos custos em que o acionista incorre com o pedido público de procuração para a companhia, sob o fundamento de que, no fim, o pedido atende o interesse da própria companhia⁴²².

Para que a premissa permaneça verdadeira e as regras relacionadas sejam justas e eficazes, as normas tendem a estabelecer condições, requisitos e limites para que o acionista que promova o pedido público de procurações seja reembolsado ou possa utilizar recursos da companhia, financeiros ou materiais, que reduzam os seus custos com o pedido.

Assim, são comuns requisitos de participação societária mínima, por exemplo, para que o acionista possa ser reembolsado. Algumas regulações determinam, ainda, que o reembolso só será devido, caso a proposta seja aprovada, ou estabelecem uma escala de reembolso de acordo com a quantidade de votos recebida pela proposta.

No caso da Instrução CVM n.º 481/09, as regras relacionadas aos custos e eventuais reembolsos constam dos arts. 29 e 32.

O art. 29 deixa claro que os pedidos públicos de procuração promovidos pela administração podem ser custeados pela companhia.

⁴²² Apenas para ilustração, estimativas indicam que, nos Estados Unidos, o custo médio gasto por companhia, apenas para impressão do material do pedido público de procuração, é de cerca de US\$ 18.000,00. O custo médio total de realização de um pedido público de procuração é de cerca de US\$ 500.000,00. Há casos em que esse custo total atingiu cifras superiores a US\$ 10.000.000,00 (cf. FAIRFAX, Lisa M., *Shareholder democracy: a primer on shareholder activism and participation*, Carolina Academic Press, Durham, 2011, pp. 99 e 100).

Ao se referir a “administração”, o dispositivo quer dizer que só poderão ser custeados com recursos da companhia os pedidos públicos de procuração que forem feitos em nome da administração da companhia, como órgão, fruto do apoio e, preferencialmente, da decisão tomada em reunião do órgão de administração, que conte com a aprovação da maioria ou da totalidade de seus membros.

Não poderão ser custeados, portanto, pedidos de procuração promovidos por um ou mais administradores dissidentes de determinada decisão da administração, ou por acionista que também é administrador e que realize o pedido de procuração individualmente e não em nome da administração⁴²³. Nesse último caso, para os fins de custeio e reembolso, aplicar-se-ão as regras do art. 32.

Além disso, o art. 29 determina que a companhia “pode” e não que “deve” custear os pedidos públicos de procuração promovidos pela administração. O custeio ou reembolso das despesas não precisa constar do estatuto social ou de política interna específica, embora possa constar, mas deve necessariamente respeitar parâmetros de razoabilidade⁴²⁴.

Deve haver, por exemplo, limites para os custos incorridos pela administração com a promoção de pedido público de procuração, os quais devem sempre ser medidos de acordo com a importância da proposta de deliberação apresentada pela administração para o interesse da companhia.

Em princípio, por exemplo, não seria razoável que a administração da companhia contratasse, às custas da companhia, uma banda famosa ou artistas de televisão para participar de campanha de incentivo dos acionistas à reeleição dos próprios

⁴²³ “[A] CVM não entende adequado que a companhia seja obrigada a ressarcir custos de pedidos de procuração feitos por administradores dissidentes, que não contem com o apoio da maioria da administração” (Relatório de Análise – Audiência Pública n.º 02/2009, p. 22).

⁴²⁴ De acordo com a CVM, no Relatório de Análise – Audiência Pública n.º 02/2009, a respeito da regra de ressarcimento de custos de pedidos públicos de procuração da administração, que não foi alterada na versão final da Instrução CVM n.º 481/09, “[a] minuta prevê que a companhia pode arcar com os custos dos pedidos públicos de procuração” (grifado no original, p. 22). E, em resposta a sugestão encaminhada à autarquia para modificação da regra, de modo que a companhia passasse a ser obrigada a ressarcir os custos com pedidos públicos de procuração promovidos pela administração, a autarquia esclareceu que “[q]uanto à sugestão de obrigar as companhias a arcar com os custos dos pedidos de procuração da administração, a CVM discorda, pois não vê razões para retirar das companhias o poder de decisão sobre essa matéria” (Relatório de Análise – Audiência Pública n.º 02/2009, p. 22).

administradores. Mas a análise dependerá, evidentemente, de cada caso, de cada contexto e de cada específica companhia.

Se nenhuma circunstância especial justificar a adoção de qualquer medida adicional, o pedido público de procuração promovido pela administração não deverá lançar mão de nenhum outro recurso que não aqueles comumente utilizados nos pedidos públicos de procuração: um ou alguns anúncios de tamanho comum nos jornais normalmente utilizados pela companhia, que podem ser feitos juntamente com o edital de convocação da assembleia, e algum material impresso para distribuição aos acionistas, além dos anúncios por meio da página eletrônica da Comissão de Valores Mobiliários.

O art. 29, ressalte-se, não permite que a companhia custeie o pedido público de procuração do acionista controlador. Todos os custos relacionados a um pedido promovido pelo acionista controlador deverão, portanto, ser despendidos pelo próprio acionista controlador e, se for o caso, posteriormente reembolsados pela companhia, nos termos do art. 32. Isso inclui, entre todos os demais gastos incorridos, os anúncios publicados em jornal, as impressões do material do pedido público de procuração e mesmo a diferença de custo para a publicação do edital de convocação da assembleia geral, caso o acionista controlador inclua seu pedido no próprio edital.

O art. 32 da Instrução CVM n.º 481/09, por sua vez, disciplina as condições para o reembolso das despesas incorridas pelo acionista ou grupo de acionistas com o pedido público de procuração.

Primeiramente, a instrução estabelece um grande incentivo para que as companhias adotem plataformas e mecanismos que permitam a outorga de procuração eletrônica, por meio da internet. As companhias que possibilitarem a seus acionistas a outorga de procuração eletrônica pela internet não precisarão, em nenhuma hipótese, reembolsar as despesas incorridas por acionistas com a realização de pedidos públicos de procuração (art. 32, *caput*).

Em complemento, o art. 31 determina que “[a] companhia que aceita procurações eletrônicas por meio de sistema na rede mundial de computadores deve permitir que acionistas titulares de 0,5% (meio por cento) ou mais do capital social incluam pedidos de

procuração no sistema”, que a inclusão seja “atendida pela companhia dentro de 2 (dois) dias úteis contados da data do recebimento do pedido público de procuração formulado pelos acionistas” e que “[o] sistema de procurações eletrônicas da companhia deve dar igual destaque aos pedidos de procuração promovidos pela administração, pelo acionista controlador e pelos acionistas não-controladores”.

Caso a companhia não adote nenhum mecanismo que propicie aos acionistas a outorga de procuração eletrônica pela internet, o reembolso das despesas será obrigatório apenas se o acionista ou grupo de acionistas solicitante for titular de ações que representem pelo menos 0,5% do capital social.

É claro que acionistas ou grupo de acionistas com participação societária inferior, ou terceiros não acionistas, poderão realizar pedidos públicos de procuração, mas não terão o direito a reembolso⁴²⁵.

O reembolso das despesas deverá ser integral, se a proposta do acionista for aprovada ou se pelo menos um dos candidatos indicados pelo acionista em seu próprio pedido público de procuração for eleito (art. 28, § 2º, incs. I e II). Caso se trate de inclusão de candidato no material do pedido público de procuração da administração, nos termos do art. 28, não haverá direito de reembolso, pois o acionista não precisará incorrer em nenhuma despesa relevante para submeter os candidatos indicados aos demais acionistas.

Caso a proposta não seja aprovada ou caso nenhum dos candidatos eleitos seja indicado, o reembolso será de no mínimo 50% das despesas incorridas, podendo o estatuto social determinar percentual superior, mas nunca inferior (art. 28, § 3º)⁴²⁶.

⁴²⁵ Ver, para os critérios, ou a falta deles, para a determinação do percentual e requisitos mínimos, o Relatório de Análise – Audiência Pública n.º 02/2009, pp. 3 e 4.

⁴²⁶ Cf. Relatório de Análise – Audiência Pública n.º 02/2009, pp. 4 e 5. Na minuta original da instrução, o percentual previsto para o reembolso, no caso de propostas rejeitadas, era de 70% das despesas incorridas: “A CVM manteve o ressarcimento integral em caso de propostas aprovadas, mas alterou o percentual de ressarcimento para 50% no caso de propostas rejeitadas. Na opinião da CVM, esse percentual alcança um melhor equilíbrio entre os dois objetivos da norma: facilitar a participação dos acionistas e desencorajar pedidos frívolos e despesas desnecessárias. Para definir esses percentuais, também foi levado em consideração que as companhias podem evitar despesas com ressarcimento criando um sistema de outorga de procurações eletrônicas pela rede mundial de computadores. Além disso, a CVM também acolheu a sugestão de esclarecer que as companhias podem estabelecer percentuais de ressarcimento maiores”.

Nem todas as despesas incorridas pelo solicitante serão reembolsadas, no entanto. De acordo com o art. 32, § 1º, incs. I e II, a companhia poderá ressarcir apenas as “despesas com a publicação de até 3 (três) anúncios no mesmo jornal em que a companhia publica suas demonstrações”, o que não inclui nenhum diário oficial⁴²⁷, e as “despesas com impressão e envio dos pedidos de procuração aos acionistas da companhia”⁴²⁸.

Não há limite determinado pela norma para o tamanho ou destaque dos anúncios⁴²⁹. Se de um lado, portanto, a companhia não pode restringir o tamanho dos anúncios divulgados pelos acionistas, para fins de reembolso, de outro, os acionistas solicitantes também deverão ser razoáveis a esse respeito. A companhia não poderá se recusar a ressarcir o acionista solicitante com base no tamanho do anúncio publicado, a menos que o referido anúncio seja manifestamente desarrazoado. Nesse caso, a norma mais uma vez procurou incentivar a utilização da internet e das procurações eletrônicas pelas companhias.

⁴²⁷ Cf. Relatório de Análise – Audiência Pública n.º 02/2009, pp. 5 e 6: “A CVM concorda em excluir os honorários advocatícios da lista de despesas obrigatoriamente reembolsáveis. Esta despesa não está relacionada à forma do pedido: ela existirá tanto se o pedido for feito por meio físico como por meio eletrônico. Prever o ressarcimento das despesas com honorários advocatícios para os pedidos não eletrônicos de procuração, sem estender tal ressarcimento para o pedido eletrônico, seria privilegiar o primeiro em detrimento do segundo, o que seria contrário às intenções da CVM. A Minuta é estruturada justamente para incentivar o uso da internet como meio de propagação das informações relativas à assembleia e recolhimento de procurações. A CVM discorda das demais limitações sugeridas. Limitações ao tamanho das publicações ou aglutinação de propostas de diferentes acionistas poderiam prejudicar o conteúdo do pedido de procuração, ou ainda, gerar discussões entre companhia e proponente. Se as companhias considerarem excessivo o custo de publicação dos pedidos, elas poderão eliminá-lo aceitando os pedidos de procuração por meio da rede mundial de computadores, como a Minuta permite”.

⁴²⁸ Interessante notar que, a despeito de um dos objetivos da Instrução CVM n.º 481/09 ser justamente o incentivo ao uso de meios eletrônicos, o art. 32, § 1º, não é expresso com relação ao ressarcimento de despesas incorridas por acionistas que disponibilizem o material do pedido público de procuração eletronicamente. Se a companhia não o fizer, nada impede que o próprio acionista crie e mantenha um *site* para disponibilização das informações, o que certamente tem um custo. Nada impede também que haja comunicações por *email* com os acionistas, o que também gera um custo. Os custos nesses dois casos, ademais, seriam mais baixos do que na hipótese de disponibilização e envio físico de todo o material. De toda forma, mesmo que não expresso, o reembolso de despesas pelo menos com o “envio” do material eletronicamente deve estar compreendido na regra do inciso II do art. 32, § 1º. Assim, é certo que as despesas com envio de *emails* aos acionistas deverão ser reembolsadas pela companhia. Não seria equivocada também a interpretação desse dispositivo de modo a obrigar a companhia a reembolsar também as despesas com a criação e manutenção de um *site* pelo qual o material do pedido público de procuração será disponibilizado aos acionistas, embora seja uma interpretação que exija uma extensão ainda maior do significado do termo “envio”. Nesse sentido, as *Rules 451 e 465 da New York Stock and Exchange – NYSE*, que, em seu texto e anexos, preveem com detalhes as despesas e limites das despesas que devem ser ressarcidas pela companhia no caso de solicitação de procurações e retransmissão de informações da companhia, incluem expressamente o ressarcimento de despesas com o envio eletrônico de documentos e informações: “[i]n addition to the charges specified in this schedule, member organizations are also entitled to receive reimbursement for: (i) actual postage costs (including return postage at the lowest available rate); (ii) the actual cost of envelopes (provided they are not furnished by the person soliciting proxies); and (iii) any actual communication expenses (excluding overhead) incurred in receiving voting returns either telephonically or electronically”.

⁴²⁹ Cf. Relatório de Análise – Audiência Pública n.º 02/2009, p. 6.

Se a companhia possibilitar aos acionistas a outorga de procuração eletrônica, ademais, o acionista solicitante estará dispensado de enviar o pedido de procuração a todos os acionistas ou de fazer o respectivo anúncio no jornal, para o fim de cumprir a obrigação estabelecida no *caput* do art. 25. Por consequência, nesse caso, e reafirmando a regra do *caput* do art. 32, o acionista solicitante não terá direito a qualquer ressarcimento.

Os anúncios relacionados ao pedido público de procuração poderão ser adicionados à mesma plataforma eletrônica que viabilizará a outorga da procuração eletrônica aos acionistas, sem custo ao solicitante, e o aviso de que a plataforma e os documentos estão disponíveis eletronicamente para os acionistas deve ser feito pela companhia no edital de convocação da assembleia e/ou em outros documentos relacionados. Caso o acionista solicitante deseje reforçar o anúncio de seu pedido público de procuração mediante publicações no jornal normalmente utilizado pela companhia, poderá fazê-lo, mas não poderá ser ressarcido.

O ressarcimento das despesas incorridas pelo acionista solicitante, quando devido, deverá ser realizado pela companhia em até 10 dias, contados do recebimento de requerimento nesse sentido formulado pelo solicitante, acompanhado dos documentos que comprovem as despesas incorridas (art. 28, §§ 4º e 5º)

12. Art. 30: relação de endereços

12.1 Arts. 126, § 3º, e 100, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações: inversão do ônus e *fast track*

A solicitação da lista de acionistas e respectivos endereços é naturalmente passo preliminar fundamental para a realização de um pedido público de procuração por acionista não controlador ou terceiro interessado. Sem a lista e os endereços, não há pedido e deixa de fazer sentido toda a regulação dos pedidos públicos de procuração⁴³⁰.

⁴³⁰ A respeito da disciplina aplicável à relação de endereços, da legitimação para sua solicitação, dos limites da discricionariedade da administração para recusá-la, para um panorama da jurisprudência e dos precedentes administrativos no Brasil e nos Estados Unidos, cf. ROBERT, Bruno, *A solicitação de lista de acionistas (arts. 126, § 3º, e 100, § 1º): legitimação do pedido e limites da discricionariedade da administração da companhia*, in *RDM*, n. 161/162, pp. 100 e ss.. Em função da pertinência das considerações constantes no referido artigo, e por razões naturais de coerência, o texto deste item reflete em grande parte trechos do próprio artigo.

O acesso a essas informações, contudo, não é matéria elementar no universo dos dilemas de direito societário. No país e internacionalmente, a histórica disputa entre acionistas não controladores e a administração ou o acionista controlador pelo acesso, e pela determinação dos limites ao acesso, à lista de acionistas e endereços reflete com justiça a importância estratégica dessas informações no equilíbrio de forças e interesses coexistentes na organização societária.

No Brasil, há dois caminhos para o acesso à lista de acionistas: aquele previsto pela regra geral do art. 100, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações, e o caminho especial, disciplinado pelo art. 126, § 3º, da mesma lei, e posteriormente detalhado pelo art. 30 da Instrução CVM n.º 481/09.

Tão importante quanto a equivalência entre os conceitos de “relação de endereços” e “lista de acionistas” para a simplificação da compreensão da matéria, é o correto posicionamento relativo entre os art. 126, § 3º, e o art. 100, § 1º, na Lei das Sociedades por Ações.

O fato de haver duas disposições na lei societária que lidam com o mesmo assunto pode gerar, e com efeito gerou, algumas dificuldades na determinação dos parâmetros aplicáveis à solicitação da lista de acionistas⁴³¹.

⁴³¹ A evolução dos precedentes que definiram os parâmetros da matéria no direito societário norte-americano é composta pelas decisões nos seguintes casos: Frank DeRosa et al. v. The Therry Steam Turbine Company (300 F.Supp. 171, de 16 de abril de 1969); NVF Company v. Sharon Stell Corporation (294 F. Supp. 1091, de 22 de janeiro de 1969); Wood, Walker & Co. et al. v. Fred M. Evans et al. (300 F.Supp. 171, de 16 de abril de 1969); State of Minnesota ex rel. Charles A. Pillsbury v. Honeywell, Inc. (291 Minn. 322, 191 N.W.2d 406, de 22 de outubro de 1961); Wood, Walker & Co. et al. v. Fred M. Evans (461 F.2d 852, de 12 de junho de 1972); Mesa Petroleum Co. v. Aztec Oil & Gas Company (406 F.Supp. 910, de 9 de janeiro de 1976); A & K Railroad Materials, Inc. et. al. v. Green Bay and Western Railroad Company (437 F.Supp. 636, de 20 de setembro de 1977); Jose M. Lopez v. SCM Corporation (71 A.D.2d 976, 420 N.Y.S.2d 225); Willard F. Rockwell, Jr. v. SCM Corporation (496 F.Supp. 1123, de 18 de agosto de 1980); United Founders Life Insurance v. Louis J. Roussel, Jr. et al. (90 F.R.D. 511, de 10 de setembro de 1980); Financial General Bankshares, Inc. v. Eugene J. Metzger (523 F.Supp. 744, de 31 de julho de 1981); Harry Lewis v. Al Knutson et al. (699 F.2d 230); Carpenter v. Texas Air Corp. (1985 WL 11548 (Del.Ch.), 11 Del. J. Corp. L. 201, de 18 de abril de 1985); Empire of Carolina, Inc. v. Deltona Corporation et. al. (514 A.2d 1091, de 6 de novembro de 1985); Stanley R. Palowsky, Jr. v. Premier Bancorp, Inc. (595 So.2d 670, de 27 de dezembro de 1991); MMI Investments, L.L.C. v. Eastern Company (45 Conn.Supp. 101, 701 A.2d 50, de 3 de dezembro de 1996). Para a descrição e análise de cada um dos referidos precedentes, cf. ROBERT, Bruno, *A solicitação de lista de acionistas (arts. 126, § 3º, e 100, § 1º): legitimação do pedido e limites da discricionariedade da administração da companhia*, in *RDM*, n. 161/162, pp. 100 e ss., especialmente pp. 116 e ss..

Em primeiro lugar, para os fins que interessam à regulação e ao direito societário, o conteúdo do que se usa chamar de lista de acionistas não difere substancialmente da relação de endereços prevista no art. 126, § 3º. Ambas lidam, em última instância, com informações fundamentais para o desenvolvimento de qualquer iniciativa legítima de articulação entre acionistas dispersos, como o nome de cada acionista da companhia e seu endereço.

Ainda que o art. 100, § 1º, inc. I, não obrigue a companhia a registrar os endereços dos acionistas no livro de registro de ações nominativas, seria demagógico excetuar-se por essa razão os endereços das listas de acionistas obtidas legitimamente fundamentadas naquele dispositivo.

O que muda de mais importante, portanto, entre o que dispõe o art. 126, § 3º, e o art. 100, § 1º, é o procedimento que deve ser adotado pelo solicitante.

Enquanto que o art. 100, § 1º, prevê a regra geral para a obtenção de informações registradas nos livros societários, o art. 126, § 3º, e portanto o art. 30 da Instrução CVM n.º 481/09 disciplinam um específico caso de acesso a informação, com objeto, parte legitimada e circunstâncias determinadas⁴³².

A construção legislativa da disciplina da solicitação, obtenção e utilização da lista de acionistas parte do conceito elementar do direito de acesso à informação por parte do acionista atual ou potencial.

Ou seja, de que é natural que o acionista de uma companhia possa checar os registros de sua propriedade nos livros societários, assim como é natural que eventuais interessados na aquisição de ações, ou outros negócios que envolvam a disponibilização da titularidade sobre as ações tenham a possibilidade de conferir a propriedade das mesmas.

Nesse ponto, de fato, há certa similaridade de funções entre os livros societários e os registros públicos propriamente ditos⁴³³.

⁴³² Ver as páginas 3 e 4 do Edital de Audiência Pública n.º 02/2009 e, principalmente, a página 23 do respectivo Relatório de Análise.

⁴³³ Como deixava claro, aliás, o Parecer CVM n.º 30.

Não há qualquer dificuldade, por exemplo, em se descobrir quem são os sócios, endereços e participações de qualquer sociedade limitada, mediante consulta, inclusive via internet, à junta comercial.

Logo se viu, contudo, que o acesso a informações de companhias, ainda que sejam apenas informações cadastrais, não poderia ser completamente irrestrito. Seja porque os assentamentos constantes nos livros societários podem conter informações mais amplas do que aquelas que normalmente constam na lista de acionistas, seja porque o número médio de acionistas em uma sociedade anônima é muito maior do que em outros tipos societários, o que multiplica as utilidades das informações cadastrais da companhia e, conseqüentemente, seu valor potencial para interessados diversos.

Por essa razão, que a Lei n.º 9.457/97 modificou o art. 100, § 1º, para restringir o acesso aos assentamentos dos livros societários, adicionando requisitos para a solicitação. Por essa razão, também, que os precedentes da CVM deixam claro que a alteração é significativa, deve ser cumprida e, como consequência, a flexibilização excessiva das justificativas para o acesso à lista de acionista faria letra morta da alteração promovida ao dispositivo.

Por fim, constatou-se que, em certas situações, o interesse da sociedade requer que o fornecimento da lista de acionistas seja mais rápido. Para essas situações, em que a legitimidade do pedido é evidente, e as informações necessárias são muito bem delimitadas, a lei deveria criar um procedimento que permitisse o acesso praticamente automático à lista de acionistas.

Essas situações são, basicamente, as assembleias gerais. O interesse social é evidente se a utilização da lista de acionistas estiver relacionada aos fins de representação privada ou pedidos públicos de procuração.

E esse caso, especificamente, foi então previsto pelo art. 126, § 3º, e detalhado, para as companhias abertas, pelo art. 30 da Instrução CVM n.º 481/09.

Em síntese, portanto, o art. 100, § 1º, encerra a regra geral para a solicitação de informações constantes nos registros das companhias e, por consequência, determina a regra geral para a solicitação e acesso à lista de acionistas. O art. 126, § 3º, e o art. 30 da Instrução CVM n.º 481/09, por sua vez, especificam a regra do art. 100, § 1º, e criam um procedimento mais ágil, aplicável a situações bastante específicas.

O art. 126, § 3º, assim, cria uma espécie de “*fast track*” para a obtenção da lista de acionistas. E a instrução CVM n.º 481/09 traz os detalhes desse procedimento para as hipóteses de pedido público de procuração.

Colocado de outro modo, o art. 126, § 3º, por razões e para finalidades definidas, e cumpridas condições específicas, desloca o ônus da prova a respeito da legitimidade da solicitação da lista de acionistas do acionista para a companhia.

Em todos os casos de solicitação da lista de acionistas fundamentados na regra geral do art. 100, § 1º, o ônus é do solicitante.

No caso do pedido formulado com base no art. 126, § 3º, desde que cumpridos os requisitos da lei e do art. 30 da Instrução CVM n.º 481/09, o ônus é da companhia.

De um lado, o art. 126, § 3º, exige que a solicitação da lista de acionistas esteja relacionada à representação de acionistas perante a companhia. Ou seja, para que se busque um representante ou para que se busquem representados, de forma privada ou por meios que configurem pedido público de procuração, nos termos do art. 30 da Instrução CVM n.º 481/09.

Além disso, apenas poderá se valer desse procedimento especial solicitantes que sejam acionistas e que sejam titulares de ações com ou sem direito de voto que representem pelo menos 0,5% do capital social da companhia. Assim, para que a inversão do ônus da prova prevista pelo art. 126, § 3º, prevaleça, é preciso que o solicitante seja acionista e seja titular de ações, com ou sem direito de voto, que representem pelo menos 0,5% do capital social. Ou seja, trata-se de procedimento reservado aos acionistas com alguma representatividade na companhia.

Por fim, esse procedimento franqueia o acesso a informações predeterminadas: nome dos acionistas e endereços, mas não necessariamente a participação societária.

De outro lado, porém, uma vez preenchidos esses requisitos, consideram-se observados também os requisitos impostos pelo art. 100, § 1º, invertendo-se o ônus de se comprovar a inadequação da solicitação da lista dos acionistas do solicitante para a própria companhia.

Portanto, o pedido formulado com base no art. 100, § 1º, deve ser instruído com as informações e documentos que comprovam as justificativas alegadas, enquanto que para o pedido formulado com base no art. 126, § 3º, e é assim que dispõe o art. 30 da Instrução CVM n.º 481/09, basta, para esse fim, a declaração de que a solicitação é feita para os fins determinados em lei e na regulamentação.

A Instrução CVM n.º 481/09 regulou a matéria, sem, evidentemente, fugir dos parâmetros estabelecidos na lei. Assim, como se verá nos itens seguintes, a norma determinou com clareza, entre outros assuntos, o conteúdo da lista a ser fornecida e as situações em que se pode fazer a solicitação, para que se tenha certeza de que ela tem relação com os fins previstos na lei societária⁴³⁴.

⁴³⁴ Cf. ROBERT, Bruno, *A solicitação de lista de acionistas (arts. 126, § 3º, e 100, § 1º): legitimação do pedido e limites da discricionariedade da administração da companhia*, in *RDM*, n. 161/162, pp. 100 e ss.. Em razão, igualmente, da pertinência para o assunto tratado neste item e pela sintetização das discussões mais importantes no que diz respeito à utilidade da lista de acionistas para os movimentos de organização dos acionistas, inclusive os pedidos públicos de procuração, bem como no que se refere à relação entre o art. 110, § 1º, e o art. 126, § 3º, transcreve-se a seguir, em sua integralidade, o item de conclusão do artigo: “Este artigo traz sete proposições principais: (1) a de que a lista de acionistas e a relação de endereços se equivalem, para os fins da disciplina da matéria examinada; (2) a de que o acesso aos nomes e endereços dos acionistas de uma companhia pode ser viabilizado por dois caminhos legais diversos: o art. 100, § 1º, e o art. 126, § 3º, da Lei das Sociedades por Ações; (3) a de que a existência de dois caminhos diversos não implica a existência de dois direitos distintos, mas simplesmente a de dois processos distintos de obtenção, aplicáveis a situações distintas; (4) a de que o art. 126, § 3º, decorre do art. 100, § 1º, e o especializa para prever um processo de obtenção da lista de acionistas mais ágil, aplicável em situações em que a legitimidade para a sua obtenção é presumida e necessária; (5) a de que a inversão do ônus da prova a respeito da legitimidade da solicitação da lista de acionista, que passa a ser da companhia no caso do art. 126, § 3º, é a principal diferença entre este dispositivo e o art. 100, § 1º; (6) a de que a dualidade formal da disciplina legal sobre a matéria estimulou inconsistência e incerteza nos precedentes administrativos julgados pela Comissão de Valores Mobiliários, situação que, em que pese efetivos esforços recentes de estabilização, ainda merece complementação e reparos; e (7) a de que uma das pendências mais importantes na evolução da compreensão da disciplina legal a respeito da lista de acionistas, que decorre das proposições anteriores, é a definição de limites menos restritivos para o uso do art. 100, § 1º, para a solicitação da lista de acionistas, em benefício do estímulo à articulação entre os acionistas e dos efeitos favoráveis ao mercado daí decorrentes. De fato, a partir do caso Fator, julgado em 8 de dezembro de 2009 [processo CVM n.º 2009-42], parece que a CVM optou por tomar a direção definitiva de restringir a aplicação do art. 100, § 1º. Isso, ao que tudo indica, e pelo menos em parte, é consequência da elaboração da Instrução CVM n.º 481/09, publicada alguns dias depois do

juízo daquele caso e que enfim preencheu a norma do art. 126, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações. Por alguma razão, a Instrução CVM n.º 481/09 foi assumida como o instrumento de disciplina exaustivo para os movimentos de articulação entre os acionistas. Por consequência, os §§ 2º e 3º do art. 126, foram também alçados a essa posição, reduzindo o art. 100, e os dilemas relacionados às companhias fechadas, a posições marginais no palco do ativismo societário. Surpreendentemente, o que deveria ter ocorrido era precisamente o contrário. Ainda que a Instrução CVM n.º 481/09 tenha disciplinado os pedidos públicos de procuração - um dos principais instrumentos de articulação entre os acionistas, mas não o único -, naquilo que diz respeito ao acesso à lista de acionistas, a criação de um processo especial para a obtenção dessa mesma lista, ou de informações equivalentes, na verdade libera e caracteriza o processo estabelecido no art. 100, § 1º, como a regra geral, e não como uma regra subsidiária. É o art. 126, § 3º, que é o especial em relação ao art. 100, § 1º, e não o contrário. O art. 100, § 1º, é, por excelência, o dispositivo da lei societária que encerra o direito de informação do acionista. Por isso que se exige fundamentação relacionada ao interesse pessoal do solicitante, da companhia ou do mercado. E é por isso que o dispositivo prevê expressamente o recurso à CVM em caso de indeferimento do pedido pela companhia. Não é demais lembrar que o art. 100, § 1º, não depende de preenchimento por parte da CVM, como expressamente dependia o art. 126, § 2º (e § 3º, uma vez que este faz remissão expressa àquele). E que os arts. 100 e 126 deverão por muito tempo ainda serem interpretados em conjunto para as situações envolvendo companhias fechadas, já que haverá dúvidas a respeito da aplicação da Instrução CVM n.º 481/09 nessas situações. Não é sem propósito lembrar também que a organização dos acionistas em si é sempre razoável e benéfica para a companhia. É claro que a articulação não pode ser destinada a interesses contrários ao da sociedade e fundamentada na má-fé ou fraude do solicitante da lista de acionistas. Mas nem por isso a má-fé dos acionistas que solicitam a lista para se articularem deve ser presumida. Diante de indicativos de que a lista de acionistas não será utilizada para nenhum fim que não esteja relacionado diretamente ao interesse social, ela deve ser disponibilizada, sob pena de as companhias, administradores e, por consequência, a própria CVM se tornarem árbitros morais e não técnicos da legitimidade das solicitações. Assim, o art. 100, § 1º, deve evidentemente continuar a ser aplicado para todas as situações de ativismo que se apresentarem coerentes com interesse social. Sem presunção da má-fé dos acionistas que assim justificarem sua solicitação e sem restrições desarrazadas por parte da administração. O dispositivo é plenamente aplicável, por exemplo, a pedidos públicos de procuração que por qualquer razão estejam fora dos prazos previstos na Instrução CVM n.º 481/09. É aplicável também para a congregação de acionistas titulares de ao menos 5% do capital social total ou votante, conforme o caso, para que se atinja o quorum mínimo exigido pelo art. 123, parágrafo único, alíneas “c” e “d”, para convocar assembleia, inclusive para a propositura de ação de responsabilidade contra administrador, nos termos do art. 159 (ou quorum reduzido ou que vier a ser reduzido pela CVM com fundamento no art. 291 da Lei das Sociedades por Ações). E será aplicável para quaisquer outras situações equivalentes atualmente previstas na lei ou na regulação, ou que o vierem a ser, que exijam quorum mínimo de deflagração, sem que haja obrigatoriamente uma assembleia iminente. O art. 100, § 1º, não legitima apenas solicitações não fundamentadas ou que se baseiem na mera articulação genérica, sem fins ou justificativas concretas. Mas as justificativas podem ser variadas e não precisam necessariamente se aterem a critérios objetivos, como a iminência de uma assembleia geral, por exemplo. Não é isso que a lei quis e não é isso que a lei diz. A má-fé dos acionistas não deve ser presumida e, para solicitações justificadas pela articulação ou transmissão de informações aos acionistas, que comprovem a necessidade de articulação ou a pertinência das informações a serem transmitidas, a regra deve ser a disponibilização da lista de acionistas e a recusa pela companhia a exceção. Para casos de utilização abusiva da lista de acionistas e fraude há regras administrativas, criminais e indenizatórias próprias para o desestímulo da prática de ilegalidades e sua compensação quando necessário. Não é o caso dos administradores ou dos reguladores serem mais rígidos do que a lei para evitarem situações para as quais a própria lei já dispõe de soluções apropriadas. E é em benefício do mercado que se deve procurar reduzir as margens para que os administradores se valham de maquinações meramente formalísticas para se negarem a disponibilizar informações básicas de que podem legitimamente necessitar os acionistas minoritários. Especialmente porque daqui para frente a tendência no país é de que mais e mais solicitações sejam feitas, por acionistas e outros intermediários que participam de um mercado cada vez mais especializado e complexo.”

12.2 Art. 30, *caput* e § 1º: prazos

Os pedidos de lista de acionistas que preencherem os requisitos do art. 30 da Instrução CVM n.º 481/09 deverão ser atendidos pela companhia em no máximo 3 dias úteis contados de seu recebimento.

A solicitação da lista de acionistas, de seu lado, também deve respeitar prazos e períodos específicos.

Tratando-se de regime especial e mais ágil para o acesso a informações dos acionistas da companhia, com inversão do ônus da comprovação da legitimidade, conforme discutido no item anterior, a solicitação da lista de endereços com fundamento no art. 30 da Instrução CVM n.º 481/09 apenas pode ser realizada em períodos específicos.

Esses períodos encontram-se especificados no parágrafo 1º do *caput* do art. 30:

“§ 1º Os pedidos a que se refere o *caput* poderão ser formulados, alternativamente, entre:

- I – o primeiro dia do exercício social e a data da realização da assembleia geral ordinária;
- II – a data da primeira convocação e a data de realização de qualquer assembleia geral extraordinária;
- III – a data da divulgação ao mercado de ato societário que dependa de deliberação assemblear e a data de realização da respectiva assembleia.”

O teor da norma transcrita acima não implica a proibição da solicitação da lista de acionistas fora dos referidos períodos ou para situações em que sequer haja a expectativa de realização de uma assembleia geral. Ele determina, contudo, que o acionista que pretenda promover um pedido público de procuração só poderá se valer do procedimento especial previsto pelo art. 126, § 3º, da Lei das Sociedades por Ações, e detalhado pelo art. 30 da Instrução CVM n.º 481/09, se solicitar a lista de acionistas dentro desses períodos. Fora deles, o acionista deverá fundamentar o seu pedido no art. 100, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações e se sujeitar ao procedimento e escrutínios quanto à legitimidade próprios desse dispositivo legal.

12.3 Art. 30, *caput* e § 2º: requisitos e legitimidade para a solicitação

Em primeiro lugar, para que se possa utilizar o procedimento de solicitação e obtenção da lista de acionistas e endereços, previsto pelo art. 30 da Instrução CVM n.º 481/09, o solicitante deve ser acionista da companhia (*caput*).

Além disso, o acionista deve ser titular de ações, com ou sem direito de voto, que representem, pelo menos, 0,5% do capital social (*caput* e art. 126, § 3º, da Lei das Sociedades por Ações).

E o requerimento da lista de endereços deve ter como objetivo a realização de solicitação de procuração a outros acionistas, mesmo que essa solicitação não venha a caracterizar pedido público de procuração (*caput* e art. 126, § 3º c.c. o § 1º, da Lei das Sociedades por Ações).

Para que a companhia possa se assegurar que o pedido da lista de acionistas foi feito com fundamento no art. 126, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações, pode ser requerida do solicitante uma declaração expressa nesse sentido (art. 30, § 2º, inc. II).

É evidente, e não custa ressaltar, que quem solicita a lista de acionistas com base no art. 126, § 3º, não está obrigado a fazer o pedido público de procuração após receber a lista. Diversas razões, inclusive relacionadas à composição da referida lista, podem razoavelmente dissuadi-lo de promover o pedido. O acionista não pode, de fato, utilizar a lista para outros fins, ou fazer a solicitação de má-fé. Mas essas situações devem ser corrigidas por outros meios de responsabilização.

Além disso, a companhia pode exigir, ainda, reconhecimento da firma do signatário do pedido e cópia dos documentos que comprovem que o signatário tem poderes para representar o acionista, se for o caso (art. 30, § 2º, inc. II).

Essas exigências, assim como a declaração do art. 30, § 2º, inc. III, podem ou não ser feitas pela companhia, de acordo com sua discricionariedade. A decisão de exigí-las ou não

pode variar em cada caso, com o objetivo de proteção ao interesse social da companhia e nunca como instrumento de discriminação entre os acionistas.

12.4 Art. 30, § 3º: limites da discricionariedade dos administradores

Observados os períodos previstos no parágrafo 1º do art. 30, e se cumpridos os requisitos do parágrafo 2º do mesmo art. 30, a administração da companhia não poderá recusar a disponibilização da lista de acionistas, com os respectivos endereços.

O parágrafo 3º do art. 30 é enfático ao determinar que “[é] vedado à companhia: I – exigir quaisquer outras justificativas para o pedido; II – cobrar pelo fornecimento da relação de acionistas; III – condicionar o deferimento do pedido ao cumprimento de quaisquer formalidades ou à apresentação de quaisquer documentos não previstos no § 2º”.

É esse dispositivo que encerra, da maneira mais clara possível, a especialidade do procedimento de pedido e obtenção da lista de acionistas, e relação de endereços, previsto na Instrução CVM n.º 481/09, para as hipóteses de pedido público de procuração, bem como o que melhor coloca em evidência a inversão do ônus para a prova/questionamento da legitimidade do pedido.

E assim o é justamente porque a solicitação e a entrega da lista de acionistas e da relação de endereços, de forma ágil, são fundamentais para o funcionamento de todo o mecanismo do pedido público de procuração.

Assim, não há margem, na hipótese do art. 30, para qualquer discricionariedade por parte da administração com relação à entrega ou não da lista de acionistas. A mera suspeita de que a lista de acionistas será utilizada para fim diverso do previsto em lei também não é suficiente para a recusa, nesse caso. A companhia deverá ter provas da má-fé ou do desvio de finalidade, e da falsidade da declaração apresentada na forma do art. 30, § 2º, inc. III, para se recusar a entregar a lista de acionistas.

Do mesmo modo, a administração não deve recusar o acesso à lista simplesmente porque o solicitante se fundamentou no artigo equivocado da lei societária. Não há dúvida de que os requisitos de fundamento que legitimam o pedido baseado no art. 126, § 3º, estão

englobados pela faculdade assegurada aos acionistas pelo art. 100, § 1º. Se os requisitos formais do art. 126, § 3º, e da Instrução CVM n.º 481/09 também estiverem presentes (declaração do propósito, documentos de representação, participação mínima no capital social etc.), não há motivo para que a companhia recuse a disponibilização da lista⁴³⁵.

Apenas nas hipóteses em que o pedido é feito com base no art. 100, § 1º, e não cumpre os requisitos do art. 126, § 3º, e da Instrução CVM n.º 481/09, que a companhia poderá recusar o fornecimento de forma discricionária: se não houver justificativa legítima para o pedido ou se a justificativa não for comprovada⁴³⁶.

12.5 Inaplicabilidade do art. 30 na solicitação para os fins do art. 28

Se a intenção do solicitante for a organização dos acionistas para promover a inclusão de candidatos no material de pedido público de procuração da administração, na forma do art. 28 da Instrução CVM n.º 481/09, a solicitação da lista de acionistas e endereços não poderá se valer do procedimento do art. 30. Nesse caso, o fundamento deverá ser a regra geral do art. 100, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações, uma vez que o solicitante da lista não promoverá pedido público de procuração.

Por falta de previsão expressa na Instrução CVM n.º 481/09 (o que talvez realmente não fosse possível diante do teor do art. 126, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações), o procedimento do art. 30 da Instrução CVM n.º 481/09 de fato não se aplica à hipótese prevista no art. 28 da mesma norma.

Mas a razão da solicitação da lista de acionistas e endereços, nesse caso, não deixa de ser pertinente ao que prevê o art. 100, § 1º. O que muda é apenas a alocação do ônus da comprovação de que o acesso à lista de acionistas é razoável diante dos diversos interesses que gravitam em torno da sociedade, a possibilidade de cobrança razoável pelo serviço no caso do pedido fundamentado no art. 100, § 1º, e eventual discussão a respeito da

⁴³⁵ Nesse sentido, o voto de Maria Helena Santana no processo CVM n.º RJ2009/5356: “(...) embora a finalidade do art. 126, § 3º, consista em facilitar a mobilização acionária, isso não significa, a toda evidência, que nenhum outro dispositivo possa, ainda que indiretamente, servir ao mesmo propósito”.

⁴³⁶ Ver, a respeito das razões e fundamentos para eventual recusa por parte da administração, ROBERT, Bruno, *A solicitação de lista de acionistas (arts. 126, § 3º, e 100, § 1º): legitimação do pedido e limites da discricionariedade da administração da companhia*, in *RDM*, n. 161/162, pp. 100 e ss., especialmente pp. 130 e ss..

obrigação, ou não, de a companhia fornecer também a participação societária de cada acionista⁴³⁷.

12.6 Art. 30, § 4º: formato da relação de endereços

Também por se tratar de um procedimento especial, ágil e objetivo, com fins determinados, o teor da lista de acionistas que deve ser disponibilizada pela administração ao acionista solicitante é predeterminado pelo art. 30, § 4º. Para as solicitações que se valerem do processo especial disciplinado pelo art. 30, a administração deverá apenas listar o nome de todos os acionistas, em ordem decrescente de participação acionária, com a indicação dos respectivos endereços, inclusive eletrônicos se constarem do cadastro da companhia.

O parágrafo 4º do art. 30 também é expresso ao estabelecer que o fornecimento da participação societária de cada acionista é permitido, mas não é obrigatório nos pedidos de lista de acionistas formulados com base no art. 126, § 3º, e na Instrução CVM n.º 481/09, embora haja dúvidas naqueles pedidos fundamentados no art. 100, § 1º⁴³⁸.

⁴³⁷ No âmbito do processo CVM n.º RJ/2004/0712, a então diretora da CVM, Norma Parente, apresentou o seguinte e ilustrativo quadro a respeito das diferenças dos pedidos fundados no art. 100, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações, e no art. 126, § 3º, da mesma lei:

	Artigo 100, § 1º	Artigo 126, § 3º
Informação disponibilizada	Certidões dos assentamentos dos livros sociais mencionados nos incisos I a III do caput	Endereço dos acionistas
Titular do direito	Qualquer pessoa	Acionista detentor de, no mínimo, 0,5% do capital social
Justificativa	Obrigatória	Não-obrigatória
Custo do acesso às informações	Custo do serviço, não podendo inviabilizar o acesso às informações	Sem previsão legal de cobrança de custo
Após a obtenção das informações	Utilizá-las na defesa de direitos e esclarecimento de situações de interesse pessoal ou dos acionistas ou do mercado	Atender os requisitos do art. 126, § 2º
Consequência da utilização indevida das informações	Posterior responsabilização	Posterior responsabilização

A essa tabela, cumpre ressaltar, poderia agora também ser incluído o cumprimento dos requisitos da Instrução CVM n.º 481/09.

⁴³⁸ Como, no entanto, os pedidos formulados com base no art. 100, § 1º, devem ser justificados, é razoável se concluir que havendo justificativa especial para o fornecimento das participações societárias juntamente com as demais informações da lista de acionistas, não há razão para que a companhia o negue. Se, de outro lado, a justificativa apresentada referir-se somente a eventual pedido público de procuração fora dos períodos delimitados pela Instrução CVM n.º 481/09, a companhia terá na aplicação analógica da própria Instrução seu fundamento para recusar a disponibilização da participação societária, mas não do nome dos acionistas e seus endereços.

13. Art. 34: consequências da infração à Instrução CVM n.º 481/09

O art. 34 inclui como infração grave qualquer violação a qualquer dos comandos dos artigos 2º, 8º a 21, e 26 a 32 da própria Instrução CVM n.º 481/09.

Tratando-se de infração grave, a violação aos dispositivos indicados pode ser apurada e penalizada de forma prioritária pela Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do art. 9º, § 4º, da Lei n.º 6.385/76, e os autores da violação, ou aqueles a quem a lei e a regulamentação imputarem responsabilidade objetiva pelo ato estão sujeitos à aplicação de qualquer das penas previstas no art. 11, *caput* c.c. o § 3º, da mesma lei, sem prejuízo de eventuais sanções civis e criminais eventualmente aplicáveis.

Assim, com relação à promoção de um pedido público de procuração, serão consideradas infração grave, por exemplo, as violações a seguir:

- (i) A disponibilização aos acionistas de minuta de procuração ou de qualquer outro documento constante do material do pedido público de procuração que contenha informação inverídica, incompleta ou inconsistente, que não seja redigida de forma clara, objetiva e concisa e/ou que induza os acionistas a erro, em violação ao art. 2º da Instrução CVM n.º 481/09. A imposição de sanção pela violação deverá, naturalmente, pautar-se em critérios de materialidade e relevância da infração, avaliando-se a efetiva capacidade de que gere perdas aos acionistas, de que influencie a decisão dos acionistas a respeito de outorgar ou não a procuração, de votar ou não em certo sentido, bem como a existência de dolo ou culpa do solicitante e do nexo causal entre a infração e a eventual perda ou risco de perda, entre outros fatores, conforme discutido no item 3 desta Parte B do Capítulo V.
- (ii) A não disponibilização aos acionistas, no material do pedido público de procuração, dos documentos e informações indicados nos arts. 8º a 21 da Instrução CVM n.º 481/09, conforme o caso, ou a sua disponibilização em desacordo ou intempestivamente em relação às regras e prazos determinadas nos mesmos dispositivos.

- (iii) A não disponibilização, pelo solicitante, ou se transmitido por este, pelo diretor de relações com investidores, do material do pedido público de procuração na página eletrônica da Comissão de Valores Mobiliários, em desacordo com o art. 26 da Instrução CVM n.º 481/09, conforme discutido no item 8 desta Parte B do Capítulo V.
- (iv) A não comunicação, por parte da companhia, ou a comunicação intempestiva, ou incompleta, de sua intenção de realizar pedido público de procuração para qualquer que seja a matéria, em desacordo com o art. 27 da Instrução CVM n.º 481/09, conforme discutido no item 8 desta Parte B do Capítulo V.
- (v) A não inclusão, ou a criação de obstáculos excessivos à inclusão, de candidatos indicados pelos acionistas no material do pedido público de procuração da administração, pela própria administração, ou o não fornecimento ou o fornecimento irregular das informações exigidas pela regulação, por parte do acionista, em desacordo com o art. 28 da Instrução CVM n.º 481/09, conforme discutido no item 9 desta Parte B do Capítulo V.
- (vi) O custeio ou o ressarcimento, por parte da companhia, de despesas incorridas pelo controlador ou por administradores que não representem a administração como órgão, por exemplo, com pedido público de procuração, em desacordo com o art. 29 da Instrução CVM n.º 481/09, conforme discutido no item 11 desta Parte B do Capítulo V.
- (vii) Em desacordo com o art. 30 da Instrução CVM n.º 481/09, conforme discutido no item 12 desta Parte B do Capítulo V, a recusa por parte da administração da companhia em fornecer a lista de acionistas, com a relação dos respectivos endereços, aos acionistas que cumprirem os requisitos objetivos exigidos pelo referido art. 30, ou a cobrança para o fornecimento da lista, a exigência de justificativas não previstas na regulação para a disponibilização da lista ou o seu condicionamento ao cumprimento de qualquer formalidade ou à apresentação de qualquer documento não expressamente exigido no parágrafo 2º do art. 30.

- (viii) A não inclusão em seu sistema de outorga de procuração eletrônica, por parte da companhia, ou a inclusão intempestiva ou irregular, do material do pedido público de procuração encaminhado por acionista que preencha os requisitos exigidos, em desacordo com o art. 31 da Instrução CVM n.º 481/09, conforme discutido nos itens 7 e 8 desta Parte B do Capítulo V.
- (ix) Conforme discutido no item 11 desta Parte B do Capítulo V, o não ressarcimento, ou o ressarcimento em desacordo com o art. 32 da Instrução CVM n.º 481/09, das despesas incorridas pelos acionistas que preencham os requisitos exigidos com a promoção de pedido público de procuração.

14. (In)aplicabilidade da Instrução CVM n.º 481/09 às companhias fechadas

Ainda que o disposto nas alíneas “a”, “b” e “c” do parágrafo 2º e no parágrafo 3º do art. 126 da Lei das Sociedades por Ações deva ser observado pelo acionista, administração ou terceiro que realize “pedido de procuração, mediante correspondência, ou anúncio publicado” com relação a uma companhia fechada, os direitos, obrigações e deveres constantes da Instrução CVM n.º 481/09 não são aplicáveis no âmbito de uma companhia fechada.

Com efeito, aquele que, no âmbito de uma companhia fechada, realizar pedido de procuração mediante envio de correspondência aos acionistas ou mediante publicação de anúncio, deverá estender a solicitação também a todos os acionistas da companhia (caso o pedido original tenha sido feito por correspondência e não por anúncio), deverá se assegurar que incluiu na solicitação todos os elementos informativos necessários ao exercício do voto pedido e deverá facultar aos acionistas também o exercício de voto contrário à proposta do solicitante, com indicação de outro procurador para o exercício do voto (art. 126, § 2º, “a”, “b” e “c”).

A Lei das Sociedades por Ações não faz, de fato, nenhuma ressalva de que essas regras seriam aplicáveis apenas às companhias abertas, como fez expressamente em outros dispositivos (arts. 4º, § 6º; 4º-A; 11º, § 3º; 15, § 1º; 29; 30, § 2º; 59, § 1º; 118, § 5º; 124, § 1º, inc. II; 126, § 1º; a *contrario sensu* o art. 129, § 1º; 130, § 2º; 141, § 4º, inc. I; entre outros).

Por outro lado, a Instrução CVM n.º 481/09 não se aplica às companhias fechadas, pois, muito embora as ações da companhia fechada sejam consideradas valores mobiliários, nos termos do art. 2º, *caput*, inc. I, da Lei n.º 6.385/76, os efeitos da competência normativa da Comissão de Valores Mobiliários, outorgada pelo parágrafo 3º do mesmo art. 2º, estendem-se apenas às companhias abertas, por determinação expressa do parágrafo 2º, *in fine*, do mesmo dispositivo legal. Além disso, o fato de que as ações da companhia fechadas não são negociadas publicamente, exclui, na medida em que realmente não sejam negociadas publicamente, a competência da Comissão de Valores Mobiliários sobre as companhias fechadas, por força do art. 1º da Lei n.º 6.385/76.

15. Eficácia da Instrução CVM n.º 481/09 e sugestões de aperfeiçoamento

Já foi comprovada e destacada neste estudo a brilhante antevisão dos legisladores de 1976 ao implantarem o embrião da regulação do pedido público de procuração no art. 126, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações, e a sensatez da Comissão de Valores Mobiliários em perceber as mudanças no mercado de capitais brasileiro e editar a Instrução CVM n.º 481/09⁴³⁹ a partir dos poderes que lhe foram conferidos, mais de 30 anos antes, por aquele dispositivo legal.

A Instrução CVM n.º 481/09 é definitivamente adequada e meritória de elogios com relação à sua simplicidade e proporcionalidade em relação à realidade atual do mercado de capitais e do direito societário nacionais. A norma evita uma série de complicações para o processo e para a disciplina do pedido público de procuração que, embora existentes em regulações internacionais e eventualmente necessárias para uma etapa futura, de maior desenvolvimento do mercado local, apenas criariam óbices e desincentivos para a utilização imediata das solicitações de procuração no país⁴⁴⁰.

⁴³⁹ A respeito de quais seriam os limites absolutos de eficácia da regulação dos pedidos públicos de procuração, dentro de uma lógica de custo e benefício, ver MAUG, Ernst G., *How effective is proxy voting? Information aggregation and conflict resolution in corporate voting contests*, 1999, disponível em www.ssrn.com.

⁴⁴⁰ Cf. EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel R., *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, Cambridge, 1996, p. 83; FAIRFAX, Lisa M., *Shareholder democracy: a primer on shareholder activism and participation*, Carolina Academic Press, Durham, 2011, p. 82.

A Instrução CVM n.º 481/09 não deixa de ser um teste do funcionamento da Lei das Sociedades por Ações e da regulação brasileira do mercado de capitais para uma nova fase que desponta, em que passam a atuar nesse mesmo mercado elementos e variáveis, cuja existência ou magnitude não foram e não eram contemplados pelos legisladores e reguladores até aqui. Entre esses elementos, a atuação dos investidores institucionais e a tendência de dispersão acionária no Novo Mercado, que afrontam e abalam os fundamentos sobre os quais se sustenta o arcabouço legislativo do direito societário brasileiro.

Algumas alterações e complementações à norma, de utilidade efetiva e atual ao mercado e discutidas ao longo dos itens que precederam a este, e que podem ser concretizadas via alterações no texto normativo ou naturalmente com o exame de casos concretos pela Comissão de Valores Mobiliários, não podem, contudo, deixar de ser aqui sintetizadas⁴⁴¹.

É o caso, por exemplo, da necessidade de se definir o conceito de “solicitação” ou “pedido” de procuração, para que se possa determinar com mais segurança os atos que caracterizam ou não pedido público de procuração, para fins de incidência das regras da Instrução CVM n.º 481/09. A definição é de especial importância para a isenção de comunicações realizadas entre acionistas, justamente com o intuito de organizar um pedido público de procuração ou de incluir candidatos aos órgãos de administração ou conselho fiscal no material do pedido público de procuração, e para que estes passos preliminares fundamentais ao próprio funcionamento dos pedidos públicos de procuração, não sejam desnecessariamente desestimulados. Foi o que se discutiu no item 1 desta Parte B do Cap. V.

Igualmente, seria importante a regulação de pedidos de voto que não envolvam a solicitação de procuração. A sugestão anterior, de certo modo, abarca inclusive essa questão. De uma forma ou de outra, como visto no item 5.1 desta Parte B do Capítulo V, a definição regulatória a respeito dos pedidos de voto, que implica preocupações regulatórias muito semelhantes àsquelas relativas aos pedidos públicos de procuração, e que atualmente

⁴⁴¹ Cf., para referência a outras discussões e reflexões conduzidas pelo próprio mercado, a correspondência elaborada pela Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC, de 4 de março de 2013, com sugestões à Comissão de Valores Mobiliários de aperfeiçoamento da Instrução CVM n.º 481/09 (disponível em http://www.amecbrasil.org.br/doc2/Amec_IN481.pdf).

não está contemplada na Instrução CVM n.º 481/09, contribuiria para a segurança e estabilidade das normas referentes aos processos deliberatórios das companhias.

Como se viu no item 5.3 desta Parte B do Capítulo V, a obrigação de se facultar aos acionistas a opção de votar a favor, contra ou de se abster, poderia ser dispensada nos casos de pedidos públicos realizados por acionistas, e não pela administração, sob o risco de que sejam gerados desincentivos para a realização do pedido. De forma análoga, a indicação obrigatória de 3 procuradores distintos, para cada possível opção de voto adotada pelo acionista, tende, na prática, a gerar mais custos do que benefícios no âmbito dos pedidos públicos de procuração.

Também é o caso, de extrema importância, da regulação da inclusão de propostas de acionistas no material de pedido público de procuração da administração, que poderia já ter sido realizada no texto original da Instrução CVM n.º 481/09, conforme demonstrado no item 10 desta Parte B do Capítulo V.

Com relação aos custos, sugere-se que o parágrafo 1º do art. 32 seja ajustado para deixar claro que, nas hipóteses assim permitidas pelo dispositivo, os custos incorridos pelo acionista solicitante com a disponibilização do material do pedido público de procuração em página eletrônica por ele criada e mantida, assim como os custos relacionados ao envio de informações e documentos por *email* ou outros meios eletrônicos, também deverão ser ressarcidos pela companhia, conforme discutido no item 11 desta Parte B do Capítulo V e a exemplo do que dispõem as *Rules 451 e 465* da NYSE.

No caso de disponibilização e envio de documentos e informações relacionados ao pedido público de procuração por meios eletrônicos, os custos relacionados deveriam ser ressarcidos pela companhia alternativamente aos custos com a impressão e envio físico do material, mas as despesas com a publicação do anúncio do pedido no jornal (inciso I) permaneceriam válidas para fins de reembolso. Ou seja, em qualquer hipótese o acionista teria o direito de ser ressarcido pela publicação do anúncio no jornal, o que certamente contribuiria para a disseminação da informação a respeito do pedido para acionistas que não têm o hábito de acessar o *site* da companhia ou *sites* relacionados a assuntos da companhia.

A previsão da necessidade ou da possibilidade da contratação de um terceiro independente, pessoa jurídica ou física, para atuar como inspetor das assembleias e dos pedidos públicos de procuração, para, entre outras funções, verificar as procurações, votos, instruções de voto, para tabular os resultados das votações e para emitir um relatório idôneo a respeito de todo o processo, como ocorre em outros países⁴⁴², seria outra iniciativa regulamentar benéfica, e com custos não significativos, para o desenvolvimento dos processos de participação dos acionistas nas deliberações sociais.

A obrigação das companhias de divulgar os resultados das votações tomadas em assembleia, com os números de votos em cada sentido, tanto no corpo da ata da assembleia, quanto em relatório específico, melhoraria o nível de informação dos acionistas a respeito da participação nas assembleias e da estrutura de votação da companhia, o que sem dúvida ajudaria a tornar mais eficazes, e menos custosas, as campanhas por pedidos públicos de procuração.

Nem a regulação, nem a Lei das Sociedades por Ações preveem expressamente a possibilidade de o acionista exercer ou seu voto de maneira não uniforme, ou seja, alocando parte de seus votos em certo sentido e parte em outro sentido. O mecanismo poder ser importante para as deliberações sociais, especialmente em processos que envolvam pedidos públicos de procuração e agentes de custódia, e sua autorização expressa evitaria discussões quanto à sua validade. Eventual norma a esse respeito poderia, se fosse o caso, inclusive determinar a necessidade de justificativa para o voto não uniforme, de modo a incrementar a certeza de que o mecanismo não será utilizado para criar embaraços às deliberações ou para que se cometam abusos no exercício do direito de voto⁴⁴³.

O art. 22, inc. I, da Instrução CVM n.º 481/09, como adiantado no item 7 desta Parte B do Capítulo V, deveria deixar claro que o conceito de “correspondência” inclui também formas eletrônicas de comunicação, especialmente *emails*. De igual modo, os cadastros das companhias e a relação de endereços disciplinada no art. 30 deveriam incluir os endereços

⁴⁴² Disposições nesse sentido podem ser encontradas, por exemplo, no art. 130 (2) e (6) da *Aktiengesetz* alemã, no art. R225-106-1 do *Code de Commerce* e no art. 594 da *New Companies Ordinance* de Hong Kong.

⁴⁴³ Nesse sentido, por exemplo, o art. 313 da *Kaisha-ho* (Ato n.º 86 de 2005), a lei societária japonesa.

eletrônicos dos acionistas, ou ao menos daqueles acionistas que os disponibilizarem⁴⁴⁴. Sendo o estímulo à utilização da internet um dos objetivos declarados da Instrução CVM n.º 481/09, seria razoável que os dispositivos indicados, bem como outros equivalentes da mesma norma ou de outras que componham a regulação do mercado de capitais fossem ajustados nesse sentido.

Há poucas regras na regulação brasileira, ainda, a respeito do exercício de voto por instituições depositárias, por administradores, gestores e outros assessores de investimento, por *proxy advisors*, associações de defesa de acionistas e intermediários de forma geral. É fato que o sistema brasileiro que estrutura a negociação pública de ações e a própria realidade do mercado nacional são relativamente mais simples do que os equivalentes em outros países. De todo modo, regras de conflito de interesse, de transparência, de transmissão de informações aos acionistas finais e de prestação de contas a respeito do exercício do direito de voto, diante da escala atual do mercado nacional, já seriam bem-vindas.

A regulação, os precedentes e outros documentos orientativos da Comissão de Valores Mobiliários deverão também, o quanto antes, de acordo com o discutido principalmente no item 3 desta Parte B do Capítulo V, procurar construir limites e parâmetros concretos para o teor, a apresentação e a linguagem dos documentos e informações relacionados aos pedidos públicos de procuração. Embora os parâmetros do art. 2º da Instrução CVM n.º 481/09 sejam um indicativo, é preciso criar balizas mais específicas para a relevância das irregularidades nas informações, bem como determinar o peso dos diversos níveis possíveis de culpabilidade dos solicitantes e do nexos causal com eventual prejuízo, para as decisões de responsabilização por violação ao art. 2º, o que, aliás, constitui violação grave, nos termos do art. 34. Pontos específicos, como a validade de comunicação pública direcionada à reputação de administradores individualmente ou da administração como órgão e utilização de linguagem parcial também demandam maior definição.

A possibilidade ou impossibilidade de outorga de procuração em branco para os procuradores indicados pela administração e seus efeitos são um outro assunto que poderia ser incluído na regulação, para melhor atendimento dos interesses dos acionistas.

⁴⁴⁴ O item (a) da § 219 da *Delaware General Corporation Law* deixa claro que a obrigação de inclusão do endereço eletrônico não é e não pode ser obrigatória, mas também não a proíbe.

O estabelecimento da obrigação do solicitante de fazer constar expressamente na minuta da procuração a possibilidade de sua revogação a qualquer tempo, o procedimento para tanto e os respectivos efeitos, inclusive perante a companhia que não tenha sido notificada a esse respeito, também beneficiaria o processo de pedido público de procuração. A regulação poderia, ainda, se entender conveniente, inserir outros parâmetros para a revogação ou para a eventual irrevogabilidade das procurações, dentro dos prazos estabelecidos pela lei societária, o que também foi debatido no item 5.5 desta Parte B do Capítulo V.

Por fim, a ausência de previsão legal para ressarcimento de despesas por parte da companhia, nos casos de convocação da assembleia geral pelos próprios acionistas, nas hipóteses previstas nas alíneas “b”, “c” e “d” do art. 123 da Lei das Sociedades por Ações deveria ser corrigida, com maior brevidade possível, pela regulação ou pela própria lei societária⁴⁴⁵.

*

⁴⁴⁵ A *New Companies Ordinance* de Hong Kong é expressa nesse sentido em seus art. 568 (6): “Any reasonable expenses incurred by the members requesting the meeting by reason of the failure of the directors duly to call a meeting must be reimbursed by the company”.

CAPÍTULO VI. – VOTO E PARTICIPAÇÃO À DISTÂNCIA: DIREITO COMPARADO

Parte A: Estados Unidos

1. Introdução

Embora, do ponto de vista da regulação, os pedidos públicos de procuração e os meios eletrônicos de votação e participação possam cumprir uma função em comum – a facilitação do acesso dos acionistas às deliberações sociais –, cada um dos institutos apresenta razões de evolução bastante distintos.

Se, de um lado, o pedido público de procuração foi uma necessidade, principalmente no mercado norte-americano, desde efetivamente o início do desenvolvimento das corporações naquele país, há cerca de dois séculos, a utilização de meios eletrônicos para votação e para participação nas assembleias naturalmente, por outro lado, só passou a ser possível com o desenvolvimento da tecnologia, há menos de duas décadas⁴⁴⁶.

De certa forma, os meios remotos de votação e participação não deixam de ser uma evolução do próprio fenômeno do pedido público de procuração, como uma espécie de acréscimo ao estado da arte.

Esse acréscimo, no entanto, se contribui para os fins a que também se propõem os pedidos públicos de procuração, traz consequências novas, ênfases diferentes a preocupações antigas e possibilidades inéditas de uso benéfico ou não para o mercado do maior acesso dos acionistas às deliberações sociais.

A própria diferenciação entre votação eletrônica e participação eletrônica passa, nesse contexto, a ser significativa para uma adequada análise jurídica dos dois processos.

⁴⁴⁶ Cf. FAIRFAX, Lisa M., *Shareholder democracy: a primer on shareholder activism and participation*, Carolina Academic Press, Durham, 2011, pp. 18 e ss..

O exercício do voto, ou a outorga da procuração, por meio remoto, pouco se diferenciam, do ponto de vista jurídico, dos pedidos públicos de procuração. Bastam alguns ajustes na regulação que reconheçam e aproveitem as vantagens do uso da tecnologia para agilizar e baratear um processo que, em sua sucessão de atos jurídicos, consistirá nos mesmos passos necessários para o exercício presencial do voto ou a outorga da procuração por meio de um documento impresso.

A participação dos acionistas nas assembleias, diferentemente, implica interação e garantia de tratamento equânime simultâneo. Há, na questão da participação, ao contrário da questão do mero exercício de voto, o acréscimo de uma outra dimensão no sistema de análise: a dimensão temporal.

A atitude de votar exige interação e pode se acumular no tempo, inclusive com relação à análise das informações e à forma de apresentação das mesmas informações nos documentos disponibilizados pelos acionistas. A garantia da neutralidade na forma de apresentação das informações pertinentes à assembleia geral, por exemplo, decorre da fixação perene das informações nos documentos que, em formato eletrônico ou não, são disponibilizados aos acionistas. A mesma garantia não é tão elementar no caso de discussões entre acionistas, em uma assembleia inteiramente conduzida de forma remota.

É bem verdade que a necessidade de distinção entre os processos de votação remota e de participação remota decorre também do estágio de desenvolvimento da tecnologia aplicável. O fato é que o exercício do direito de voto por meio eletrônico exige menos da tecnologia do que a participação virtual.

E por mais que atualmente exista tecnologia disponível para ambos os processos, neste exato momento da história da evolução tecnológica dos meios de comunicação, o exercício do voto por meios eletrônicos é algo que já se pode considerar usualmente viável e culturalmente absorvido pela sociedade, por mais que sua utilização ainda não seja a regra.

A participação remota de acionistas em assembleia, por sua vez, neste momento da história, ainda é menos viável economicamente para utilização ordinária, apresenta ainda algumas questões de confiabilidade quando se pensa em uso simultâneo por centenas ou milhares de acionistas, e não está por enquanto completamente livre de resistências e

preconceitos associados à perda da interação entre as pessoas dentro de um mesmo espaço físico.

Por consequência de todo o exposto, a evolução das disciplinas jurídicas do pedido público de procuração, do exercício do voto ou outorga de procuração por meio eletrônico, e da participação virtual dos acionistas em assembleia seguiu até aqui caminhos independentes.

Com relação aos Estados Unidos, por exemplo, o arcabouço legislativo e regulatório referente aos pedidos públicos de procuração é extensamente mais rico do que o pertinente aos votos eletrônicos ou participação virtual. Mesmo a diferença entre a reflexão técnica produzida pelos Estados Unidos em relação a outros países, quanto ao pedido público de procuração, tende a ser bem menor quando se trata de voto ou participação eletrônica.

Ainda assim, a imensa frequência da atividade industrial e jurídica norte-americana assegura que os exemplos trazidos pela realidade daquele país também sejam, a exemplo do que ocorre com os pedidos públicos de procuração, os mais relevantes para os fins da análise de direito comparado a respeito da utilização dos meios eletrônicos para o voto e para a participação dos acionistas nas deliberações sociais.

2. A divisão da competência regulatória entre o governo federal e os estados

Conforme adiantado no item 2 da Parte A do Capítulo IV, nos Estados Unidos, enquanto que a disciplina legal dos pedidos públicos de procuração cabe fundamentalmente ao governo federal, a competência para disciplinar as matérias relacionadas ao direito de voto é de cada um dos estados individualmente.

Assim, as normas relacionadas à viabilização aos acionistas, pelas companhias, do exercício do voto por meio eletrônico e da participação virtual em assembleias gerais estão concentradas nas legislações estaduais.

Cada estado, portanto, é que determina a legalidade ou não desses sistemas, sua obrigatoriedade ou não, parâmetros de utilização, de segurança, de abrangência, entre outros.

Como não poderia deixar de ser, o estado de Delaware foi o primeiro do país a, em 2000, editar uma norma disciplinando a realização de assembleias virtuais.

Até 2010, 23 estados do país já haviam adotado normas legais com os mesmos fins.

No próprio ano de 2010, contudo, não mais do que 12 companhias abertas norte-americanas realizaram assembleias exclusivamente virtuais⁴⁴⁷.

3. *The Delaware General Corporation Law*

A § 211 da *Delaware General Corporation Law* disciplina a realização das assembleias gerais dos acionistas. Em seu item (a)(1), o dispositivo determina que a assembleia poderá ser realizada em qualquer lugar, dentro ou fora do estado, e que o estatuto social poderá estabelecer o lugar onde serão realizadas as assembleias ou a quem e de que modo compete decidir o local de realização, podendo, inclusive, variar de assembleia para assembleia. O estatuto social pode determinar que o *board of directors* decida o local da realização da assembleia. Caso o estatuto social seja omissivo em relação à essa matéria, caberá igualmente ao *board of directors* decidir, para cada assembleia, o local de sua realização.

O item (a)(1), em sua segunda parte, determina ainda que a assembleia pode ser realizada em lugar algum, sendo conduzida exclusivamente por meios remotos. O dispositivo, porém, não obriga a companhia a realizar a assembleia por meios remotos e sequer permite que o estatuto social assuma essa obrigação, deixando claro que a realização da assembleia geral por meios remotos será uma opção da administração, à sua exclusiva discricionariedade. Confira-se:

“§ 211. Meetings of stockholders.

(a)(1) Meetings of stockholders may be held at such place, either within or without this State as may be designated by or in the manner provided in the certificate of incorporation or bylaws, or if not so designated, as determined by the board of

⁴⁴⁷ FAIRFAX, Lisa M., *Virtual shareholder meetings reconsidered*, in *Seton hall law review*, v. 40, 2010, pp. 1367 e ss., especialmente p. 1381.

directors. If, pursuant to this paragraph or the certificate of incorporation or the bylaws of the corporation, the board of directors is authorized to determine the place of a meeting of stockholders, the board of directors may, in its sole discretion, determine that the meeting shall not be held at any place, but may instead be held solely by means of remote communication as authorized by paragraph (a)(2) of this section.” (grifado)

O item (a)(2) da § 211, por sua vez, estabelece que, caso assim decidido pela administração, e de acordo com os procedimentos determinados pelos administradores, os acionistas poderão, por meios remotos, ser considerados presentes à assembleia, participar da assembleia e exercer seu direito de voto. O dispositivo requer apenas que, nessa hipótese, a companhia assegure que haja meios seguros de certificação da identidade dos participantes, que os acionistas tenham igual e razoável oportunidade de efetivamente participar da assembleia e que os votos manifestados e outros atos praticados pelos acionista que participam remotamente da assembleia sejam registrados e mantidos pela companhia:

“(2) If authorized by the board of directors in its sole discretion, and subject to such guidelines and procedures as the board of directors may adopt, stockholders and proxyholders not physically present at a meeting of stockholders may, by means of remote communication: a. Participate in a meeting of stockholders; and b. Be deemed present in person and vote at a meeting of stockholders, whether such meeting is to be held at a designated place or solely by means of remote communication, provided that (i) the corporation shall implement reasonable measures to verify that each person deemed present and permitted to vote at the meeting by means of remote communication is a stockholder or proxyholder, (ii) the corporation shall implement reasonable measures to provide such stockholders and proxyholders a reasonable opportunity to participate in the meeting and to vote on matters submitted to the stockholders, including an opportunity to read or hear the proceedings of the meeting substantially concurrently with such proceedings, and (iii) if any stockholder or proxyholder votes or takes other action at the meeting by means of remote communication, a record of such vote or other action shall be maintained by the corporation.”

Por fim, o item (e) da § 211 autoriza e disciplina o exercício do direito de voto por meios eletrônicos, independentemente de a assembleia ser realizada remotamente ou não:

“(e) All elections of directors shall be by written ballot unless otherwise provided in the certificate of incorporation; if authorized by the board of directors, such requirement of a written ballot shall be satisfied by a ballot submitted by electronic transmission, provided that any such electronic transmission must either set forth or be submitted with information from which it can be determined that the electronic transmission was authorized by the stockholder or proxy holder.”

A § 228, por fim, autoriza que, salvo exceções específicas da lei, qualquer deliberação que possa ser tomada em assembleia geral, pode ser decidida também por escrito, sem que seja necessária comunicação prévia ou decisão dos acionistas aprovando esse formato. Basta que haja a aprovação por escrito da matéria por acionistas que representem pelo menos o mesmo número de votos que seriam necessários para aprovar a matéria em assembleia. As regras para a validade das aprovações escritas, que podem naturalmente ser remetidas por meios eletrônicos, constam do item (d)(1) desse dispositivo:

“(d)(1) A telegram, cablegram or other electronic transmission consenting to an action to be taken and transmitted by a stockholder, member or proxyholder, or by a person or persons authorized to act for a stockholder, member or proxyholder, shall be deemed to be written, signed and dated for the purposes of this section, provided that any such telegram, cablegram or other electronic transmission sets forth or is delivered with information from which the corporation can determine (A) that the telegram, cablegram or other electronic transmission was transmitted by the stockholder, member or proxyholder or by a person or persons authorized to act for the stockholder, member or proxyholder and (B) the date on which such stockholder, member or proxyholder or authorized person or persons transmitted such telegram, cablegram or electronic transmission. The date on which such telegram, cablegram or electronic transmission is transmitted shall be deemed to be the date on which such consent was signed. No consent given by telegram, cablegram or other electronic transmission shall be deemed to have been delivered until such consent is reproduced in paper form and until such paper form shall be delivered to the corporation by delivery to its registered office in this State, its principal place of business or an

officer or agent of the corporation having custody of the book in which proceedings of meetings of stockholders or members are recorded. Delivery made to a corporation's registered office shall be made by hand or by certified or registered mail, return receipt requested. Notwithstanding the foregoing limitations on delivery, consents given by telegram, cablegram or other electronic transmission, may be otherwise delivered to the principal place of business of the corporation or to an officer or agent of the corporation having custody of the book in which proceedings of meetings of stockholders or members are recorded if, to the extent and in the manner provided by resolution of the board of directors or governing body of the corporation.”

4. The Business Model Act

Em reformas promovidas em 2010, foi incluída no *Business Model Act* disciplina específica a respeito da participação remota dos acionistas em assembleia geral. A reforma adicionou ao texto a *section 7.09*, que regula a matéria e ajustou outros dispositivos nesse sentido, inclusive a *section 7.05*, que trata do conteúdo dos editais de convocação⁴⁴⁸.

Com relação ao local de realização da assembleia geral anual, o item (b) da § 7.01 do *Business Model Act* determina que a referida assembleia “*may be held in or out of this state at the place stated in or fixed in accordance with the bylaws. If no place is stated in or fixed in accordance with the bylaws, annual meetings shall be held at the corporation’s principal office*”. O item (c) da § 7.01 traz regra idêntica para as assembleias gerais extraordinárias.

A § 7.04, por sua vez, autoriza que qualquer deliberação que possa ser tomada em assembleia, pode também ser decidida por escrito, desde que os acionistas com direito de voto manifestem-se por escrito. O estatuto social pode determinar que as decisões por escrito sejam válidas apenas com a assinatura de acionistas que bastem para a aprovação da matéria.

⁴⁴⁸ O relatório com a proposta e as justificativas da reforma encontra-se em: *Model business corporation act: amendments to shareholder voting provisions authorizing remote participation in shareholder meetings and bifurcated record dates (The Committee on Corporate Laws, ABA Section of Business Law)*, in *Business lawyer*, v. 65, 2010, pp. 1119 e ss..

Caso a administração opte por facultar aos acionistas a participação na assembleia geral por meios remotos, de acordo com a § 7.05(a), ajustada na reforma de 2010, o edital de convocação deverá instruir os acionistas a respeito do processo para tanto.

A disciplina para a realização de assembleias gerais de acionistas por meios remotos consta, conforme adiantado, da § 7.09, nesses termos:

“§ 7.09. REMOTE PARTICIPATION IN ANNUAL AND SPECIAL MEETINGS

(a) Shareholders of any class or series may participate in any meeting of shareholders by means of remote communication to the extent the board of directors authorizes such participation for such class or series. Participation by means of remote communication shall be subject to such guidelines and procedures as the board of directors adopts, and shall be in conformity with subsection (b).

(b) Shareholders participating in a shareholders’ meeting by means of remote communication shall be deemed present and may vote at such a meeting if the corporation has implemented reasonable measures: (1) to verify that each person participating remotely is a shareholder, and (2) to provide such shareholders a reasonable opportunity to participate in the meeting and to vote on matters submitted to the shareholders, including an opportunity to communicate, and to read or hear the proceedings of the meeting, substantially concurrently with such proceedings.”

Os itens (b) e (c) da § 7.22 autorizam a outorga de procuração por meios eletrônicos, desde que a transmissão eletrônica contenha informações que permitam assegurar a data do envio e que a transmissão tenha sido autorizada pelo acionista ou por quem tinha poderes para tanto.

O item (7C) da § 1.40, por sua vez, define “*electronic transmission*” como “*any form or process of communication, not directly involving the physical transfer of paper or another tangible medium, which (a) is suitable for the retention, retrieval, and reproduction of information by the recipient, and (b) is retrievable in paper form by the recipient through an automated process used in conventional commercial practice*”. E a § 1.41(j) determina que “[a] notice or other communication may be in the form of an electronic transmission that cannot be directly reproduced in paper form by the recipient through an automated process used in conventional commercial practice only if (i) the

electronic transmission is otherwise retrievable in perceivable form, and (ii) the sender and the recipient have consented in writing to the use of such form of electronic transmission”.

5. *The 1934 Securities Exchange Act, as e-proxy rules e os electronic shareholder forums*

A partir de 2007, a *Securities and Exchange Commission* passou a implementar uma série de modificações sucessivas na regulação dos pedidos públicos de procuração, para permitir, disciplinar e estimular a utilização de meios eletrônicos para a distribuição de informações relacionadas às *proxies*⁴⁴⁹.

Sendo o direito de voto e os mecanismos para seu exercício competência primordial dos estados, coube à legislação federal, no que concerne ao uso da tecnologia no sistema de deliberação das sociedades, regular a distribuição por meios eletrônicos das informações necessárias para a tomada de decisões pelos acionistas, especialmente no caso de pedidos públicos de procuração. Esse conjunto de novas normas ficou conhecido como as “*e-proxy rules*”.

O estímulo ao uso de meios eletrônicos para a promoção de pedidos públicos de procuração, associado à possibilidade de participação e votação remota, pretendia, como as demais iniciativas regulatórias nessa matéria, reduzir os custos em que os acionistas incorrem para votar ou para solicitar votos e, por consequência, aumentar a participação dos acionistas nas decisões sociais.

Os ajustes sucessivos nas normas criadas têm sido necessários nos últimos anos, diante da constatação de que as reformas não levaram a um expressivo aumento na participação dos acionistas. Entre as causas da relativa ineficácia das reformas, estão a impossibilidade de se reduzir regulatoriamente outros custos envolvidos no pedido público de procuração, como as despesas com advogados e outros assessores; e a necessidade prática de divulgação do pedido por outros meios que não os meios eletrônicos, não por ser

⁴⁴⁹ Ver, a respeito, o relatório para a respectiva audiência pública da *Securities and Exchange Commission* (Release 34-62495, de 14 de julho de 2010), disponível em www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf, especialmente pp. 87 e ss..

legalmente exigida, mas para efetivamente atingir os acionistas destinatários do pedido que ainda não estão integralmente habituados a acessar os sites das companhias⁴⁵⁰.

Atualmente, a disciplina para a *Internet Availability of Proxy Materials* consta da *Rule 14-a-16*, que determina as formas de disponibilização das informações, teor e linguagem das informações, a possibilidade de que todo o material do pedido seja disponibilizado apenas eletronicamente, prazos, entre outros⁴⁵¹.

Em 2008, entre as medidas implementadas para o estímulo do uso dos meios eletrônicos, a *Securities and Exchange Commission* editou também regras que disciplinam os *electronic shareholder forums*. Essas regras fundamentalmente criaram parâmetros que, se seguidos, isentavam as discussões entre acionistas em meios eletrônicos da definição e das obrigações dos pedidos públicos de procuração e delimitavam com clareza a responsabilidade pelas declarações e informações emitidas no âmbito dos referidos fóruns.

O *Release n.º 34-57172*, de 18 de janeiro de 2008, que apresenta e justifica as modificações regulatórias que disciplinam os fóruns eletrônicos, entre elas a alteração da *Rule 14a-2* e a criação da *Rule 14a-17*, assim sintetiza o teor das referidas modificações:

“We are adopting amendments to the proxy rules under the Securities Exchange Act of 1934 to facilitate electronic shareholder forums. The amendments clarify that participation in an electronic shareholder forum that could potentially constitute a solicitation subject to the proxy rules is exempt from most of the proxy rules if all of the conditions to the exemption are satisfied. In addition, the amendments state that a shareholder, company, or third party acting on behalf of a shareholder or company that establishes, maintains or operates an electronic shareholder forum will not be liable under the federal securities laws for any statement or information provided by another person participating in the forum. Therefore, the amendments remove legal

⁴⁵⁰ Cf. FAIRFAX, Lisa M., *Shareholder democracy: a primer on shareholder activism and participation*, Carolina Academic Press, Durham, 2011, pp. 22 e 23.

⁴⁵¹ A respeito, ver o *Release n.º 34-56135*, de 26 de julho de 2007, denominado “*Shareholder Choice Regarding Proxy Materials – Notice and Access Release*”; e o *Release n.º 33-9108*, de 22 de fevereiro de 2010, denominado *Amendments to Rules Requiring Internet Availability of Proxy Materials*.

ambiguity that might deter shareholders and companies from energetically pursuing this mode of communication.”⁴⁵²

Assim, a *Rule 14a-2*, que define os atos sujeitos ou isentos das obrigações estabelecidas na regulação dos pedidos públicos de procuração, determina que estão excetuadas do cumprimento das referidas regras “[a]ny solicitation by or on behalf of any person who does not seek directly or indirectly, either on its own or another's behalf, the power to act as proxy for a shareholder and does not furnish or otherwise request, or act on behalf of a person who furnishes or requests, a form of revocation, abstention, consent, or authorization in an electronic shareholder forum that is established, maintained or operated pursuant to the provisions of § 240.14a-17, provided that the solicitation is made more than 60 days prior to the date announced by a registrant for its next annual or special meeting of shareholders”, sendo que “[i]f the registrant announces the date of its next annual or special meeting of shareholders less than 60 days before the meeting date, then the solicitation may not be made more than two days following the date of the registrant's announcement of the meeting date”, e que “[p]articipation in an electronic shareholder forum does not eliminate a person's eligibility to solicit proxies after the date that this exemption is no longer available, or is no longer being relied upon, provided that any such solicitation is conducted in accordance with this regulation”.

A *Rule 14a-17*, por fim, define os fóruns eletrônicos e delimita as responsabilidades envolvidas:

“§ 240.14a-17 Electronic shareholder forums.

(a) A shareholder, registrant, or third party acting on behalf of a shareholder or registrant may establish, maintain, or operate an electronic shareholder forum to facilitate interaction among the registrant's shareholders and between the registrant and its shareholders as the shareholder or registrant deems appropriate. Subject to paragraphs (b) and (c) of this section, the forum must comply with the federal securities laws, including Section 14(a) of the Act and its associated regulations, other applicable federal laws, applicable state laws, and the registrant's governing documents.

⁴⁵² Cf. em www.sec.gov/rules/final/2008/34-57172.pdf.

(b) No shareholder, registrant, or third party acting on behalf of a shareholder or registrant, by reason of establishing, maintaining, or operating an electronic shareholder forum, will be liable under the federal securities laws for any statement or information provided by another person to the electronic shareholder forum. Nothing in this section prevents or alters the application of the federal securities laws, including the provisions for liability for fraud, deception, or manipulation, or other applicable federal and state laws to the person or persons that provide a statement or information to an electronic shareholder forum.

(c) Reliance on the exemption in § 240.14a-2(b)(6) to participate in an electronic shareholder forum does not eliminate a person's eligibility to solicit proxies after the date that the exemption in § 240.14a-2(b)(6) is no longer available, or is no longer being relied upon, provided that any such solicitation is conducted in accordance with this regulation.”

6. Regulation FD e a utilização da internet para a divulgação de informações

A chamada *Regulation Fair Disclosure*, também conhecida como *Regulation FD*, é um conjunto de normas adotado pela *Securities and Exchange Commission* em 2000, para disciplinar a divulgação de informações das companhias e melhor determinar as regras para a divulgação de informações relevantes que ainda não eram públicas⁴⁵³.

Essas normas, que buscaram refletir de modo organizado e uno pelo menos parte das extensas discussões dos precedentes norte-americanos sobre divulgação e uso de informação privilegiada, buscam reafirmar a necessidade de distribuição homogênea e simultânea das informações a todo o mercado e determinar com clareza as situações em que as comunicações realizadas pelas companhias precisam ou não observar procedimentos adicionais para assegurar o *fair disclosure* de informações.

Os comandos da *Regulation FD* afetam diretamente comunicações realizadas durante as próprias assembleias gerais, mas também em fóruns de acionistas e por meios

⁴⁵³ Cf. FAIRFAX, Lisa M., *Shareholder democracy: a primer on shareholder activism and participation*, Carolina Academic Press, Durham, 2011, p. 122 e ss. e PALMITER, Alan R., *Securities regulation*, ed. 4, Aspen Publishers, Nova Iorque, 2008, pp. 423 e ss..

eletrônicos, como *blogs*, *chats*, *twitter*, *facebook* e outras plataformas de comunicação coletiva equivalentes.

A *Regulation FD*, em choque com os meios e métodos atuais de comunicação, obrigou a *Securities and Exchange Commission* a editar diversos parâmetros para a sua interpretação e para evitar, de um lado, que as companhias deixassem de divulgar informações sob o pretexto das proibições da *Regulation FD*, e que, de outro lado, os acionistas reduzissem suas iniciativas de comunicação, em razão de dúvidas quanto à aplicação das regras relacionadas.

A *Securities and Exchange Commission* atualiza e consolida continuamente suas orientações interpretativas a respeito da *Regulation FD* por meio do respectivo relatório de *Compliance and Disclosure Interpretations – C&DIs*, e de acordo com a evolução dos modos de comunicação⁴⁵⁴.

A questão 101.04 do referido relatório, por exemplo, divulgada em 14 de agosto de 2009, esclarece que a companhia pode fornecer informações relevantes não públicas para analistas, desde que o referido analista esteja sujeito a obrigação de confidencialidade.

A questão 101.11, de 4 de junho de 2010, esclarece que os administradores podem discutir privadamente com um acionista ou com grupo selecionado de acionistas, sem que haja violação à *Regulation FD*, desde que não haja divulgação de informação relevante não pública ou desde que os referidos acionistas se sujeitem a obrigação de confidencialidade e de não utilizar as informações para fins de negociação de valores mobiliários.

Para a divulgação de informações por meio de conferência telefônica, a questão 102.01, de 14 de agosto de 2009, recomenda que os acionistas sejam previamente avisados a respeito da conferência e esclarece que “[a]n adequate advance notice under *Regulation FD* must include the date, time, subject matter and call-in information for the conference call” e que “[i]ssuers also should consider the following non-exclusive factors in determining what constitutes adequate advance notice of a conference call: Timing: Public notice should be provided a reasonable period of time ahead of the conference call. For

⁴⁵⁴ O relatório está disponível em www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/regfd-interp.htm.

example, for a quarterly earnings announcement that the issuer makes on a regular basis, notice of several days would be reasonable. We recognize, however, that the period of notice may be shorter when unexpected events occur and the information is critical or time sensitive. Availability: If a transcript or re-play of the conference call will be available after it has occurred, for instance via the issuer's website, we encourage issuers to indicate in the notice how, and for how long, such a record will be available to the public”.

A questão 102.05, de 14 de agosto de 2009, esclarece que as obrigações regulatórias aplicáveis à divulgação de informações poderão ser satisfeitas, ou pelo registro dessas informações perante a *Securities and Exchange Commission*, para que se tornem públicas por meio da página eletrônica do órgão regulador, ou por qualquer outro meio ou combinação de meios “*that is reasonably designed to provide broad, non-exclusionary distribution of the information to the public*”. A mesma questão esclarece ainda que “[a] meeting that is open to the public but not otherwise webcast or broadcast by any electronic means is not a method of disclosure ‘reasonably designed to provide broad, non-exclusionary distribution of the information to the public’”. A questão 102.06, da mesma data, adiciona que a mera presença da imprensa durante a divulgação das informações não assegura o cumprimento das obrigações da *Regulation FD*.

Com relação à orientação para a utilização pelas companhias de *websites* para a divulgação de informações, a *Securities and Exchange Commission* reservou um relatório separado e exclusivo, denominado “*Commission Guidance on the Use of Company Web Sites*” (*Exchange Act Release n.º 58288*, de 1º de agosto de 2008)⁴⁵⁵. Em linhas gerais, a *Securities and Exchange Commission* entende que “*information posted on a company website can be viewed as public if the website is sufficiently broad-based, it is posted in a manner that is generally available to the securities market, and there is a reasonable time to digest the posting*”⁴⁵⁶ antes de que a informação disponibilizada precise ser levada em consideração para a tomada de qualquer decisão do acionista com relação à companhia ou suas ações.

⁴⁵⁵ Disponível em <http://www.sec.gov/rules/interp/2008/34-58288.pdf>.

⁴⁵⁶ FAIRFAX, Lisa M., *Shareholder democracy: a primer on shareholder activism and participation*, Carolina Academic Press, Durham, 2011, p. 123.

7. O *Concept Release* de 14 de julho de 2010: a inesperada barreira cultural ao acesso eletrônico a informações

A evolução da tecnologia das comunicações e a sua recepção pela legislação e pela regulação relacionadas à participação dos acionistas nas deliberações sociais levaram a ideia da redução dos custos incorridos pelos acionistas para essa participação, como objetivo regulatório, ao limite.

A redução de custos na disponibilização de informações e para a utilização de meios para o exercício do direito de voto que a regulação buscou por décadas foi largamente superada pela economia propiciada pela evolução e aplicação da tecnologia em pouco mais de uma década.

Com a possibilidade de disponibilização de informações e documentos em páginas eletrônicas, e de seu envio por *email* aos acionistas, praticamente esgotaram-se as margens para a promoção de qualquer nova redução significativa de custos na parte procedimental dos pedidos públicos de procuração e de organização das assembleias gerais. Com a evolução dos meios para a condução de assembleias virtualmente, ainda em curso para os fins de utilização em escala, mas já em etapa avançada, a realização dos conclaves também poderá logo deixar de ser um centro relevante de custos para a companhia ou para os acionistas.

Assim, naquilo que diz respeito à redução de custos do procedimento para as deliberações e comunicações societárias, competência primordial da regulação, pouco a mais poderá ser feito. Restam custos externos ao procedimento, mas a eles ligados, como as despesas com advogados e outros assessores, por exemplo, as quais dificilmente poderão ser afetadas de modo relevante por reformas legislativas ou regulatórias.

Por outro lado, a análise dos dados concretos relacionados à participação dos acionistas em deliberações sociais, mesmo com a evolução da tecnologia e as reformas que permitiram que essa tecnologia fosse colocada em prática pelas companhias, demonstra que a barreira a ser superada agora é a resistência cultural e residual das pessoas em utilizar os meios eletrônicos de divulgação de informação, votação e participação.

Nesse sentido, confirmam-se as reflexões registradas pela *Securities and Exchange Commission*, no item pertinente a esse assunto do *Concept Release on the U.S. Proxy System*, de 14 de julho de 2010:

“In 2007, we amended the proxy rules to adopt a ‘notice and access model.’ This model provides issuers with two options for making their proxy materials available: the ‘notice-only option’ and the ‘full set delivery option.’ Under the notice-only option, the issuer must post its proxy materials on a publicly-accessible Web site and send a notice to shareholders at least 40 days before the shareholder meeting date to inform them of the electronic availability of the proxy materials, and explain how to access those materials. Under this option, an issuer must also provide paper or e-mail copies of proxy materials at no charge to shareholders who request such copies. Issuers may also select the ‘full set delivery’ option, where the issuer delivers a full set of proxy materials to shareholders, along with the Notice of Internet Availability of Proxy Materials on a Web site, and posts the proxy materials to a publicly-accessible Web site. An issuer may use the notice-only option to provide proxy materials to some shareholders, and the full set delivery option to provide proxy materials to other shareholders. It has been suggested that our adoption of rules permitting the dissemination of proxy materials through a ‘notice and access’ model has contributed to a decline in retail investor participation in voting. We believe that it is difficult to conclude, based on existing data, that notice and access has caused changes in voter participation. To be sure, the number of retail accounts submitting voting instructions when issuers use the notice-only option is lower than the number of retail accounts submitting voting instructions when issuers use the full-set delivery option. The number of retail shares being voted, however, does not appear to differ substantially. More importantly, because issuers can elect whether to use the notice-only model, it is difficult to discern whether patterns in voting behavior are due to notice and access or to other factors. Issuers who choose the notice-only model may differ from other issuers in ways that may also correlate with voter participation, such as size or other characteristics. Some issuers have chosen a hybrid model, continuing to distribute full packages of proxy solicitation materials to selected shareholders based on the size of their holdings or their voting histories, suggesting that these issuers may believe that full-set delivery affects voter participation in some cases.”

Uma vez que a tecnologia atingiu um patamar de evolução que permitiu seu uso comercial e uma vez que a legislação e a regulação se adaptaram para permitir a aplicação da tecnologia nas comunicações societárias, o que só ocorreu muito recentemente, foi possível isolar e então perceber o último dos três fatores que influenciam a utilização dos meios eletrônicos nos mecanismos relacionados ao exercício do direito de voto: a predisposição das pessoas em efetivamente utilizar os meios eletrônicos quando se trata de divulgar, avaliar e utilizar informações e direitos com relação aos seus negócios e investimentos.

Talvez pelo próprio perfil, idade e parâmetros culturais das pessoas que atualmente ocupam os cargos de administração das companhias e dos investidores no mercado de capitais, o desenvolvimento da tecnologia e até mesmo a legislação e a regulação talvez tenham ultrapassado em alguns poucos passos a atual predisposição das pessoas em utilizar os meios eletrônicos para a divulgação de informações e realização de assembleias, por exemplo.

É claro que a utilização de meios eletrônicos já é uma realidade no mercado de capitais e no direito societário; mas sua utilização ainda está aquém daquilo que a tecnologia e mesmo o direito, que costumam ser os dois principais agentes de resistência, já permitem.

Além disso, é evidente que se trata de uma fase curta de transição e adaptação, que levará em pouco tempo à completa assimilação dos meios eletrônicos de transmissão e de interação também no âmbito do relacionamento entre a companhia e seus investidores.

De qualquer modo, a descoberta de certa forma inesperada de que os parâmetros culturais poderiam oferecer alguma resistência à absorção dos meios eletrônicos nas comunicações societárias, mesmo superadas questões de tecnologia e legais, tem provocado pequenos ajustes nos rumos da regulação para o futuro próximo.

Se, por algumas décadas, a busca foi pela redução de custos e se, especificamente na última década, a busca foi pela assimilação pelo direito da tecnologia no relacionamento entre a companhia e os acionistas, para os próximos anos o foco será o melhor

esclarecimento aos agentes do mercado a respeito da utilização jurídica da tecnologia e o incentivo educacional para sua utilização.

Com relação aos efeitos jurídicos da utilização da tecnologia nas comunicações societárias, a regulação norte-americana, conforme adiantado no item anterior, já cuidou de esclarecer as duas principais preocupações das companhias e dos acionistas: as comunicações necessárias para a mera organização entre acionistas estão isentas das obrigações relacionadas aos pedidos públicos de procuração; e as responsabilidades pelas informações transmitidas no âmbito de plataformas eletrônicas e ambientes virtuais são de quem transmite as informações e não de quem disponibiliza ou mantém as referidas plataformas e ambientes.

Os esforços passarão a se concentrar agora em campanhas de educação e incentivo para a utilização dos meios eletrônicos para a disponibilização de informações, para a análise dessas informações, para discussões entre acionistas, para envio de documentos, para exercício do direito de voto e para efetiva participação em assembleias e reuniões.

As iniciativas deverão também insistir em questões como a utilização de linguagem ainda mais acessível; a apresentação das informações em formato mais atrativo para os acionistas; a facilitação para que outros intermediários contribuam na distribuição e análise de informações, bem como no processo de incentivo à participação dos acionistas; a possibilidade de certas informações serem encaminhadas apenas para os intermediários, que ficariam responsáveis por digeri-las no lugar dos acionistas; a extensão dos períodos em que os acionistas poderão votar ou opinar em matérias de interesse das companhias, entre outras⁴⁵⁷.

⁴⁵⁷ Uma ótima perspectiva a respeito dos dilemas que a regulação passou a enfrentar e deverá superar nos próximos anos pode ser extraída a partir do conjunto de questões que a *Securities and Exchange Commission* propôs ao mercado, no item “*Improving the Use of the Internet for Distribution of Proxy Materials*” do *Concept Release on the U.S. Proxy System*, de 14 de julho de 2010 (pp. 87 e ss.): “• *To what extent should we take additional steps to encourage retail investor participation in the proxy process? To what extent would greater use of plain English, some form of summary of proxy materials, or layered formats in Web-based disclosure make proxy materials more accessible to retail investors?* • *Would additional investor education improve retail investor participation in the proxy process? (...) What should be in the educational materials and who should decide what goes in them?* • *What role should the Commission play in promoting or developing the education campaign? How can the SEC’s investor education Web sites be made more useful? (...) • Would an issuer’s Web site or a broker’s Web site be a useful location for investor educational information? (...) • Should issuers or brokers enhance their Web sites, if they have one, to provide the issuers’ shareholders or the brokers’ customers, respectively, with the ability to receive notices of upcoming corporate votes, to access proxy materials and to vote shares through their personal account pages? (...)*

8. Yahoo, Walmart e Johnson & Johnson: a utilização dos meios eletrônicos na prática

Ainda que, em razão da curta existência das novas leis e normas a respeito da utilização dos meios eletrônicos no processo de deliberação das companhias, não haja por enquanto uma base de análise consistente de precedentes julgados administrativa ou judicialmente, alguns episódios e exemplos reais, embora não tenham gerado processos ou decisões, são já dignos de nota.

Um deles foi a campanha denominada “*Plan B*” conduzida por Eric Jackson, detentor de não mais do que 45 ações da Yahoo, para promover mudanças na administração da companhia.

A campanha foi praticamente toda conduzida por meios eletrônicos, incluindo *blogs*, vídeos no *Youtube*, *sites* coletivos de relacionamento e um *site* exclusivo para o *Plan B*, para interação entre seus apoiadores. Eric Jackson conseguiu o apoio de 150 acionistas, titulares de cerca de 3,5 milhões de ações da Yahoo.

No ano de 2007, as ideias desenvolvidas pelo grupo foram entregues à administração por Eric Jackson e ele representou os acionistas do *Plan B group* na assembleia anual da

Would adding this service for investors make them more likely to vote? (...) • Should we encourage the creation of inexpensive or free proxy voting platforms that would provide retail investors with access to proxy research, vote recommendations, and vote execution? If so, how? • Should we consider allowing securities intermediaries to solicit voting instructions in advance of distribution of proxy materials pursuant to an exemption from the proxy solicitation rules? Should there be any conditions on any such exemption, and if so, what should they be? • To what extent would voting instructions made without the benefit of proxy materials result in less informed voting decisions? (...) To what extent does the revocability of advance voting instructions mitigate concerns over less informed voting decisions? • With regard to the use of advance voting instructions, are retail investors at a disadvantage as compared to institutional investors that use the services of a proxy advisory firm? If so, how? Are there aspects of the services and relationship between proxy advisory firms and their clients that would not exist between securities intermediaries soliciting advance voting instructions and their customers? (...) • Should we allow the solicitation by securities intermediaries of advance voting instructions for all types of proxy proposals, or should it be limited to certain types of proposals? For example, should we permit solicitation of advance voting instructions with respect to shareholder proposals, proxy contests, or proposals subject to “vote no” campaigns? • If solicitation of advance voting instructions were permitted, should the investor be permitted to instruct the securities intermediary to vote in accordance with the recommendations of management, a proxy advisory firm, or other specified persons? How neutral or balanced should the solicitation of advance voting instructions be? • If we were to allow the solicitation of advance voting instructions, should we require an investor to reaffirm its voting instructions periodically? If so, how often? Should we require an investor to reaffirm its voting instructions every time it purchases additional shares of a stock for which that investor has already submitted a voting instruction, or when it purchases shares of a new issuer? (...)”.

companhia. Em parte ao menos, em razão dessa campanha, Terry Semel, então *CEO* da Yahoo, renunciou alguns dias depois⁴⁵⁸.

O Walmart, por sua vez, é provavelmente a companhia que atualmente utiliza, de forma mais abrangente, as diversas alternativas de comunicação eletrônica disponíveis para comunicação com seus acionistas.

Suas assembleias gerais, conduzidas em ginásios e estádios com milhares de presentes, shows e apresentações, são normalmente transmitidas ao vivo e podem ser acompanhadas pela internet. Informações e documentos sobre a companhia e as assembleias especificamente são continuamente fornecidos, por *twitter*, aos acionistas que seguem a companhia, além de disponibilizados no *site* oficial e por outros meios convencionais. Há *blogs* e *chats* que permitem a interação com os acionistas, e a página eletrônica oficial de cada assembleia fornece informações e documentos aos acionistas de forma bastante mais acessível e atrativa do que o que ocorre normalmente, inclusive com a disponibilização de vídeos, fotos, histórias sobre a companhia, dados interativos e as possibilidades de sincronização de calendários e de *download* de uma *application* para acesso aos mesmos recursos por meio de dispositivos móveis⁴⁵⁹.

Mesmo que um pouco menos espetacular, a Johnson & Johnson é outra que se vale amplamente dos novos meios de comunicação eletrônicos para a interação com seus acionistas, inclusive com a realização de assembleias virtuais⁴⁶⁰.

⁴⁵⁸ Cf. FAIRFAX, Lisa M., *Shareholder democracy: a primer on shareholder activism and participation*, Carolina Academic Press, Durham, 2011, p. 120.

⁴⁵⁹ Para a página oficial da assembleia geral anual de 2013, cf.: <http://news.walmart.com/events/shareholders-meeting-2013>.

⁴⁶⁰ Para informações e o vídeo da assembleia geral anual de 2013, cf.: <http://www.investor.jnj.com/webcasts-presentations.cfm>.

Parte B: Outros exemplos

1. Comunidade Europeia: a diretiva 2007/36/CE, de 11 de julho de 2007

O item 9 das considerações iniciais da Diretiva 2007/36/CE⁴⁶¹, cujo processo de elaboração já foi discutido no item 1 da Parte B do Capítulo IV, esclarece que⁴⁶²:

“(9) As sociedades não deverão enfrentar obstáculos jurídicos ao proporcionarem aos seus accionistas meios de participação electrónica na assembleia-geral. A possibilidade de votar sem comparecer pessoalmente à assembleia-geral, seja por correspondência, seja por via electrónica, não deverá ser sujeita a outros condicionalismos além dos necessários para a verificação da identidade e a segurança das comunicações. Todavia, tal não deverá impedir os Estados-Membros de aprovarem regras destinadas a assegurar que os resultados da votação reflectam, em todas as circunstâncias, a vontade dos accionistas, nomeadamente regras destinadas a resolver as situações em que ocorram ou sejam reveladas novas circunstâncias depois de um accionista ter votado por correspondência ou por via electrónica.”⁴⁶³

Já o Art. 5º (3)(b)(iii) da Diretiva 2007/36/CE determina que os procedimentos para outorga de procuração eletrônica ou para votação eletrônica devem constar da comunicação de convocação da assembleia.

⁴⁶¹ O texto em português da diretiva 2007/36/CE, de 11 de julho de 2007, pode ser encontrado no seguinte endereço: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:184:0017:0024:PT:PDF>.

⁴⁶² Sobre a regulação da utilização de meios eletrônicos nas rotinas societárias, no âmbito da União Europeia, ver, de forma geral: IGLESIAS-RODRIGUEZ, Pablo, *Electronic voting by shareholders in Spain*, in *Journal of European company law*, v. 6, n. 1, 2009, pp. 20 e ss.; ROSSI, Serenella, *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Giuffrè, Milão, 1997; ZETZSCHE, Dirk A., *Corporate governance in cyberspace - a blueprint for virtual shareholder meetings*, 2005, disponível em www.ssrn.com; ZETZSCHE, Dirk A., *Virtual shareholder meetings and the European shareholder rights directive - challenges and opportunities*, 2007, disponível em www.ssrn.com.

⁴⁶³ O item 1.2 do *Explanatory Memorandum* da diretiva determina os objetivos desta. Entre esses objetivos, o subitem 3 inclui o seguinte: “*Remove all legal obstacles to electronic participation in general meetings. Where the issuer decides to make electronic means available to its shareholders, these make it much easier for the active shareholders to participate actively in the meeting. However, technology is not advanced enough to permit active electronic participation in all cases with a sufficient guarantee of security, and such facilities are costly to introduce. Therefore, there should not be an obligation for issuers to offer such a possibility to their shareholders*” (p. 3). O *Explanatory Memorandum* e outras informações a respeito podem ser encontradas em http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/com/2005/com2005_0685en01.pdf e em http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/comm_native_sec_2006_0181_en.pdf.

Por sua vez, o art. 8º disciplina as assembleias virtuais nos seguintes termos:

“Artigo 8º. Participação na assembleia-geral por meios electrónicos. 1. Os Estados-Membros devem permitir que as sociedades proporcionem aos seus accionistas qualquer forma de participação em assembleias-gerais por meios electrónicos, nomeadamente alguma ou todas as seguintes formas de participação: a) Transmissão em tempo real da assembleia-geral; b) Comunicação nos dois sentidos em tempo real, que permita aos accionistas intervir na assembleia a partir de um local distante; c) Um mecanismo de votação, antes ou durante a assembleia-geral, sem necessidade de nomear um procurador que esteja fisicamente presente na assembleia. 2. A utilização de meios electrónicos para permitir que os accionistas participem na assembleia-geral só pode ficar sujeita aos requisitos e condicionalismos necessários para assegurar a identificação dos accionistas e a segurança das comunicações electrónicas, e apenas na medida em que sejam proporcionais aos objectivos a atingir. A presente disposição não prejudica quaisquer disposições legais que os Estados-Membros tenham aprovado ou possam aprovar relativamente ao processo decisório da sociedade para a introdução ou implementação de qualquer forma de participação por meios electrónicos.”

Por fim, o art. 11º determina que “[o]s Estados-Membros devem permitir que os accionistas nomeiem um procurador por meios electrónicos” e que, “[a]lém disso, devem permitir que as sociedades aceitem a notificação da nomeação por via electrónica, e devem garantir que todas as sociedades ofereçam aos seus accionistas pelo menos um método eficaz de notificação por essa via”.

2. Inglaterra

Os arts. 333A e 360A foram incluídos, em 2009, no Companies Act de 2006⁴⁶⁴, com o fim de melhor disciplinar o envio e recebimento eletrônico de materiais relativos a pedidos

⁴⁶⁴ A respeito do *Companies Act* e das reformas relacionadas à modernização dos mecanismos de voto e participação em assembleias, cf. o item 2 da Parte B do Capítulo IV, inclusive com menção ao relatório de 2004 intitulado “*Review of the Impediments to Voting UK Shares*”, que foi utilizado nas reformas da legislação societária e ficou conhecido como “*Myners Report*”.

públicos de procuração e de incluir na legislação societária disciplina específica sobre as assembleias virtuais⁴⁶⁵.

O art. 333A determina que todas as companhias listadas devem disponibilizar um endereço eletrônico para o recebimento de procurações, indicação de procurador, documentos que comprovam os poderes de quem outorga a procuração e da eventual revogação da procuração.

A disciplina das assembleias virtuais é trazida, de outro lado, pelo art. 360A, o qual dispõe o seguinte:

“360A. Electronic meetings and voting. (1) Nothing in this Part is to be taken to preclude the holding and conducting of a meeting in such a way that persons who are not present together at the same place may by electronic means attend and speak and vote at it. (2) In the case of a traded company the use of electronic means for the purpose of enabling members to participate in a general meeting may be made subject only to such requirements and restrictions as are— (a) necessary to ensure the identification of those taking part and the security of the electronic communication, and (b) proportionate to the achievement of those objectives. (3) Nothing in subsection (2) affects any power of a company to require reasonable evidence of the entitlement of any person who is not a member to participate in the meeting.”

3. Alemanha

O item 1 do art. 118 da *Aktiengesetz* autoriza que o estatuto social determine, ou permita que a administração determine, a cada assembleia, que os acionistas poderão participar do conclave sem que estejam presentes ou representados, e que poderão exercer todos ou determinados de seus direitos relacionados, por meio eletrônico.

Ou seja, não se trata de uma obrigação legal, mas de uma faculdade. O estatuto social pode prever que a companhia, de modo contínuo, deve disponibilizar aos acionistas a

⁴⁶⁵ Cf. BUCHANAN, Bonnie, NETTER, Jeffry M., YANG, Tina, *Are shareholder proposals an important corporate governance device? evidence from us and uk shareholder proposals*, 2010, disponível em www.ssrn.com; BUCHANAN, Bonnie, NETTER, Jeffry M., YANG, Tina, *Proxy rules and proxy practices: an empirical study of us and uk shareholder proposals*, 2009, disponível em www.ssrn.com.

possibilidade de participação eletrônica, ou pode prever que a competência para decidir em qual assembleia a participação eletrônica será disponibilizada caberá à administração.

A lei societária alemã, no referido dispositivo, também deixa claro que o exercício de direitos à distância pode se limitar a um ou mais direitos. Assim, as companhias podem, por exemplo, facultar aos acionistas o exercício do voto à distância, por meio eletrônico, mas não a participação e deliberação.

O item 2 do mesmo dispositivo reitera que o exercício do direito de voto pode ser um dos direitos a ser exercido à distância, mesmo sem a participação do acionista na assembleia, enquanto que o item 3 exige que os administradores estejam presentes na assembleia, mas que, em alguns casos previstos no estatuto social essa presença pode ser suprimida pela participação por vídeo conferência.

O art. 121 (3) (2) (a) e (b) determina que a comunicação a respeito da realização da assembleia geral deve informar os acionistas a respeito dos meios para envio eletrônico da indicação de procurador, da procuração e dos documentos que comprovam os poderes de quem nomeia o procurador, bem como para exercício do voto eletronicamente.

O item 5 do art. 121 permite que o estatuto social discipline o local de realização das assembleias. Caso o estatuto seja omissivo a esse respeito, a assembleia deverá se realizar no local da sede social da companhia ou no local, na Alemanha, em que esteja sediada a bolsa de valores em que suas ações são negociadas, se for esse o caso.

A realização de fóruns virtuais por acionistas, para os fins de organização de pedidos públicos de procuração e discussão de matérias a serem deliberadas nas assembleias, é especificamente prevista e regulada no art. 127a.

Esse dispositivo exige, por exemplo, que o convite para a formação do fórum deve indicar pelo menos o nome do acionista que faz o convite, o nome da companhia a que se refere, as matérias a serem discutidas e a data da assembleia na qual essas matérias serão

deliberadas. O convite pode, ainda, fazer referência a uma página na internet na qual outras informações e documento a respeito poderão ser encontrados⁴⁶⁶.

4. França

O art. R225-61, primeiro dispositivo da seção que trata das assembleias gerais no *Code de Commerce*, dispõe que “[l]es sociétés dont les statuts permettent aux actionnaires de voter aux assemblées par des moyens électroniques de télécommunication aménagent un site exclusivement consacré à ces fins”.

Esse artigo foi inserido no código comercial francês em 2007 e, seja pelo seu conteúdo, seja pelo seu posicionamento no código, deixa claro que a expectativa do legislador é a de que a utilização dos meios eletrônicos nos processos de deliberação passe, no curto prazo, a ser a regra e não a exceção nesses processos⁴⁶⁷. Ademais, a regra na França, como se depreende, é que o voto e a participação eletrônica não são um direito dos acionistas garantido pela lei, mas sim podem ou não ser previstos pelo estatuto social.

A mesma conclusão se confirma com os artigos R225-63, R225-68, R225-69, R225-71, R225-72 e R225-73, que preveem a possibilidade de cumprimento das formalidades de convocação por meio eletrônico, inclusive para fins de inclusão de itens na ordem do dia por parte de acionistas. De acordo com esses dispositivos, a companhia poderá enviar documentos e informações relativas à assembleia, exclusivamente por meio eletrônico, aos acionistas que expressamente consentirem com o envio eletrônico.

O item 3º do art. R225-77 determina que as companhias que preveem em seus estatutos sociais a possibilidade de transmissão de votos por meio eletrônico devem assegurar que o sistema de assinatura eletrônica utilizado garanta a verificação confiável da identidade do acionista e da sua vinculação com o formulário que registra o exercício do

⁴⁶⁶ Cf. BECHT, Marco, BOEHMER, Ekkehart, *Voting control in german corporations*, in *International review of law and economics*, v. 23, 2003, pp. 1 e ss..

⁴⁶⁷ Para um panorama a respeito do funcionamento prático dos processos de votação na França, ver o relatório denominado “*Proxy Voting Reform in France: A Guide For Non-Resident Shareholders*”, elaborado pela *Association Nationale des Sociétés par Actions – ANSA*, em 2003. Para as formas de exercício do direito de voto, cf. principalmente as pp. 12 e 13. A respeito da utilização da internet nos processos de votação, cf. principalmente as pp. 37 e ss. (disponível em <http://www.ansa.fr/documents/Vote-non-residents-anglais.pdf>). Na doutrina, ver COZIAN, Maurice et al., *Droit des sociétés*, ed. 18, Litec, Paris, 2005, pp. 321 e ss. e LE CANNU, Paul, DONDERO, Bruno, *Droit des sociétés*, ed. 4, Montchrestien, Paris, 2012, pp. 564 e ss..

voto. Esse mesmo dispositivo prevê que os votos eletrônicos devem ser recebidos pela companhia até às 15:00hs, horário de Paris, da véspera do dia marcado para a assembleia.

Norma equivalente é estipulada pelo art. R225-79, para o caso de outorga de procuração eletrônica. Esse mesmo artigo ainda prevê a possibilidade de notificação da companhia por meio eletrônico a respeito da nomeação e da revogação de procurador por parte do acionista.

Os arts. R225-82 e R225-82-1 a 3, que disciplinam os pedidos públicos de procuração, preveem e regulam igualmente o envio de material dos pedidos por meio eletrônico.

O art. R225-85, por sua vez, regula o direito de participação presencial na assembleia geral do acionista que já exerceu seu voto, previamente à assembleia, à distância. Em regra, uma vez tendo votado à distância, o acionista não poderá mais participar presencialmente da assembleia. E, uma vez tendo exercido o voto à distância, não há qualquer impedimento para a cessão das ações, mesmo antes da assembleia geral.

O art. R225-98 estabelece que “[l]es actionnaires exerçant leurs droits de vote en séance par voie électronique dans les conditions de l'article R. 225-61 ne peuvent accéder au site consacré à cet effet qu'après s'être identifiés au moyen d'un code fourni préalablement à la séance”.

Por fim, o art. R225-99 dispõe que “[l]e procès-verbal des délibérations mentionné à l'article R. 225-106 fait état de la survenance éventuelle d'un incident technique relatif à la visioconférence ou à la télécommunication électronique lorsqu'il a perturbé le déroulement de l'assemblée”.

5. Japão

O art. 312 da lei societária japonesa faculta às companhias a disponibilização de meios eletrônicos aos acionistas para exercício do direito de voto, assim como garante aos acionistas o direito de examinar os registros eletromagnéticos das votações eletrônicas⁴⁶⁸.

⁴⁶⁸ Cf. IWATANI, Masanobu, TAKI, Toshio, *Evolution of general shareholders' meetings in japan*, in *Nomura journal of capital markets*, v. 1, n. 1, 2009, pp. 1 e ss..

O art. 302, a exemplo do que também ocorre na legislação francesa, e o art. 70, para os casos de assembleia de constituição, permitem que os documentos e informações relativos à assembleia geral sejam enviados aos acionistas exclusivamente por meio eletrônico, desde que o acionista tenha expressamente consentido com o envio eletrônico.

Como um dos resultados dos esforços sociais e legislativos para o incremento da efetividade dos processos de deliberação nas companhias japonesas, conduzidos principalmente na última década, conforme discutido no item 5 da Parte B do Capítulo V, a utilização dos meios eletrônicos para divulgação de informações relacionadas às assembleias e a pedidos públicos de procuração cresceu dramaticamente.

De acordo com estudo conduzido por Masanobu Iwatanu e Toshio Taki, o número de companhias japonesas, listadas em pelo menos uma das bolsas de valores do país, que utilizou meios eletrônicos para divulgação de informações sobre a assembleia saltou de nenhuma, em 2001, para cerca de 11% das companhias questionadas, em 2007. E no mesmo ano de 2007, 383 companhias japonesas utilizaram plataformas eletrônicas para realizar pedidos públicos de procuração⁴⁶⁹.

6. Hong Kong

Logo no art. 547, o primeiro da seção sobre assembleias da *New Companies Ordinance* de Hong Kong, prevista para entrar em vigor em 2014 e provavelmente a lei societária atualmente mais adaptada à utilização da internet nas deliberações e comunicações sociais, encontra-se definido o conceito de “endereço eletrônico”, para os fins de envio de informações e documentos entre a companhia, acionistas e o mercado: “*electronic address means any sequence or combination of letters, characters, numbers or symbols of any language or, any number, used for the purposes of sending or receiving a document or information by electronic means*”.

O art. 553, por sua vez, determina que a obrigação da administração de enviar aos acionistas proposta de deliberação por escrito submetida por acionista elegível a tanto será

⁴⁶⁹ IWATANI, Masanobu, TAKI, Toshio, *Evolution of general shareholders' meetings in japan*, in *Nomura journal of capital markets*, v. 1, n. 1, 2009, p. 3.

considerada cumprida também pela disponibilização da proposta em página eletrônica mantida pela companhia.

O art. 556(3)(a) permite que o consentimento dos acionistas a uma proposta de deliberação por escrito possa ser enviado eletronicamente para a companhia, devendo ser autenticada pelo acionista ou por seu representante.

Como a lei societária de Hong Kong prevê que qualquer deliberação que possa ser tomada em assembleia pode também ser decidida por escrito pelos acionistas (art. 548), o disposto nos arts. 553 e 556 fecha o arcabouço legal que permite que todo o processo de deliberação seja conduzido eletronicamente, à distância e não simultaneamente, sem prejuízo informacional aos acionistas e com ampla redução dos custos envolvidos.

No art. 560, a referida lei determina que “[i]f a company has given an electronic address in any document containing or accompanying a proposed written resolution, it is to be regarded as having agreed that any document or information relating to that resolution may be sent by electronic means to that address (subject to any conditions or limitations specified in the document)”.

O art. 566, que confere o direito a acionistas com pelo menos 5% do capital social de solicitar à administração que convoque uma assembleia, em seu subitem (5) permite que a solicitação e a devida justificativa e informações relacionadas sejam enviadas eletronicamente para a companhia. A mesma faculdade é reiterada no art. 580(5), para o caso de envio de propostas e *statements* de acionistas para deliberação em assembleias convocadas pela administração e no art. 615, com relação especificamente às assembleias gerais ordinárias.

Nos arts. 572 e 573, a lei autoriza que o edital de convocação das assembleias seja disponibilizado exclusivamente por meio eletrônico:

“572. Manner in which notice to be given

(1) Notice of a general meeting of a company must be given — (a) in hard copy form or in electronic form; or (b) by making the notice available on a website, or partly by one of those means and partly by another. (2) If a company has given an electronic

address in a notice calling a meeting, it is to be regarded as having agreed that any document or information relating to proceedings at the meeting may be sent by electronic means to that address (subject to any conditions or limitations specified in the notice).”

“573. Publication of notice of general meeting on website

(1) Without limiting Part 18, notice of a general meeting is not validly given by a company by making it available on a website unless it is given in accordance with this section. (2) When the company notifies a member of the availability of the notice on the website, the notification must — (a) state that it concerns a notice of a company meeting; (b) specify the place, date and time of the meeting; and (c) in the case of an annual general meeting, state that it is an annual general meeting. (3) The notice must be available on the website throughout the period beginning on the date of that notification and ending on the conclusion of the meeting.”

Os arts. 584 e 576(1)(b) deixam claro que a assembleia pode ser realizada em mais de um local, simultaneamente, o que consiste em outra alternativa simples e eficaz, sem desvantagens jurídicas, para redução dos custos de participação dos acionistas nos conclaves⁴⁷⁰:

“584. Meeting at 2 or more places

(1) A company may hold a general meeting at 2 or more places using any technology that enables the members of the company who are not together at the same place to listen, speak and vote at the meeting. (2) Subsection (1) has effect subject to any provision of the company’s articles.”

“576. Contents of notice of general meeting

(1) A company must ensure that a notice of a general meeting of the company — (...) (b) specifies the place of the meeting (and if the meeting is to be held in 2 or more

⁴⁷⁰ A realização ou a transmissão simultânea de assembleias gerais em *hubs* espalhados pelas principais cidades do país é permitida, por exemplo, pela regulamentação do mercado de capitais da Índia. Dada as dimensões geográficas do território indiano, a prática é constantemente citada como uma solução funcional para a facilitação do acesso dos acionistas às assembleias. Ver, a respeito, o relatório disponível em: <http://almtlegal.com/articles-pdf/ALMT%20News%20Flash%20Virtual%20Meetings%20June%202011.pdf>.

places, the principal place of the meeting and the other place or places of the meeting) (...)"

Com relação ao envio por meio eletrônico do material relativo a um pedido público de procuração, o art. 599 dispõe que:

"599. Sending documents relating to proxies in electronic form

(1) If a company has given an electronic address in — (a) an instrument of proxy issued by the company in relation to a general meeting; or (b) an invitation to appoint a proxy issued by the company in relation to the meeting, it is to be regarded as having agreed that any document or information relating to proxies for that meeting may be sent by electronic means to that address (subject to any conditions or limitations specified in the instrument or invitation)."

*

CAPÍTULO VII. – VOTO E PARTICIPAÇÃO À DISTÂNCIA: O CASO BRASILEIRO

Parte A: O parágrafo único do art. 121 da Lei das Sociedades por Ações

1. Colocação do problema

A utilização de meios eletrônicos remotos para disponibilização de informações, exercício de voto e participação em assembleia de acionistas simplesmente não era uma alternativa disponível aos elaboradores e aplicadores das leis societárias até muito recentemente⁴⁷¹.

Não é de se espantar, portanto, que as consequências da utilização da tecnologia atualmente disponível para esses fins, ainda que de maneira alguma afetem os fundamentos da organização jurídica das sociedades, nem sempre estão perfeitamente alinhadas com a interpretação meramente literal de normas mais antigas.

Colocado de outro modo, a disponibilização de documentos por meio eletrônico, o voto e a participação remota, não chocariam as estruturas societárias em nenhuma época, mas, mesmo assim, como não era uma variável a ser cogitada, nem sempre a redação das regras societárias foi construída de modo a absorver normalmente essas ou outras tecnologias futuras, se fosse o caso. Legislações societárias criadas há mais de 15 ou 20 anos, como é o caso da brasileira, correm o constante risco, portanto, de apresentar disposições que, indiretamente e não intencionalmente, impeçam ou criem dúvidas quanto à legalidade da utilização de meios eletrônicos para o cumprimento de certas obrigações e para o exercício de certos direitos.

⁴⁷¹ Ver artigo sobre o assunto do então Diretor da Comissão de Valores Mobiliários Marcos Barbosa Pinto, na revista Capital Aberto, edição n.º 54, de fevereiro de 2008, intitulada “Assembleias Virtuais”, e anterior tanto à Instrução CVM n.º 481/09, quanto, principalmente à promulgação da Lei n.º 12.431/11, que, ao incluir o parágrafo único ao art. 127 da Lei das Sociedades por Ações, eliminou qualquer necessidade de presença física dos acionistas na assembleia geral, para atendimento do quorum determinado pelo art. 125.

Com o desenvolvimento das comunicações eletrônicas, principalmente na primeira década deste século, tanto em termos de funcionamento, quanto em termos de disseminação entre a população, o que deixou de ter sentido, contudo, é a não utilização das novas tecnologias também no ambiente societário.

Sendo inevitável o reconhecimento pela legislação societária de que a forma pela qual as pessoas se comunicam e interagem entre si sofreu mudanças radicais em um curto período de tempo, tornou-se inevitável igualmente que essas legislações fossem adaptadas para a nova realidade, inclusive em benefício dos próprios objetivos das normas societárias.

Assim, principalmente a partir do começo dos anos 2000, diversas leis e normas infra-legais começaram a ser modificadas na Europa e nos Estados Unidos para a absorção, pelo arcabouço legal e normativo societário, das novas tecnologias e dos comportamentos de comunicação.

Tratou-se, como já visto em capítulos anteriores deste estudo, de ajustes razoavelmente simples, que em regra procuram deixar claro que a utilização de meios eletrônicos equivale à utilização dos antigos meios de divulgação e comunicação, sempre que, naturalmente, cumprirem os pressupostos de efetivamente transportar ou divulgar a informação.

Ocorre que, conquanto as atuais tecnologias de comunicação já tenham sido completamente assimiladas aos usos de grande parte da população mundial, inclusive para fins profissionais, no plano jurídico, que é naturalmente mais resistente a inovações, dada sua intrínseca busca e dependência da estabilidade dos meios, ainda há desconfiança quanto à eficácia de certos instrumentos de comunicação para o cumprimento de obrigações postas pela lei.

Parte dessa desconfiança decorre simplesmente do caráter conservador e inercial das estruturas jurídicas; outra parte, no entanto, é consequência do fato de que, para o cumprimento de algumas obrigações e para o exercício de alguns direitos, a tecnologia atual realmente, e por muito pouco tempo imagina-se, ainda não é suficiente, ou pelo menos não é viável em termos de facilidade ou custo.

É o caso, por exemplo, da participação de acionistas em assembleia geral por meios remotos. Muito embora as formas para o exercício do voto à distância já tenham sido plenamente resolvidas pela tecnologia há anos, ainda não parece economicamente viável a utilização de plataformas eletrônicas que permitam a efetiva interação simultânea entre diversos acionistas e administradores, cada qual em um local diverso.

Desse modo, por mais que o exercício do direito de voto à distância pareça estar assegurado, sem riscos de descompasso com a tecnologia, o direito de participação nas assembleias ainda não pode ser garantido em sua versão remota pela tecnologia.

No entanto, é claro que se está falando, nesse caso, de alguns poucos anos de espera para que a tecnologia resolva também esse empecilho. Na verdade, trata-se muito mais de uma questão de barateamento e aperfeiçoamento dos meios do que de criação de novas tecnologias.

É nesse breve descompasso entre as legislações societárias em transição e a transformação tecnológica dos meios de comunicação, praticamente completa em sua revolução iniciada com a internet, que residem ainda alguns, apenas aparentemente, complexos dilemas jurídicos a serem resolvidos.

Cumprido, com efeito, dispersar as poucas dúvidas que ainda pairam quanto à utilização completa dos atuais meios eletrônicos de comunicação nas relações societárias e abrir terreno na legislação e na prática societária para a completa assimilação da tecnologia disponível ou em criação e para a consequente transformação que essa assimilação vai gerar nas comunicações entre a sociedade, administradores, acionistas e o mercado.

E não há mesmo razão para impedir essa transformação, atrasá-la ou temê-la. Além de inevitável, é uma transformação que, sem dúvida, veio e vem para o bem dos acionistas, das sociedades e do mercado.

2. A legislação brasileira

Com relação ao voto e à participação à distância em assembleia geral, foi a Lei n.º 12.431/11 que deu o primeiro passo para a adaptação da legislação societária brasileira⁴⁷².

A referida lei, entre outros efeitos, alterou os arts. 100, 121 e 127 da Lei das Sociedades por Ações, para prever, respectivamente, que o livro de registro de presença de acionistas também pode ser substituído por registro mecanizado ou eletrônico (art. 100, § 2º), que “[n]as companhias abertas, o acionista poderá participar e votar a distância em assembleia geral, nos termos da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários” (art. 121, § único) e que “[c]onsidera-se presente em assembleia geral, para todos os efeitos desta Lei, o acionista que registrar a distância sua presença, na forma prevista em regulamento da Comissão de Valores Mobiliários” (art. 127, § único).

A disponibilização de procuração eletrônica, por sua vez, é disciplinada pelo art. 31 da Instrução CVM n.º 481/09. O art. 6º da mesma instrução, a exemplo de outras normas da própria CVM, prevê a obrigação de disponibilização de documentos e informações a respeito das assembleias gerais por meio da internet.

Além disso, o projeto de Lei n.º 4.303/12, atualmente em trâmite na Câmara dos Deputados e que pretende disciplinar o chamado Regime Especial da Sociedade Anônima Simplificada, por meio da inclusão de novos artigos na Lei das Sociedades por Ações, prevê, em seu proposto art. 294-C, inc. II e § 1º, que a disponibilização em página eletrônica dos documentos mencionados no art. 133 da lei societária dispensaria sua publicação em jornal. O mesmo projeto, em seu proposto art. 294-D determina que o acionista da sociedade anônima simplificada, mesmo que fechada, poderá participar e exercer seu voto à distância, de acordo com o que dispuser o estatuto social.

Disposições análogas constam do projeto de Lei n.º 348/12, em trâmite no Senado, em especial dos novos incisos II e IV, propostos para o art. 294.

Por meio da Audiência Pública SDM 08/13, a Comissão de Valores Mobiliários propôs a alteração da Instrução CVM n.º 358/02 e da Instrução CVM n.º 480/09, com o

⁴⁷² Cf., a respeito, a reportagem intitulada “Clicou, Votou” da revista Capital Aberto, edição n.º 101, de janeiro de 2012.

fim de dispensar as companhias abertas da publicação de avisos de fato relevante em jornal, desde que os avisos sejam divulgados em determinadas páginas eletrônicas.

Em sua justificativa para a proposta, a autarquia esclarece que a alteração nas referidas instruções “pretende modernizar o regime de divulgação de informação sobre ato ou fato relevante, adequando-o aos dias de hoje, nos quais a internet se apresenta como meio de disseminação de notícias eficiente e acessível”⁴⁷³.

Por fim, está em trâmite ainda, na Câmara dos Deputados, o Projeto de Lei n.º 7.655/10, que originalmente propunha a alteração dos arts. 121, 126, 127 e 130 da Lei das Sociedades por Ações, especificamente para “autorizar que o acionista, à distância, por meio de assinatura eletrônica e certificação digital, compareça em assembleia-geral de acionistas de sociedade por ações, bem como exerça direitos, inclusive o de voto, por esse meio”.

O referido projeto de lei foi, em parte, superado pela edição da Lei n.º 12.431/11. Um substitutivo do projeto original, que segue, sob o mesmo número, em análise pela Câmara dos Deputados, ainda propõe a inclusão, de todo desnecessária, de um parágrafo quinto no art. 126 e de um parágrafo quarto no art. 130, para especificar, respectivamente, que as procurações poderão ser outorgadas eletronicamente, conforme disposição estatutária, e que a assinatura dos acionistas que participarem à distância da assembleia geral poderá ser suprida por declaração nesse sentido da mesa assemblear, registrada em ata.

⁴⁷³ Mais adiante, ainda na justificativa para as alterações, a CVM, na linha do que vem sendo exposto neste estudo, argumenta adicionalmente que: “[a]o longo dos últimos anos, os meios eletrônicos de disseminação de notícias foram paulatinamente assumindo o papel de principal mecanismo de disseminação de informações. A popularização da internet e dos dispositivos móveis (smartphones e tablets) modificou a forma como as pessoas se comunicam. Segundo uma recente estimativa, aproximadamente 34% da população mundial (2,4 bilhões de pessoas) tinha acesso à Internet em 30 de junho de 2012. Na mesma data, estima-se que aproximadamente 46% da população brasileira (88,5 milhões de pessoas) tinha acesso à internet e que 30% (55,6 milhões de pessoas) tinha conta no Facebook. A internet possibilita que uma grande quantidade de informação seja disseminada de forma extremamente rápida e equânime para uma grande quantidade de pessoas. Tais características fazem com que ela seja, desde que bem utilizada, um importante canal para modernizar a forma por meio da qual as companhias abertas se comunicam com seus acionistas e com o mercado em geral, permitindo assim que a obrigação de disseminação justa e completa de informação (full and fair disclosure), princípio basilar da regulação do mercado de capitais, seja satisfeita em sua plenitude.” Disponível em www.cvm.gov.br.

3. Posição da CVM no caso MZ Consult (processo CVM n.º RJ2008/1794)

Em reunião de 24 de junho de 2008, o colegiado da Comissão de Valores Mobiliários respondeu determinadas questões formuladas em consulta apresentada pela MZ Consult Serviços e Negócios Ltda., todas elas relacionadas à utilização de meios eletrônicos nas comunicações societárias e nos procedimentos de deliberação.

As questões formuladas procuraram abranger todos os aspectos pertinentes à legislação e regulamentação societária que poderiam ser despertados com a utilização de meios eletrônicos para divulgação de documentos e realização de assembleias virtuais.

Em resposta à primeira questão apresentada pela consulente, o relator do processo, Diretor Sergio Weguelin, afirmou – no que foi acompanhado por todos os demais diretores – que a procuração outorgada por meio eletrônico é válida, seja porque não há nada na legislação nacional que o impeça, seja porque as recentes normas de certificação eletrônica expressamente reconhecem a validade jurídica dos documentos assinados por meio eletrônico.

O relator deixou claro, ainda, que qualquer que seja o meio eletrônico utilizado para a outorga da procuração, para que seja válido, deve permitir a comprovação da data da outorga e da qualificação do outorgante.

Em resposta à segunda pergunta elaborada pela consulente, o colegiado decidiu, com voto vencido do Diretor Eli Loria, que não há impedimento à manutenção pela companhia, ou por terceiro, de *blog* ou fórum eletrônico por meio do qual os acionistas possam discutir assuntos sobre a companhia, assim como não há nada que impeça o seu funcionamento inclusive durante as assembleias, ressalvados evidentemente os cuidados com a divulgação de informações.

Também com voto vencido do Diretor Eli Loria, o colegiado esclareceu que os dados dos acionistas que se cadastrarem em plataforma de realização de assembleias virtuais poderão ser repassados para as respectivas companhias, desde que se trate de dados que, por sua natureza, a própria companhia já deveria deles dispor, devendo apenas

complementar e não substituir os dados detidos pela companhia. Esses mesmos dados não poderiam ser repassados para terceiros.

Por fim, em resposta ao último questionamento, uma vez mais vencido o Diretor Eli Loria, os diretores da autarquia manifestaram-se no sentido de que não há nenhuma restrição à transmissão da assembleia geral por áudio e/ou por vídeo, bem como de que cabe apenas à companhia decidir se, além dos acionistas, representantes, administradores e auditores, outras pessoas também podem ter acesso à transmissão.

4. Certificação digital

Peça fundamental para que se deflagre o funcionamento adequado de sistemas eletrônicos de participação e voto em assembleias gerais, e mesmo em determinados casos de divulgação de informações, é o correto tratamento legal dos meios disponíveis de certificação digital.

Não apenas a tecnologia deve disponibilizar ferramentas que assegurem a identificação segura de interlocutores atuando à distância, como também o direito deve acolher essas ferramentas, de modo a torná-las estáveis e aceitas nas relações jurídicas.

A assinatura eletrônica, com certificação digital, é o meio mais lógico de se garantir a certeza e a segurança quanto à identidade do usuário de plataformas eletrônicas utilizadas nas rotinas societárias.

Os sistemas de senhas e, mais recentemente, de certificação digital já apresentam tecnologia suficiente e custo viável para utilização em larga escala em diversos processos quotidianos, como páginas eletrônicas de bancos e de comércio eletrônico, cadastros públicos e processos judiciais.

A adição de elementos complementares de segurança, como cartões de códigos, *tokens* eletrônicos e leitores portáteis de impressão digital, contribui para que os métodos atuais de identificação para fins de utilização de sistemas virtuais sejam ainda mais seguros.

Conforme visto no item anterior, os precedentes administrativos da Comissão de Valores Mobiliários já assimilaram e admitiram a possibilidade de utilização de assinatura eletrônica para outorga de procuração⁴⁷⁴.

De igual forma, e logicamente, todas as legislações societárias examinadas no Capítulo VI limitam-se a exigir que, qualquer que seja o meio eletrônico utilizado nas rotinas societárias e procedimentos de deliberação, ele deve garantir a adequada identificação do acionista.

O marco legal no país para a certificação digital foi a edição da MP 2.200-2, de 24 de agosto de 2001, que criou a Infraestrutura de Chaves Públicas Brasileira – ICP-Brasil. Em 2011, já eram emitidos, a um custo razoavelmente baixo, um milhão de certificados digitais por ano no país⁴⁷⁵.

Por meio da Lei n.º 11.419/06, foi disciplinada a informatização do processo judicial, permitindo e regulando a apresentação de petições e o tráfego de documentos por meios eletrônicos, lastreados em assinaturas e certificações judiciais. Com fundamento na referida lei, e a depender do Estado e dos órgãos do Poder Judiciário, os processos judiciais eletrônicos passaram a ser gradualmente implantados e obrigatórios. A Resolução STJ n.º 14, de 28 de junho de 2013, por exemplo, estipulou as regras e os prazos – entre 2013 e 2014, a depender do ato – para que os processos judiciais perante aquele tribunal passassem a ser exclusivamente eletrônicos.

⁴⁷⁴ “Mas existe outra forma mais simples e menos controversa de reduzir os custos para participar das deliberações sociais. Falo das procurações eletrônicas, que já são admitidas até pela Receita Federal em suas relações com os contribuintes. Essas procurações são outorgadas pela internet e podem facilitar — e muito — o exercício do direito de voto pelos acionistas. Para quem duvida da validade dessas procurações, sugiro ler com cuidado o artigo 654 do novo Código Civil. Ao contrário do artigo 1.289 do antigo Código, que exigia o reconhecimento de firma para a validade da procuração perante terceiros, o artigo 654 do novo Código diz apenas que aquele que contratar o procurador ‘pode’ exigir a firma reconhecida, ou então dispensá-la. Peço a paciência do leitor para transcrever o artigo 654 do Novo Código: ‘Todas as pessoas capazes são aptas para dar procuração mediante instrumento particular, que valerá desde que tenha a assinatura do outorgante. (...) §2º O terceiro com quem o mandatário tratar poderá exigir que a procuração traga a firma reconhecida’. Entendo, com base nesse dispositivo, que as companhias brasileiras podem muito bem dispensar o reconhecimento de firma e substituí-lo por um documento eletrônico, assinado eletronicamente e certificado digitalmente. Lembro, a propósito, que o artigo 10 da Medida Provisória nº 2.202-2/02 declara que os documentos eletrônicos são instrumentos particulares. E isso é tudo que o artigo 654 do Novo Código exige para a validade da procuração: um instrumento particular assinado pelo procurador”. (PINTO, Marcos Barbosa, *Assembleias virtuais*, in revista Capital Aberto, n. 54, fev., 2008).

⁴⁷⁵ Cf. *Certificação digital: uma década de avanços* (Revista digital, ano 3, n. 4, 1º semestre de 2011), disponível em <http://www.iti.gov.br/noticias/revista-digital/3887-certificacao-digital-uma-decada-de-avancos>.

E desde o mês de julho de 2012, para citar mais um entre diversos exemplos, a Junta Comercial do Estado de São Paulo passou a exigir a utilização de certificação digital para a apresentação dos formulários eletrônicos para registro de atos societários.

Como se vê, a certificação digital já atingiu um ponto de desenvolvimento tecnológico, de barateamento e de assimilação pelos precedentes, pela lei e pela sociedade, que fazem desse recurso uma ferramenta natural no desenvolvimento dos sistemas eletrônicos para deliberação e votação em assembleias, e disponibilização de documentos.

As plataformas eletrônicas disponíveis atualmente para fins societários, no país e internacionalmente, efetivamente utilizam os mecanismos de certificação digital para assegurar a identificação do acionista, seja para o exercício do direito de voto ou para a outorga de procuração.

A falta de meios eletrônicos seguros ou viáveis para a identificação do acionista remotamente, bem assim a não assimilação desses meios pelos precedentes, legislação e prática comercial não podem, portanto, absolutamente, ser apontados como obstáculo para a mais ampla utilização e desenvolvimento dos sistemas de votação e participação eletrônica em assembleias gerais⁴⁷⁶.

5. Primeiras experiências

5.1 Eternit

Uma das primeiras assembleias gerais no país, se não a primeira, com relação à qual os acionistas tiveram à sua disposição uma plataforma eletrônica para exercício remoto do direito de voto foi a assembleia geral ordinária e extraordinária da Eternit, realizada em 08 de abril de 2010. De acordo com o edital de convocação do conclave, os acionistas

⁴⁷⁶ A respeito da certificação digital e a validade dos atos assinados eletronicamente, ver, por exemplo, no direito norte-americano, o *Electronic Signatures in Global and National Commerce Act*. O artigo inicial da referida lei dispõe que: “SEC. 101. General Rule of Validity. (a) In General. — Notwithstanding any statute, regulation, or other rule of law (other than this title and title II), with respect to any transaction in or affecting interstate or foreign commerce — (1) a signature, contract, or other record relating to such transaction may not be denied legal effect, validity, or enforceability solely because it is in electronic form; and (2) a contract relating to such transaction may not be denied legal effect, validity, or enforceability solely because an electronic signature or electronic record was used in its formation”.

puderam registrar o seu voto, por meio da plataforma disponibilizada, e mantida por terceiros, entre o dia 29 de março de 2010 e às 10:30hs do dia 30 de março de 2010.

5.2 Brasil Foods

Apesar do esforço da companhia, e dos custos incorridos, a disponibilização de plataforma eletrônica de voto e a realização simultânea da assembleia na sede social da companhia em Itajaí e na cidade São Paulo, por vídeo conferência, não atraíram muitos acionistas. Foram registrados cerca de 5 votos eletrônicos na assembleia geral ordinária de 2012 e alguns poucos presentes na localidade alternativa, em São Paulo, na maioria representantes de investidores institucionais. A companhia, no entanto, de modo pioneiro e louvável, continua transmitindo suas assembleias gerais em endereço alternativo, na cidade de São Paulo, e permitindo que, simultaneamente ou anteriormente à assembleia, os acionistas votem eletronicamente nas matérias da ordem do dia.

5.3 Natura

A Natura, companhia também conhecida por iniciativas de vanguarda em termos de governança corporativa no Brasil, passou a adotar plataforma para votação eletrônica em todas as suas assembleias gerais. De acordo com informações do setor de relações com investidores da companhia, contudo, apenas 6 acionistas votaram eletronicamente na assembleia geral ordinária de 2012.

5.4 Itaú

De acordo com informações do setor de relações com investidores do Itaú, apenas 26 acionistas, em cerca de 100.000, votaram eletronicamente na assembleia geral ordinária de 2012, a despeito do custo relativamente alto para o desenvolvimento e manutenção da plataforma eletrônica⁴⁷⁷.

⁴⁷⁷ Apenas como referência, a Bematech S.A. divulgou em seu manual para participação na assembleia geral ordinária de 2013 que os custos incorridos para a disponibilização de plataforma eletrônica de votação e realização de pedido público de procuração promovido pela administração foram estimados em R\$ 10.000,00.

6. O parágrafo único do art. 121 da Lei das Sociedades por Ações: direito dos acionistas?

O novo parágrafo único do art. 121, introduzido pela Lei n.º 12.431/11, estabelece que “[n]as companhias abertas, o acionista poderá participar e votar a distância em assembleia geral, nos termos da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários”.

A dúvida fundamental quanto à interpretação desse dispositivo relaciona-se ao significado do termo “poderá”.

Esse termo pode assumir o significado de *possibilidade* ou de *direito*. No primeiro caso, o novo dispositivo legal teria sido incluído na lei societária para afirmar que não há proibição para a participação e votação à distância pelo acionista. No segundo caso, a função do dispositivo seria a de assegurar o direito do acionista de participar e votar à distância nas assembleias gerais.

O principal argumento a favor da primeira interpretação é o de que não faria sentido a lei societária obrigar as companhias a incorrer em custos, e recorrer a tecnologias não necessariamente disponíveis, para garantir aos acionistas a alternativa de participar e de votar à distância nas assembleias gerais.

Outro argumento é o de que, se a lei de fato pretendesse adicionar uma obrigação da companhia, poderia ter usado termos mais claros em substituição ao termo “poderá”, tais como a própria expressão “terá o direito de” ou a expressão “a companhia deverá assegurar que”.

Ainda em defesa dessa interpretação, pode-se argumentar que, com o parágrafo único do art. 121, a lei societária pretende deixar claro que a presença física do acionista na assembleia não é necessária nem para que este participe das deliberações, nem para o exercício do direito de voto.

E, em defesa da mesma interpretação, a qual desde logo se adianta que não parece ser a mais adequada, pode-se argumentar que não faria sentido a lei societária criar um direito

de voto à distância para o acionista, se a própria lei sequer inclui o direito de voto entre os direitos essenciais dos acionistas, listados no art. 109.

Por fim, é um fato que parte importante das legislações societárias internacionais faculta ao estatuto social, ou à administração, a determinação a respeito da possibilidade ou não dos acionistas de participarem e votarem à distância nas assembleias gerais⁴⁷⁸.

De outro lado, em favor da segunda interpretação, também é legítimo se argumentar que, ao instituir um direito do acionista de participar e votar à distância nas assembleias gerais, a lei societária estaria contribuindo para baratear e incentivar o envolvimento dos acionistas nas deliberações sociais. Tratar-se-ia de um reconhecimento de que as companhias abertas e o mercado estão prontos para assimilar em suas rotinas tecnologias e comportamentos de comunicação que já são realidades no mundo contemporâneo.

De certa forma, espelharia, em grau evolutivo superior, o mesmo raciocínio que levou ao reconhecimento pelas leis societárias de que o acionista deve ter o direito de ser representado em assembleia geral por um procurador, inclusive por razões de praticidade e redução de custos de maneira geral.

Além disso, ao menos com relação ao voto à distância, é bastante claro que há atualmente tecnologia disponível, a custos relativamente baixos, para a disponibilização de uma plataforma eletrônica de votação aos acionistas. Há no Brasil mais de uma empresa que presta especificamente esses serviços às companhias abertas e há diversas companhias abertas que já se valem do serviço, o qual, aliás, não deixa de reproduzir mecanismos eletrônicos já amplamente incorporados às rotinas comerciais de pessoas e empresas.

Com relação à participação dos acionistas à distância, é preciso reconhecer que a tecnologia, ainda que disponível, ainda não é barata, funcional ou estável o suficiente para assegurar a interação simultânea de, por vezes, milhares de acionistas participantes da

⁴⁷⁸ O art. R225-61 do *Code de Commerce* francês, por exemplo, prevê que cabe ao estatuto social determinar se aos acionistas será ou não conferida a faculdade de participarem e votarem à distância nas assembleias gerais, e em que circunstâncias. Os itens 1 e 2 do art. 118 da *Aktiengesetz* alemã, de seu lado, permitem expressamente que a companhia restrinja o exercício à distância de um ou mais direitos dos acionistas e que o voto pode ser exercido à distância mesmo sem a participação do acionista na assembleia. E a § 211 (a)(1) da *Delaware General Corporation Law* indica que a disponibilização de meios eletrônicos para participação e votação à distância consiste em decisão a ser tomada pela administração, em cada assembleia, independentemente de previsão estatutária.

assembleia, a partir de pontos remotos distintos. Até por isso, no entanto, que a lei deixa à Comissão de Valores Mobiliários o poder para preencher o comando legal e detalhar a disciplina da participação e votação à distância aplicável às companhias abertas.

Parte importante desse detalhamento deverá ser, necessariamente, a compatibilização das obrigações que serão impostas às companhias abertas com o nível de recursos tecnológicos, e custos associados, disponíveis para que as mesmas companhias cumpram as referidas obrigações.

A implementação gradual dessas obrigações, qualitativa e temporalmente, na mesma cadência da evolução tecnológica, está entre os recursos que podem legitimamente ser utilizados pela autarquia em sua incumbência de regulamentar adequadamente, e realisticamente, o comando do art. 121, § único, da Lei das Sociedades por Ações.

É plenamente possível se argumentar, ainda, que não há razão para que a lei societária diferencie companhias abertas de companhias fechadas a respeito dessa matéria.

Afirmar que uma das funções do art. 121, § único, é autorizar que os acionistas participem e votem à distância nas companhias abertas seria o mesmo que defender que essa alternativa é vedada nas companhias fechadas, o que seria absurdo.

Não há, de fato, razão para que seja proibida a participação e a votação à distância nas companhias fechadas.

Usando o mesmo mecanismo argumentativo utilizado em favor da interpretação inversa do dispositivo legal em questão, seria até mais razoável esperar que, se a Lei das Sociedades por Ações pretendesse que a participação e o voto à distância fossem proibidos nas companhias fechadas, deveria ter o feito de forma expressa, o que efetivamente não ocorreu.

É evidente que as companhias fechadas podem disponibilizar aos seus acionistas instrumentos que viabilizem a participação em assembleias e o exercício do direito de voto à distância, bastando que façam isso de forma transparente, equitativa entre todos os acionistas e que com isso não prejudiquem nenhum dos direitos garantidos aos acionistas.

Aliás, as companhias abertas, evidentemente, também poderão, em iguais termos, realizar assembleias virtuais, mesmo antes de implementada a regulamentação pela Comissão de Valores Mobiliários⁴⁷⁹.

Assumindo-se como correto esse raciocínio, não haveria outra razão para a inclusão do termo “poderá” no parágrafo único do art. 121, senão a de acrescentar um grau adicional de direito aos acionistas no caso das companhias abertas, em contraste com as companhias fechadas.

Por sua natureza, estrutura e função no mercado, as companhias abertas deverão se aproximar mais da obrigação de disponibilizarem aos acionistas meios para participação e votação à distância, enquanto que as companhias fechadas permanecem apenas com a faculdade pura e simples de fazê-lo, se entender conveniente.

Em outras palavras, parece mais consentâneo com o sistema do direito societário e o funcionamento do mercado de capitais defender que as companhias abertas sejam obrigadas a disponibilizar os referidos meios, do que afirmar que as companhias fechadas estão proibidas de fazê-lo.

E, em contraposição ao interessante, porém equivocado, argumento de que a lei não poderia criar um direito de voto à distância, sem que o próprio direito de voto esteja incluído entre os direitos essenciais do art. 109, basta se entender que o direito de voto à distância se aplicaria naturalmente apenas aos acionistas que dispusessem do direito de voto na assembleia geral em questão.

Por fim, é verdade que diversas legislações societárias estrangeiras deixam para o estatuto social ou para a administração, a decisão a respeito de disponibilizar ou não aos acionistas meios de participação e votação à distância, ao invés de obrigar a companhia a disponibilizar esses meios.

⁴⁷⁹ Nesse sentido, a diretora da Comissão de Valores Mobiliários Luciana Dias, em reportagem da revista Capital Aberto, declarou que não vê “a falta de regulamentação como impedimento para uma assembleia virtual” (edição n.º 101, de janeiro de 2012, p. 36).

Ocorre, contudo, que a lei societária brasileira também não alocou expressamente a competência sobre o assunto à administração (como faz, por exemplo, nos arts. 76, 123, 142, 144 e 204, § único), nem ao estatuto social (como faz, por exemplo, nos arts. 11, § 1º, 17, § 6º, 18, § único, 34, § 3º, 45, § 1º, 48, § 2º, 110, § 1º, 111, *caput* e § 3º, 140, § único, 143, § 2º, 148, *caput*, 168, *caput* e § 3º, 194, 202, § 1º, e 204, § 2º).

Assim, a mera comparação com a opção tomada por outras legislações não é conclusiva a respeito da interpretação mais adequada para o parágrafo único do art. 121.

Ao contrário, é justamente o fato de que o dispositivo deixou de especificar a competência do estatuto social ou da administração, diferentemente do que faz em diversas outras hipóteses legais, que talvez indique que o termo “poderá” assume outro significado neste caso: o de direito do acionista.

E, uma vez mais, deve ser lembrado que a obrigação da companhia de disponibilizar aos acionistas meios de participação e voto à distância precisa ser regulada pela Comissão de Valores Mobiliários, a qual tem a legitimidade para escalonar a sua implementação de acordo com a evolução da tecnologia disponível, de modo a não onerar desarrazoadamente as companhias⁴⁸⁰.

As duas interpretações apresentam argumentos válidos que as lastreiam. A segunda, contudo, que defende que o voto à distância é um direito do acionista, parece mais convincente e consistente com as estruturas e objetivos do sistema do direito societário.

Além disso, é uma interpretação que inequivocadamente contribui para a melhoria do mercado de capitais, sem aparente prejuízo para as companhias que não possa ser controlado. Sua única desvantagem em relação à primeira interpretação é, de fato, um mínimo descompasso ainda existente entre a tecnologia existente (ou o seu preço de implementação) e a obrigação de garantir a participação à distância do acionista nas assembleias, descompasso esse que é muito provavelmente temporário, por conta da rápida evolução das tecnologias de comunicação, e que afeta apenas a garantia de participação,

⁴⁸⁰ A respeito do tema, ver também a já citada reportagem da revista Capital Aberto, intitulada “Clicou, votou”, que traz opiniões opostas de Marcos Barbosa Pinto, para quem o parágrafo único do art. 121 representa um direito dos acionistas, e de Nelson Eizirik, para quem o dispositivo disciplina apenas uma faculdade” (edição n.º 101, de janeiro de 2012, p. 36).

mas não a de voto à distância, já plenamente viável atualmente, tecnológica e economicamente.

Esse descompasso pode ser perfeitamente contemplado e administrado em um processo de implementação escalonada, por parte da Comissão de Valores Mobiliários, das obrigações decorrentes do comando trazido pelo parágrafo único do art. 121 da Lei das Sociedades por Ações, conforme já explicado acima.

Afinal, realmente não parece chocar em nada o senso comum, e a expectativa geral de desenvolvimento tecnológico e das relações humanas, a afirmação de que em um futuro próximo será natural a obrigação incondicionada das companhias de garantir a seus acionistas a alternativa de participar e de exercer o seu direito de voto à distância nas assembleias gerais.

7. O direito de voto à distância e o inofensivo sacrifício do direito de participação ou deliberação.

Ainda anteriormente ao direito de voto, os acionistas, sem exceção, sempre têm o direito de participar da assembleia geral, o direito de propriamente *deliberar*. Por participar ou deliberar entende-se ações como ouvir as explicações apresentadas pelos administradores, solicitar esclarecimentos, sugerir propostas e dar contribuições para o próprio conclave ou para a condução das atividades da companhia como um todo, além de, havendo o direito, efetivamente decidir e votar, como consequência desse processo.

O direito de voto, assim, é distinto do direito de participação do acionista na assembleia geral. Não por acaso o art. 121, § único, da Lei das Sociedades por Ações menciona, com clara distinção, que o acionista poderá “participar” e “votar” à distância nas assembleias gerais.

Ter como um fato a distinção entre o direito de participar e o direito de votar implica, em primeiro lugar, desmembrar a obrigação da companhia em duas outras: a de assegurar que o acionista possa votar à distância e a de assegurar que o acionista possa participar da assembleia geral à distância.

Do ponto de vista regulatório, o fato significa também que é perfeitamente possível lidar separadamente, inclusive em termos temporais, com uma obrigação e com outra.

Assim, não há qualquer problema em orientar a regulamentação da matéria de modo a instituir a obrigação de garantir o meio para o exercício do direito de voto à distância desde logo e programar a instituição da obrigação de garantir o meio para a participação à distância de acordo com a viabilização da tecnologia e dos custos necessários para tanto⁴⁸¹.

Também não haveria problema para o sistema societário permitir o voto sem que se tenha garantido o direito de participação.

Votar sem participar não ofende a coerência do direito societário e da regulação do mercado de capitais por duas razões: primeiro, porque sempre será uma *opção* do acionista votar à distância, sabendo que não participará das discussões ocorridas na assembleia, ou comparecer pessoalmente à assembleia e assim efetivamente tomar parte do conclave; segundo, porque todas as informações necessárias para a fundamentação do voto na assembleia geral devem, por lei e pela regulação, estar disponíveis para os acionistas antes das assembleias, de modo que, teoricamente, o acionista pode se dar por satisfeito com essas informações, o que eliminaria qualquer utilidade para sua presença na assembleia.

De certo modo, aliás, isso já é bastante comum, principalmente nas situações em que acionistas outorgam procurações ou orientações de voto específicas para seus procuradores, os quais não têm outro papel ou flexibilidade na assembleia senão para simplesmente exercer o voto conforme as instruções passadas⁴⁸².

⁴⁸¹ Nesse sentido, os já citados itens 1 e 2 do art. 118 da *Aktiengesetz*. A lei societária alemã permite expressamente que a companhia restrinja o exercício à distância de um ou mais direitos, o que compatibiliza-se com a necessidade de adaptação à evolução tecnológica dos meios disponíveis, e que o voto pode ser exercido à distância mesmo sem a participação do acionista na assembleia. A esse respeito, ver também o item 3 da Parte B do Capítulo VI deste estudo. Por fim, o art. 584 da *New Companies Ordinance* de Hong Kong determina que, para realizar a assembleia geral em mais de um lugar simultaneamente, os meios utilizados devem permitir que os acionistas ouçam, falem e votem.

⁴⁸² A supressão do direito do acionista de deliberar, em outra época, foi também levantada como argumento de alguns para a defesa da ilegalidade dos acordos de voto. O fato é de extrema significância para o debate, uma vez que, de um lado, os argumentos contrários à legalidade dos acordos de voto eram interessantemente (mas não surpreendentemente) semelhantes aos argumentos que se pode levantar contra o exercício do direito de voto à distância, e, de outro lado, passadas algumas décadas, não resta mais qualquer dúvida sobre a utilidade e coerência dos acordos de voto com o sistema jurídico das sociedades. A esse respeito, o Prof. Fábio Konder Comparato, evidentemente a favor da legalidade dos acordos de voto e tão eloquentemente quanto o fez ao rebater os demais argumentos a ela contrários, ponderou que: “[n]o que tange à supressão do debate em assembleia, o argumento torna-se nefelibata, quando se pensa no elevado grau de absenteísmo que

É verdade que, em situações muito específicas, é possível que o acionista que votou à distância, mas não participou da assembleia, tenha deixado de ter a oportunidade de ouvir determinados esclarecimentos prestados pela administração, de opinar em decisões intra-assemblyares, por exemplo, a inversão dos itens da ordem do dia, ou de influenciar em movimentos e negociações também internas ao conclave, como a alocação de votos entre dois candidatos cuja disputa por um único cargo na administração, em processo de voto múltiplo ou votação em separado, tornou-se conhecida apenas na assembleia.

Ocorre que o acionista que decide simplesmente não comparecer e não votar na assembleia também já corre esse risco atualmente. Além disso, há vedação ou controle legal explícito no caso de assuntos de maior importância, como a alteração da ordem do dia, que não pode ser feita sem nova convocação, e a exigência de prestação de informações por meio da proposta da administração.

Se a matéria a ser deliberada foi modificada ou se determinada informação relevante para certo item da ordem do dia não constou da proposta da administração, ou do material de pedido público de procuração, por exemplo, então não poderá haver deliberação a esse respeito, a menos que conte com o voto da totalidade dos acionistas da companhia ou que o procedimento de convocação e de disponibilização de informação seja renovado, aí incluída a oportunidade de modificação pelos acionistas dos votos exercidos à distância⁴⁸³.

Em suma, o sacrifício do *exercício* do direito de participação, ou de deliberação, sempre à discricionariedade do acionista, não parece ser de fato um preço alto a se pagar em troca da garantia e da comodidade do voto à distância, subsidiado pelas informações que devem ser disponibilizadas aos acionistas e com riscos da não participação limitados

costuma caracterizar as assembleias de grandes companhias de capital aberto; na legitimidade de representação do acionista, universalmente reconhecida; na tendência, igualmente universal, de se editarem normas eficazes de *disclosure*; finalmente, no próprio movimento de supressão das assembleias gerais”. (COMPARATO, Fábio Konder, SALOMÃO FILHO, Calixto, *O poder de controle na sociedade anônima*, ed. 5, Forense, Rio de Janeiro, 2008, p. 221).

⁴⁸³ A respeito, vale transcrever o item 9 das considerações iniciais da Diretiva 2007/36/CE: “A possibilidade de votar sem comparecer pessoalmente à assembleia-geral, seja por correspondência, seja por via eletrônica, não deverá ser sujeita a outros condicionalismos além dos necessários para a verificação da identidade e a segurança das comunicações. Todavia, tal não deverá impedir os Estados-Membros de aprovarem regras destinadas a assegurar que os resultados da votação reflectam, em todas as circunstâncias, a vontade dos accionistas, nomeadamente regras destinadas a resolver as situações em que ocorram ou sejam reveladas novas circunstâncias depois de um accionista ter votado por correspondência ou por via eletrônica.”

pela lei e pela regulação⁴⁸⁴. Especialmente porque esse “sacrifício” seria temporário, sendo necessário apenas até que a tecnologia para a viabilização da participação à distância seja desenvolvida o suficiente e compatível economicamente⁴⁸⁵ com sua utilização pelas companhias⁴⁸⁶.

8. O art. 124, § 2º, e a obrigatoriedade da realização da assembleia na sede social

O art. 124, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações determina que a assembleia geral deverá ser realizada “no edifício onde a companhia tiver a sede” ou, se realizada em outro endereço, este não pode ser fora da localidade da sede.

Essa disposição em nada afeta ou conflita com o direito do acionista de participar da reunião ou de votar à distância.

Trata-se evidentemente de mais uma disposição legal construída diante de uma realidade que não cogitava a possibilidade de existência futura de meios que permitissem a realização da assembleia virtualmente.

O que a lei societária pretendeu, pelo que também não é isenta de críticas, foi fixar o local da realização da assembleia e impedir que a mudança do endereço da assembleia fosse utilizada como instrumento para dificultar o comparecimento dos acionistas.

⁴⁸⁴ Como referência para as discussões dos agentes de mercado sobre o assunto, assim como sobre outras matérias relacionadas à regulamentação do processo de deliberação societário, em especial no que diz respeito à Instrução CVM n.º 481/09, conferir a interessante carta elaborada pela Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC, datada de 4 de março de 2013, com sugestões endereçadas à Comissão de Valores Mobiliários (disponível em http://www.amecbrasil.org.br/doc2/Amec_IN481.pdf). Um dos itens sintetizadores da discussão a que se propõe a referida carta registra que “[n]ão se deve confundir voto à distância com participação à distância” e que “[é] natural que o acionista que opte pelo voto à distância perca algo da flexibilidade que teria ao estar presente no conclave”.

⁴⁸⁵ Em reportagem de Ari Levy, de 21 de novembro de 2013, da Bloomberg Newsweek, intitulada “Cisco’s Tough Sell for Videoconferencing”, são apontados dados que demonstram que o custo para a instalação em uma sala de reuniões de equipamentos de ponta necessários para a realização de uma videoconferência reduziu-se em cerca de 98,4% entre 2006 e 2013: de US\$ 300.000,00 para US\$ 5.000,00, em média.

⁴⁸⁶ A respeito, vale mencionar o subitem 3, do item 1.2, do *Explanatory Memorandum* da Diretiva 2007/36/CE, segundo o qual “(...) technology is not advanced enough to permit active electronic participation in all cases with a sufficient guarantee of security, and such facilities are costly to introduce. Therefore, there should not be an obligation for issuers to offer such a possibility to their shareholders” (p. 3). A versão integral do *Explanatory Memorandum* e outras informações pertinentes podem ser encontradas em http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/com/2005/com2005_0685en01.pdf e em http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/comm_native_sec_2006_0181_en.pdf.

A disponibilização pela companhia de meios para que os acionistas participem da assembleia à distância não a impede, contudo, de também realizar a assembleia, simultaneamente, em sua sede social, mesmo que nenhum acionista resolva comparecer.

Do mesmo modo, a mera transmissão da assembleia geral a partir da sede social, com a presença física ou virtual do representante da administração, dos auditores e/ou de quaisquer outras pessoas em condições de prestar esclarecimentos sobre a matéria a ser deliberada, igualmente cumpriria o comando do art. 124, § 2º, literalmente e do ponto de vista de seus objetivos.

A mesma conclusão é obtida também para a hipótese de realização da assembleia em vários endereços ao mesmo tempo, desde que um desses endereços seja a sede social, ou seja na localidade da sede social.

A bem da verdade, ainda que uma assembleia exclusivamente virtual não pareça ser de todo contrária à preservação de direitos buscada pelo art. 124, § 2º, e ainda que a inclusão do parágrafo único ao art.127, pela Lei n.º 12.431/11 tenha eliminado qualquer dúvida a respeito da necessidade de presença física de acionistas para o atendimento do quorum de instalação do art. 125, não deixa de ser salutar a manutenção da obrigação de realização da assembleia também na sede social, para que os acionistas sempre possam optar entre as alternativas de comparecimento físico ao conclave ou de participação à distância.

Ou seja, nem o art. 124, § 2º, impede que a companhia possibilite aos acionistas a participação à distância na assembleia, mesmo que todos os acionistas, administradores e outros participantes obrigatórios optem por participar à distância de certa assembleia, nem é também o caso de se alterar o art. 124, § 2º, para excluir a obrigação de realização da assembleia na sede social ou dentro da localidade da sede, mesmo que conduzida por outros funcionários e assessores da companhia e mesmo que, simultaneamente, à transmissão eletrônica da assembleia e/ou à sua realização também em endereços alternativos⁴⁸⁷.

⁴⁸⁷ Na reportagem intitulada “Clicou, votou”, da revista Capital Aberto, a diretora da Comissão de Valores Mobiliários Luciana Dias, a respeito do disposto no art. 124, § 2º, consignou a seguinte opinião: “Existem muitas leituras. Eu, particularmente, não vejo esse artigo como impedimento para a realização de uma assembleia exclusivamente virtual” (edição n.º 101, de janeiro de 2012, p. 37).

9. Os arts. 127 e 100, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações e a presença do acionista

A presença física do acionista também não é uma exigência da lei societária, o que poderia vir a obstar a disponibilização da alternativa de participação à distância.

Se, pela interpretação sistêmica da lei societária e por seus princípios, a desnecessidade da presença física do acionista ou de seu representante já não deveria ser um objeto de questionamento, a Lei n.º 12.431/11 fulminou qualquer eventual dúvida a respeito.

De acordo com o parágrafo único do art. 127 da Lei das Sociedades por Ações, inserido pela Lei n.º 12.431/11, “[c]onsidera-se presente em assembleia geral, para todos os efeitos desta Lei, o acionista que registrar a distância sua presença, na forma prevista em regulamento da Comissão de Valores Mobiliários”.

A despeito da específica redação do dispositivo legal, é preciso ressaltar que não há por que não se considerar presente também o acionista que registrar à distância sua presença mesmo antes da regulamentação do tema por parte da Comissão de Valores Mobiliários, ou, no caso de acionistas de companhias fechadas, não sujeitas à regulamentação da autarquia. Basta, naturalmente, que o meio adotado pela companhia para registro da presença à distância do acionista permita a sua identificação confiável.

Para que seja mantida a coerência da lei, inclusive para os procedimentos e formalidades da assembleia, não há dúvida de que a assinatura no livro de presença da companhia exigida pelo *caput* do mesmo art. 127 pode ser realizada eletronicamente, assim como poderão ser feitas eletronicamente as demais indicações exigidas pelo dispositivo.

Nesse sentido, a propósito, a Lei n.º 12.431/11 também alterou o parágrafo 2º do art. 100 da Lei das Sociedades por Ações, para autorizar que também o livro de registro de atas das assembleias gerais e o livro de registro de presença de acionistas sejam substituídos por registros eletrônicos.

Com efeito, tanto o registro da presença do acionista à distância, quanto a viabilização da sua participação à distância na assembleia certamente passam pela utilização de mecanismos eletrônicos de certificação e de interação.

Nada mais apropriado do que a previsão expressa de que os livros que registram as atas das assembleias e a presença dos acionistas nessas assembleias também adotem formatos eletrônicos.

10. Comprovação de identidade, as restrições do art. 126 e responsabilidades

Ainda que a Lei n.º 12.431/11 não tenha promovido nenhuma adaptação no art. 126, a exemplo do que fez com o art. 127, é natural que os processos que permitam aos acionistas a participação e a votação à distância nas assembleias deverão assegurar também o cumprimento das regras de identificação do acionista exigidas em lei.

É responsabilidade da administração da companhia assegurar a adequada identificação dos acionistas, independentemente do meio utilizado nos processos assembleares, assim como é dever do acionista apresentar a documentação que, para esse objetivo, nos termos da lei e razoavelmente, vier a ser requerida pela administração.

Os acionistas que optarem por votar e/ou participar da assembleia à distância deverão igualmente observar as normas do *caput* do art. 126. Ou seja, deverão exibir documento hábil de sua identidade e o comprovante de titularidade das ações emitido pela instituição financeira depositária, se for o caso.

É claro que as exigências acima não precisam ser necessariamente cumpridas na data da assembleia e presencialmente. A apresentação daqueles documentos pode ser um requisito, por exemplo, para o cadastro do acionista na plataforma eletrônica que permitirá o exercício do direito de voto e a participação à distância.

Do mesmo modo, se a própria companhia puder comprovar por outros meios a identidade do acionista ou a quantidade de ações de que é titular, a apresentação daqueles documentos pelo próprio acionista pode ser dispensada. É o caso, por exemplo, da

utilização pela plataforma eletrônica para a participação e votação à distância de um cadastro do acionista obtido e mantido por outra instituição, que certifique e assegure a identidade do referido acionista. É também o caso da obtenção da comprovação da titularidade de ações diretamente pela companhia junto à instituição financeira depositária.

Não há, por fim, também nenhuma restrição para que um procurador do acionista, e evidentemente para que um seu representante legal acesse a plataforma eletrônica e, por meio dela, participe da assembleia ou exerça em nome do acionista seu direito de voto.

De um lado, basta que o procurador ou representante legal também esteja devidamente cadastrado, mediante a apresentação da documentação pertinente. De outro, na prática, o acesso à plataforma eletrônica é e provavelmente sempre será controlado por meio de senha, cartão, impressão digital ou outros mecanismos sob responsabilidade do acionista, o qual poderá transferir a terceiros que formalmente ou não o representem, arcando o próprio acionista com as consequências dos atos dos referidos terceiros, seja em relação à companhia, seja em relação ao si mesmo.

Parte B: Estudo para a modificação da Instrução CVM n.º 481/09

1. Introdução

Durante o ano de 2012, a Comissão de Valores Mobiliários promoveu, junto a representantes do mercado, discussões a respeito de eventuais modificações na Instrução CVM n.º 481/09, para a introdução de disciplina específica para as assembleias virtuais na regulação brasileira.

Essas discussões contribuíram para que a autarquia compreendesse, com mais exatidão, as dificuldades ainda existentes para a implementação de sistemas eletrônicos que permitam a votação e principalmente a participação à distância em assembleias, especialmente os custos envolvidos, assim como para que fossem colhidas as impressões advindas dos diversos pontos de vista que compõem o mercado a respeito de qual deveria ser a adequada abordagem e extensão dessa regulação no país.

Das referidas discussões não resultou, por enquanto, qualquer proposta definitiva de modificação da Instrução CVM n.º 481/09, ou processo de audiência pública a respeito. As diversas incertezas relativas à tecnologia atualmente disponível e aos custos envolvidos externadas durante as mesmas discussões, aparentemente levaram a autarquia a concluir que o preenchimento da regra do art. 121, § único, da Lei das Sociedades por Ações ainda depende de maior reflexão e de tempo de absorção pelo mercado.

Ainda que uma disciplina regulatória para o voto à distância e para a participação à distância nas assembleias gerais não deva tardar a ser elaborada, vale desde logo examinar os temas fundamentais que deverão constar da nova norma.

Esses temas, analisados nos itens adiante, repetem os temas que demandaram maior atenção durante as discussões promovidas pela Comissão de Valores Mobiliários, e seguem a ordem alinhavada pela autarquia nos materiais preparados para orientar as análises pelos participantes.

2. O anúncio de convocação

Em linha com as regras atuais da Instrução CVM n.º 481/09 para o caso dos pedidos públicos de procuração e com as normas societárias internacionais, o edital de convocação da assembleia deverá trazer a informação de que a companhia disponibilizará aos acionistas a possibilidade de voto e/ou participação à distância, bem como as instruções para que os acionistas possam se valer dessa alternativa.

O edital de convocação, naturalmente, poderá se remeter a um manual para a participação na assembleia, disponível na página eletrônica da companhia e da Comissão de Valores Mobiliários, no qual as instruções cabíveis se encontrem de modo mais detalhado.

3. Direito do acionista

Eventual norma da Comissão de Valores Mobiliários sobre a votação e a participação à distância em assembleia geral deverá necessariamente lidar com a definição a respeito da

obrigatoriedade ou não da disponibilização dos meios e recursos para tanto por parte da companhia.

A autarquia deverá enfrentar a questão e se posicionar quanto a ser ou não um direito do acionista, e, portanto, um dever da companhia, o exercício do direito de voto e a participação à distância nas assembleias.

Foi defendido no item 6 da Parte A deste Capítulo VII que o novo parágrafo único do art. 121 da Lei das Sociedades por Ações encerra, sim, um direito do acionista e um dever da companhia.

Dentro de seus poderes regulamentares, expressamente outorgados pelo mesmo dispositivo legal, a Comissão de Valores Mobiliários poderá, no entanto, desenvolver mecanismos regulatórios que adequem a implementação da obrigação imposta às companhias abertas à cadência da assimilação pelo mercado das tecnologias necessárias para o voto e para a participação à distância nas assembleias, especialmente do ponto de vista econômico.

Assim, eventual norma sobre a matéria poderá determinar que a obrigação seja imposta de modo escalonado e diferido no tempo, de acordo com o porte da companhia, por exemplo.

Pelas razões expostas no item 9 da Parte A deste Capítulo VII, a eventual nova norma deveria exigir que sempre fosse concedida aos acionistas a oportunidade de participar fisicamente da assembleia, mesmo que fossem disponibilizados meios para o voto e para a participação à distância.

Além disso, a companhia não poderia estabelecer nenhuma regra ou procedimento que implicasse em tratamento desigual entre acionistas. O exercício do direito de voto à distância e o de participação à distância, quando disponibilizados, deverão se estender igualmente a todos os acionistas (respeitadas, evidentemente, as diferenças entre classes e espécies de ações quanto à existência ou não do direito ao exercício do voto).

Em princípio, não parece haver razão para que se permita a cobrança pela companhia de eventuais taxas dos acionistas para que votem ou participem à distância, ainda que essa cobrança seja feita diretamente por terceiros contratados pela companhia para fornecer as plataformas eletrônicas para o voto e/ou a participação à distância. Uma exceção poderia ser, eventualmente, a cobrança dos custos para que a companhia realize, em nome do acionista, cadastro de assinatura ou certificação digital, que possa ser utilizado pelo acionista, também, em outras situações não relacionadas à companhia.

Caso, contudo, a Comissão de Valores Mobiliários venha por qualquer razão a entender que não se trata de um direito do acionista, a eventual norma sobre a matéria deverá, então, disciplinar se a decisão pela disponibilização dos meios para votação e participação eletrônica ficará a cargo da administração, que deliberará a respeito por ocasião de cada assembleia geral, ou em períodos definidos, ou se o direito de voto e participação à distância, ou sua ausência, deverá estar expressamente previsto no estatuto social.

4. O requerimento por parte dos acionistas como condição e participação mínima

Uma eventual norma sobre o assunto poderá também condicionar a disponibilização de meios para o exercício do direito de voto e para a participação à distância em assembleias ao requerimento de qualquer acionista, dispensando a companhia dos custos correspondentes, quando todos os acionistas com isso concordarem.

Sendo um direito dos acionistas de caráter não essencial, não haveria de fato qualquer razão para se proibir que todos eles renunciassem a esse direito, mesmo que por via tácita.

A imposição de uma participação societária mínima para que um acionista ou conjunto de acionistas requeira a disponibilização de meios para o exercício do direito de voto à distância e para a participação na assembleia à distância, ainda que sua inclusão em eventual norma regulatória não seja descartável, decerto afrontaria a premissa de que essa disponibilização é um direito dos acionistas.

Ou seja, uma vez admitido que o art. 121, § único, da Lei das Sociedades por Ações encerra um direito dos acionistas, sem outra restrição ou condição expressamente prevista em lei, a criação de uma tal restrição pela norma seria irregular.

Ademais, exigir uma participação mínima para esse fim seria contraditório com o próprio objetivo da regulação do voto e da participação à distância. Afinal, quanto menor a participação societária de um acionista, maiores os custos relativos para que ele participe da assembleia e, portanto, maior a utilidade relativa para esse acionista da alternativa de votar e participar à distância.

5. Meios eletrônicos adequados para a participação à distância

A disponibilização dos meios para que os acionistas participem da assembleia remotamente, para que seja regular, deve não apenas garantir a todos os acionistas as mesmas condições de participação, e a possibilidade de comparecerem fisicamente ao recinto em que será realizada a assembleia, como também deve garantir que aqueles acionistas que utilizem os meios de participação à distância disponibilizados possam exercer todos os seus direitos relacionados à assembleia.

Ou seja, a participação à distância não poderá propiciar ao acionista nem uma vantagem, nem uma desvantagem, seja em relação aos acionistas que utilizam outro meio para a participação na assembleia, seja em relação à possibilidade de seu próprio comparecimento físico à ela.

Desse modo, eventual norma sobre a matéria deverá determinar que as companhias deverão assegurar aos acionistas meios de participação à distância que garantam a neutralidade da utilização dos meios disponibilizados em relação a outras formas de participação.

Parte das legislações societárias estrangeiras limita-se a determinar que as companhias, se decidirem por disponibilizar meios para a participação à distância nas assembleias, assegurem meios “adequados” para a viabilização dessa participação.

A adequação dos meios é, na verdade, uma sintetização da neutralidade explicada acima, com a desvantagem de utilizar um conceito excessivamente indeterminado, para os fins jurídicos a que se presta. Muito melhor seria se a norma que eventualmente vier a ser expedida pela Comissão de Valores Mobiliários exija, ao invés de meios “adequados”, meios que assegurem a referida neutralidade, ou seja, que garantam ao acionista o exercício pleno dos mesmos direitos, seja participando fisicamente da assembleia ou participando à distância.

Desse modo, a eventual nova norma poderia dispensar também a tentativa de definir, mesmo que exemplificativamente, o que seriam meios “adequados”. Essa definição, além de difícil, é desnecessária. De um lado, os meios estarão sempre em evolução tecnológica, tornando qualquer listagem passível de contínua desatualização; de outro, uma vez determinado com clareza o objetivo que os referidos meios devem buscar, passa a ser inócua a exemplificação.

Em qualquer caso, também não seria inconsistente com a legitimação normativa da Comissão de Valores Mobiliários ou com o comando do art. 121, § único, da Lei das Sociedades por Ações, que, de acordo com a cadência da evolução da tecnologia disponível para a viabilização das assembleias virtuais, a regulação permita que o exercício de um ou de outro direito seja diferido.

A obrigação da companhia de garantir a efetiva e concomitante interação do acionista, à distância, com o restante dos acionistas e participantes da assembleia, talvez possa passar a valer posteriormente à obrigação de garantir a transmissão da imagem e do áudio da assembleia para todos os acionistas, por exemplo. Assim, em uma primeira etapa de implementação de uma eventual norma sobre a matéria, poderia ser concedido o direito às companhias de disponibilizar aos acionistas apenas a possibilidade de ver e ouvir a assembleia, além de votar, à distância, mas não de efetivamente interagir.

Essa seria uma solução consistente com os objetivos da regulação e condizente com os atuais custos para a implementação de meios que garantem a integral participação à distância dos acionistas na assembleia. Deverá ser, no entanto, uma solução de caráter expressamente temporário, que decaia tão logo o desenvolvimento das ferramentas de

comunicação disponíveis às companhias mostre-se razoável em termos de custo e benefício para o funcionamento do mercado como um todo.

Além disso, caso venha a haver a possibilidade temporária de disponibilização do exercício de apenas alguns direitos à distância, gerando um igualmente temporário desbalanceamento entre o exercício de direitos pelos acionistas presentes fisicamente à assembleia e o exercício de direitos pelos acionistas presentes virtualmente à ela, esse desbalanceamento deverá ser divulgado, expressa e claramente, a todos os acionistas nos materiais relativos às assembleias.

Caberia ao acionista, nesse caso, optar, enquanto durar o referido intervalo regulatório, entre participar limitadamente à distância ou participar da assembleia fisicamente, com a possibilidade de exercício integral de seus direitos. Ao acionista cumpriria, devidamente informado, ponderar os custos de cada alternativa *vis à vis* à utilidade do exercício integral dos mencionados direitos.

Seria, ainda, uma solução que, desde que temporária e nos termos sugeridos nos parágrafos anteriores, não traria prejuízos importantes à estabilidade do sistema regulatório, aos acionistas ou ao mercado de modo geral.

Por fim, ainda que aqui o ponto de vista se desloque ligeiramente, qualquer que seja o meio utilizado, este deve necessariamente, e sem necessidade de postergação para o início dessa obrigação, assegurar a correta identificação dos acionistas que participem da assembleia à distância.

6. Meios eletrônicos adequados para a votação à distância

Com relação aos meios eletrônicos para a votação à distância, a tecnologia atualmente disponível e o uso já disseminado dessa tecnologia tornam a discussão mais simples.

Aplicam-se, nesse caso, a mesma conclusão obtida no item anterior de que os meios disponibilizados pela companhia devem garantir a neutralidade entre o exercício do direito de voto à distância e o exercício do mesmo direito por qualquer outro modo, inclusive fisicamente na assembleia.

De igual forma, aplica-se a conclusão de que não seriam condizentes com a melhor técnica legislativa nem a mera determinação de que os meios utilizados sejam “adequados”, nem a exemplificação de quais meios seriam adequados. O mais acertado seria que eventual norma sobre o assunto exigisse a neutralidade referida, como princípio e objetivo final dos meios empregados na viabilização do exercício do voto à distância nas assembleias.

No caso do exercício à distância do direito de voto, ademais, não há razão para a implementação escalonada de eventual norma a respeito. A tecnologia atualmente disponível para a viabilização da votação à distância é acessível pelas companhias, do ponto de vista operacional e econômico. A tecnologia já é, inclusive, utilizada por companhias brasileiras, conforme apresentado no item 5 da Parte A deste Capítulo VII.

A edição de uma nova norma ou de alterações na Instrução CVM n.º 481/09 poderá também contemplar a possibilidade de voto por correspondência, enviado pelo correio ou por modo equivalente.

Como se discutiu no item 3 da Parte B do Capítulo II, não há nada que impeça, na legislação brasileira, que o voto enviado por correio, assinado pelo acionista e acompanhado de outros documentos ou comprovações que assegurem a identidade do acionista e a autenticidade do documento (como firma reconhecida, cópia autenticada de documentos pessoais, cartão de assinatura cadastrado na companhia, entre outros), seja válido e possa ser equiparado à presença do acionista na assembleia, para os fins do *caput* do art. 126 da Lei das Sociedades por Ações.

Não faria mesmo sentido aceitar-se que o voto fosse proferido eletronicamente, à distância, mediante certificação eletrônica, e não se aceitar o voto por correspondência, com a firma do acionista reconhecida, por exemplo.

Também como adiantado no item referido acima, ainda que houvesse algum questionamento possível diante da exigência legal da presença do acionista, fisicamente ou à distância, por representação ou não, bastaria que a declaração de voto contivesse também

a autorização para que um administrador ou advogado indicado pela companhia representasse o acionista no exercício daquele voto.

Uma eventual norma que vier a ser editada pela Comissão de Valores Mobiliários a respeito do voto à distância poderá também disciplinar prazos mais extensos para o envio ou registro do voto. O prazo para o exercício do voto poderia, por exemplo, estender-se desde a data da publicação do edital de convocação ou da proposta da administração até a véspera da assembleia geral, ou mesmo, dependendo do avanço tecnológico, até o momento da tomada dos votos na própria assembleia.

Uma vez que há regras para a divulgação de informações sobre as atividades da companhia e a matéria da assembleia, não haveria prejuízo deixar à discricionariedade do acionista o momento em que vai enviar ou registrar o seu voto. Ao contrário, a extensão do período durante o qual os acionistas poderão votar facilitará a sua participação nas deliberações da companhia, uma vez que não restringirá o exercício do voto a um pequeno e restrito intervalo.

A comparação com os votos por procuração também vale aqui. No âmbito de um pedido público de procuração, os acionistas podem livremente escolher a data, entre o momento do anúncio do pedido e o limite para o envio, na qual remeterão a procuração, com sua específica orientação de voto, ao solicitante.

Nesse caso e no caso do voto por correspondência, regras para revogação da instrução de voto devem constar da eventual nova norma, inclusive para as situações em que o acionista que votou à distância ou remeteu o seu voto por correspondência anteriormente, compareça à assembleia.

O voto à distância, por meio eletrônico, durante a assembleia também deverá ser um item de específica regulação na nova norma, para que sejam devidamente coordenados os trabalhos assembleares.

Assim como esclarecido para o caso da participação à distância, a companhia deverá ser expressamente obrigada pela nova norma a utilizar meios que assegurem a identificação do acionista e a autenticidade do conteúdo do voto.

Poderia se pensar, ainda, na utilização obrigatória pela companhia de um terceiro, por exemplo, uma empresa de auditoria ou uma firma especializada em serviços de governança corporativa, ou mesmo em deixar a cargo específico da própria administração, para o controle de todo o processo de votação, desde o anúncio do pedido público de procuração ou desde que aberto o prazo para registro do voto à distância ou envio do voto por correspondência, para identificação dos acionistas votantes e verificação dos documentos relacionados, para a certificação do conteúdo do voto, para a tabulação das declarações de voto recebidas, para a organização, divulgação e registro dos resultados das deliberações.

7. Política de participação e exercício do direito de voto à distância

Uma nova norma editada pela Comissão de Valores Mobiliários poderia vir a exigir, para o bem da previsibilidade e clareza para os acionistas, a elaboração e disponibilização pela companhia de uma política interna que contemplasse explicações, procedimentos, prazos e outras informações a respeito da disponibilização de meios para participação e exercício do direito de voto pelo acionista, à distância, nas assembleias, inclusive com relação à forma pela qual os acionistas poderão requerer a adoção dos referidos meios, se essa possibilidade for contemplada pela regulação.

Essa política, a exemplo de outros documentos equivalentes previstos na regulamentação, deveria ser submetida à aprovação pelo conselho de administração.

8. Livros eletrônicos

Com esteio na nova redação do parágrafo 2º do art. 100 da Lei das Sociedades por Ações, a nova norma poderia regular a utilização de livro de registro de presença e de livro de registro de atas de assembleias gerais, ou de reuniões de órgãos de administração, eletrônicos ou em suporte mecanizado.

Desse modo, as companhias poderiam desenvolver sistemas e dispositivos que, equivalendo-se aos referidos livros, permitiriam o registro de presença de acionistas e a transcrição de atas de modo compatibilizado com a participação e votação à distância.

A necessidade de assinatura presencial por acionista ou representante deixaria, assim, de ser um empecilho, inclusive do ponto de vista do aperfeiçoamento material dos livros societários.

A existência física dos livros societários e a consequente necessidade de assinatura presencial em suas folhas, mesmo que posteriormente a assembleias ou reuniões, são, de fato, um reflexo de épocas em que a certificação da identidade do acionista e a própria transcrição da ata não permitiam outro suporte que não o físico. Os mesmos valores de certeza jurídica e estabilidade podem ser atualmente observados por meio de outros instrumentos, eletrônicos, em completa harmonia, seja com toda a ideia de participação e votação à distância, seja com todo o sistema do direito societário.

Com relação aos livros eletrônicos, alguma adaptação também seria necessária no âmbito da legislação ou das normas infralegais referentes ao registro público do comércio.

A propósito, a adoção, pelas juntas comerciais, de processos que permitam a submissão eletrônica de documentos pelas empresas, para registro, também eletrônico, e posterior publicação na página eletrônica do órgão, é mais do que viável atualmente e seria de extrema utilidade prática para os negócios no país.

9. Consequências da infração à Instrução CVM n.º 481/09

O atual art. 34 da Instrução CVM n.º 481/09 prevê as hipótese de violação às suas regras que constituem violação grave.

Para que se determine se a não disponibilização pela companhia aos acionistas de meios para participação e votação à distância constitui ou não infração grave, para os fins da regulação do mercado de capitais, a Comissão de Valores Mobiliários deverá primeiramente decidir se essa disponibilização é ou não um direito dos acionistas, e portanto um dever da companhia.

Sendo um direito dos acionistas, será então necessário averiguar a necessidade de escalonamento na implementação da obrigação da companhia de disponibilização de meios para a participação à distância nas assembleias, em compasso com a evolução tecnológica.

Assim, a não disponibilização dos referidos meios apenas poderia ser considerada violação grave, evidentemente, no caso das companhias que a ela estejam obrigadas, nos termos e no tempo em que estejam obrigadas.

Em qualquer caso, uma vez que a companhia utilize meios para participação e voto à distância, o tratamento desigual entre acionistas que optam por meios distintos de participação e de voto, desde que não expressamente permitido na regulação, também por questões de escalonamento na implementação da obrigação respectiva, deverá implicar violação grave.

Caso previsto pela regulação, o não atendimento a pedido elaborado por acionista, nos termos da regulação, para disponibilização de meios de participação e voto à distância, deve ser considerado violação grave. De igual forma, se exigido pela regulação, a não elaboração, ou disponibilização, de política interna que discipline a disponibilização de meios para a participação e o exercício do direito de voto à distância deverá ser considerada infração grave.

10. Inaplicabilidade às companhias fechadas

Pelas razões expostas no item 14 da Parte B do Capítulo V, os comandos a respeito do exercício do direito de voto e da participação à distância em assembleias que vierem a ser regulados pela Comissão de Valores Mobiliários, por meio de alteração da Instrução CVM n.º 481/09, ou por outro modo, não serão de cumprimento obrigatório no âmbito das companhias fechadas.

Isso não significa dizer, como já defendido no item 6 da Parte A deste Capítulo VII, que na companhia fechada os acionistas não poderiam exercer seu direito de voto à distância ou participar à distância das assembleias. Ao contrário: as companhias fechadas podem permitir que seus acionistas votem e participem das assembleias à distância e os comandos que vierem a ser implementados pela Comissão de Valores Mobiliários a esse respeito, conquanto não lhes sejam aplicáveis, poderão servir como baliza para a definição de regras estatutárias, por exemplo, sobre o tema.

CAPÍTULO VIII. – CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO

De início, este trabalho teve como horizonte a análise da disciplina legal brasileira aplicável aos pedidos públicos de procuração e às assembleias virtuais. Alguma tendência de dispersão acionária alardeada no âmbito do Novo Mercado e as inovações normativas representadas pela Instrução CVM n.º 481/09 e pela modificação dos arts. 100, 121 e 127, impulsionaram e confirmaram a utilidade da referida análise.

O aprofundamento no estudo preparatório para o trabalho logo mostrou, no entanto, não apenas que o correto exame a respeito do tema proposto poderia se beneficiar de uma reflexão mais ampla a respeito de todo o processo de exercício do direito de voto, como também essa reflexão ampla poderia vir a ser ainda mais proveitosa para os fins acadêmicos e práticos a que se destinaria toda a análise.

Com efeito, e muito em razão das significativas alterações nas rotinas de interação social e profissional entre as pessoas provocadas pelos avanços tecnológicos na área de telecomunicações, ficou claro que não se estava lidando meramente com duas novas ferramentas societárias inauguradas no quadro normativo nacional, mas sim com todo um quadro de transição, dentro do qual aquelas novas ferramentas mal se apercebiam como primeiros passos elementares de toda uma transformação necessária.

A compreensão do que deverá ser essa transformação, no futuro, passa, necessariamente, pelo entendimento integral do que foi o objeto de estudo em seu passado, como evoluiu e o que tem sido em seu presente. Passa, também, por uma análise em uma dimensão não histórica, mas atual e qualitativa, que examina os principais aspectos em que o objeto do estudo se desdobra lateralmente.

Assim, o trabalho reorientou-se para o exame inicial perfunctório do exercício do direito de voto, como fundação para a construção, em seguida, da análise sobre os pedidos públicos de procuração, voto e participação à distância nas assembleias.

Essa reorientação mostrou-se acertada, na medida em que: gerou uma excelente oportunidade de observação completa do fenômeno societário, pela perspectiva do

exercício do direito de voto; propiciou o atingimento de reflexões principiológicas e conclusões específicas, algumas delas inéditas, sobre temas nucleares e limítrofes do tema; permitiu, em consequência, a criação de alguma expectativa quanto à utilidade deste estudo para o avanço do direito societário nacional.

O percurso de análise do estudo procurou não localizar um ponto de referência fixo na lei societária – muito embora tenha eleito os arts. 121 e 126 como suas principais escalas –, mas sim atravessar uma linha por toda a lei, extraindo dela o que se relacionava ao exercício do direito de voto em toda sua longitude. Inseriu-se, vertical e metaforicamente, um tubo de análise na lei e nele extraiu-se, em sua retirada do solo societário, amostras dos mesmos sedimentos que compõem o direito de voto, presentes em distintas camadas da organização legal da estrutura societária, cada qual de uma época, cada qual submetida a elementos e aspectos diversos da atuação teórica e prática do direito societário.

Com isso, obteve-se uma visão funcional ampla dos mecanismos do exercício do direito de voto e dos pontos da organização societária para os quais aquele leva suas terminações.

A análise isolada de cada específico setor em que está presente e atua o direito de voto e seu exercício, dentro da organização societária, produziu tanto conclusões localizadas em cada tema, quanto um mosaico de reflexões que, vistos da perspectiva adequada, compõem um interessante desenho e uma útil lâmina de observação do fenômeno societário como um todo, pela perspectiva do exercício do direito de voto.

O primeiro importante conjunto de contribuições do estudo desenvolvido consistiu na análise sistematizada inaugural, na doutrina nacional, da legislação e da regulação aplicáveis aos pedidos públicos de procuração, voto e participação à distância em assembleias, no país.

Essa análise concluiu pela necessidade da realização de determinados ajustes na regulação do mercado de capitais brasileiro.

Entre esses ajustes, estão (i) a construção de uma disciplina para a inclusão de propostas de acionistas no material de pedidos públicos de procuração da administração e

(ii) a elaboração de normas que regulem o exercício do direito de voto e a participação à distância nas assembleias gerais, normas essas que devem pressupor ambos como direitos legalmente garantidos aos acionistas e que devem prever a possibilidade de implementação escalonada das correspondentes obrigações das companhias, de acordo com a evolução dos meios tecnológicos disponíveis.

A segunda contribuição consistiu na reflexão, também seminal no cenário brasileiro, a respeito dos efeitos da dissociação entre a titularidade da ação e o exercício do direito de voto no mercado de capitais contemporâneo, bem como dos efeitos decorrentes da correlata defasagem entre a compreensão doutrinária do direito de voto e a compreensão doutrinária do exercício desse direito.

A desatualização da legislação, da regulação e principalmente da doutrina brasileira em relação às normas em vigor nos mercados mais desenvolvidos, no que diz respeito à assimilação do desenvolvimento tecnológico e dos instrumentos financeiros pelo direito societário, é agravada pelo fato de que as transações realizadas no mercado local já envolvem os mais modernos e complexos instrumentos financeiros utilizados globalmente.

O conseqüente descolamento entre o direito e a realidade, verificados concretamente em casos como o aluguel de ações, o uso de derivativos e a venda do voto, por exemplo, desestabiliza as bases para responsabilização pelo cometimento de abusos no exercício do direito de voto, na medida em que a relação entre a titularidade da ação e o exercício do direito de voto já não é mais tão clara.

Este trabalho procurou trazer à superfície essas questões e realinhar o entendimento científico a respeito do exercício do direito de voto com as práticas atuais do mercado.

A terceira contribuição consistiu no questionamento por este estudo da capacidade da Lei das Sociedades por Ações de enfrentar uma nova realidade, em que deixa de ser certa a existência da polarização de poder entre um controlador majoritário e acionistas minoritários atomizados, e na qual necessidades históricas de fisco e concomitância deixam de ser pressupostos obrigatórios na construção de conceitos relacionados ao relacionamento entre acionistas, administradores e a companhia.

O trabalho constatou que a Lei das Sociedades por Ações não está inteiramente preparada para uma realidade em que nem sempre haverá um acionista controlador definido e em que o acionista minoritário nem sempre será um pequeno e pouco informado investidor, mas eventualmente um investidor institucional, com escala e recursos suficientes para efetivamente processar as informações divulgadas pela companhia e interferir em sua gestão.

No mesmo passo, constatou-se também que a ideia da realização de assembleias que deixem de ser delimitadas no espaço e no tempo, e que não mais dependam da interação física e simultânea de seus participantes, perfeitamente aceitável na atual dimensão das interações sociais, está ainda longe de ser consistentemente recepcionada pela legislação societária nacional.

Uma análise abrangente dos efeitos para o mercado Brasileiro dos limites de uma magistral, mas já trintária lei societária, em contraste com o impacto do desenvolvimento financeiro e tecnológico experimentado pelo mundo em anos recentes, já era, assim, mais do que devida.

Este estudo procurou, assim, fazer frente a essa necessidade ao identificar alguns dos sinais de defasagem da lei societária e colocá-los em discussão.

Tratou-se, enfim, de um projeto de preparação, pesquisa, organização, montagem e reflexão com efeitos pessoais gratificantes. O esforço foi intenso e o aprendizado, proporcional.

A satisfação do autor será tão mais completa, no entanto, quanto mais útil for este trabalho para aqueles que estudam e aplicam o direito societário, e quanto mais de seu próprio aprendizado possa ser partilhado com estes últimos.

*

BIBLIOGRAFIA

1. ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Responsabilidade civil dos administradores de s/a e as ações correlatas*, Saraiva, São Paulo, 2009.
2. AFONSO, Daniela Gomes, *Parecer cvm de 16.4.2002: critérios para a eleição de membros do conselho de administração de s/a aberta, após a lei 10.303/2001*, in *RDM*, n. 126, 2002, pp. 193 e ss..
3. ALAGNA, Sergio, *Il presidente dell'assemblea nella società per azioni*, Giuffrè, Milão, 2005.
4. ALBORCH BATALLER, Carmen, *El derecho de voto del accionista: supuestos especiales*, Tecnos, Madrid, 1977.
5. ALDRIGHI, Dante, OLIVEIRA, Alessandro Vinícius Marques de, *The influence of ownership and control structures on the firm performance: evidence from brazil*, 2007, disponível em www.ssrn.com.
6. ALEXANDER, Frederick H., *Reining in good intentions: common law protections of voting rights*, in *Delaware journal of corporate law*, v. 26, 2001, pp. 897 e ss..
7. ANTUNES, José Augusto Quelhas Lima Engrácia, *Os direitos dos sócios da sociedade-mãe na formação e direcção dos grupos societários*, Universidade Católica Portuguesa, Porto, 1994.
8. ARISTÓTELES, *A política*, Chaves, Nestor Silveira (trad.), Edipro, São Paulo, 1995.
9. ARNOLD, R. Douglas, *The Logic of congressional action*, Yale University Press, New Haven, 1990.
10. ASCARELLI, Tullio, *Corso di diritto commerciale*, Giuffrè, Milão, 1962.
11. ASCARELLI, Tullio, *In tema di diritto di voto con azioni date in pegno e di sindacati azionari*, in *Studi in tema di società*, Giuffrè, Milão, 1952.
12. ASCARELLI, Tullio, *L'interesse sociale dell'art. 2441 C.C., la teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazione assembleari*, in *Rivista delle società*, 1956, pp. 93 e ss..
13. ASCARELLI, Tullio, *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, Saraiva, São Paulo, 1945.
14. ASCARELLI, Tullio, *Problemi giuridici*, Giuffrè, Milão, 1959.
15. ASCARELLI, Tullio, *Saggi di diritto commerciale*, Giuffrè, Milão, 1955.

16. ASCARELLI, Tullio, *Sui poteri della maggioranza nella società per azioni ed alcuni loro limiti*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1953, pp. 169 e ss..
17. ASHRAF, Rasha, JAYARAMAN, Narayanan, *Determinants and consequences of proxy voting by mutual funds on shareholder proposals*, 2007, disponível em www.ssrn.com.
18. ASQUINI, Alberto, *I battelli del reno*, in *Rivista delle società*, 1959, p. 617.
19. ASQUINI, Alberto, *Profili dell'impresa*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, v. XLI, parte 1, 1943, p. 4 e ss..
20. ASQUINI, Alberto, *Usufrutto di quote e azioni* in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazione*, v. XLV, 1947, pp. 13 e ss..
21. AZEVEDO, Paulo Furquim de, *Contratos: uma perspectiva econômica*, in ZYLBERSTAJN, Décio, e SZTAJN, Rachel, (orgs.), *Direito & economia*, Elsevier, Rio de Janeiro, 2005, pp. 112 e ss..
22. AZOFRA-PALENZUELA, Valentin, LÓPEZ ITURRIAGA, Félix J., GAITE, Fernando Tejerina, *Banks as shareholders: the spanish model of corporate governance*, in *Corporate governance: issues and challenges*, Nova Science, Nova Iorque, 2008, pp. 55 e ss..
23. BACHMANN, Gregor, *Registered shares, proxy voting, and german corporate governance*, in *Wertpapiermitteilungen*, v. 53, 1999, pp. 2100 e ss..
24. BAGLIONI, Angelo S., *Shareholders' agreements and voting power: evidence from italian listed firms*, 2008, disponível em www.ssrn.com.
25. BAINBRIDGE, Stephen M., *The case for limited shareholder voting rights*, in *Ucla law review*, v. 53, 2006, pp. 601 e ss..
26. BAINBRIDGE, Stephen M., *The scope of the sec's authority over shareholder voting rights*, 2007, disponível em www.ssrn.com.
27. BAINBRIDGE, Stephen M., *Shareholder activism and institutional investors*, 2005, disponível em www.ssrn.com.
28. BALACHANDRAN, Sudhakar V., JOOS, Peter R., WEBER, Joseph Peter, *Do voting rights matter? evidence from the adoption of equity-based compensation plans*, 2003, disponível em www.ssrn.com.
29. BAUMS, Theodor, *Germany*, in BAUMS, Theodor, WYMEERSCH, Eddy, *Shareholder voting rights and practices in europe and the united states*, Kluwer Law International, Londres, Cambridge, 1999, pp. 109 e ss..

30. BAUMS, Theodor, *Shareholder representation and proxy voting in the european union: a comparative study*, 1997, disponível em www.ssrn.com.
31. BAUMS, Theodor, SCHMITZ, Rainer, *Shareholder voting in germany*, 1999, disponível em www.ssrn.com.
32. BAUMS, Theodor, WYMEERSCH, Eddy, *Shareholder voting rights and practices in europe and the united states*, Kluwer Law International, Londres, Cambridge, 1999.
33. BEBCHUK, Lucian A., *Designing a shareholder access rule*, in *Corporate governance advisor*, v. 12, 2004, pp. 28 e ss..
34. BEBCHUK, Lucian A., *Symposium on corporate elections*, 2003, disponível em www.ssrn.com.
35. BEBCHUK, Lucian A., *The business roundtable's untenable case against shareholder access. shareholder access to the corporate ballot*, in *Case western reserve law review*, v. 55, n. 3, 2005, pp. 557 e ss..
36. BEBCHUK, Lucian A., *The case against board veto in corporate takeovers*, in *The university of Chicago law review*, v. 69, 2002, pp. 973 e ss..
37. BEBCHUK, Lucian A., *The case for shareholder access to the ballot*, in *The business lawyer*, v. 59, 2003, pp. 43 e ss..
38. BEBCHUK, Lucian A., *The debate on contractual freedom in corporate law*, in *Columbia law review*, v. 89, 1989, pp. 1395 e ss..
39. BEBCHUK, Lucian A., EISENHOFER, Jay W., GRANT, Stuart M., BARRY, Michael J., DELEEUEW, P. Bradford, *On the validity of poison pill by-laws*, 2006, disponível em www.ssrn.com.
40. BEBCHUK, Lucian, FRIED, Jesse, *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press, Cambridge, 2004.
41. BEBCHUK, Lucian A., HIRST, Scott, *Private ordering and the proxy access debate*, in *The business lawyer*, v. 65, n. 2, 2010, pp. 329 e ss..
42. BEBCHUK, Lucian A., HIRST, Scott, *The harvard law school proxy access roundtable*, 2010, disponível em www.ssrn.com.
43. BEBCHUK, Lucian A., KAHAN, Marcel, *A framework for analyzing legal policy towards proxy contests*, in *California law review*, v. 78, 1990, pp. 1071 e ss..
44. BEBCHUK, Lucian A., KAMAR, Ehud, *Bundling and entrenchment*, in *Harvard law review*, v. 123, n. 7, 2010, pp. 1551 e ss..
45. BECHT, Marco, BOEHMER, Ekkehart, *Voting control in german corporations*, in *International review of law and economics*, v. 23, 2003, pp. 1 e ss..

46. BELINFANTI, Tamara C., *The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control*, in *Stanford journal of law, business and finance*, v. 14, 2009, pp. 384 e ss..
47. BELOT, François, *Shareholder agreements and firm value: evidence from french listed firms*, 2008, disponível em www.ssrn.com.
48. BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C., *The modern corporation and private property*, Transaction Publishers, New Brunswick , 1991.
49. BERNSTEIN, Sheldon E., FISCHER, Henry G., *The regulation of the solicitation of proxies: some reflections on corporate democracy*, in *University of chicago law review*, n. 7, 1939-1940, pp. 226 e ss..
50. BERTINI, Alessandro, *Contributo allo studio delle situazione giuridiche degli azionisti*, Giuffrè, Milão, 1951.
51. BLACK, Bernard S., *Shareholder passivity reexamined*, in *Michigan law review*, v. 89, 1990, pp. 520 e ss..
52. BLACK, Bernard S., CARVALHO, Antonio Gledson de, GORGA, Erica, *The corporate governance of privately controlled brazilian firms*, in *Revista brasileira de finanças*, v. 7, n. 4, 2009, pp. 385 e ss..
53. BOITEUX, Fernando Netto, *Responsabilidade civil do acionista controlador e da sociedade controladora*, Forense, Rio de Janeiro, 1988.
54. BOITEAUX, Fernando Netto, *Voto minoritário e quorum na assembléia geral da sociedade anônima*, in *RDM*, n. 75, 1989, p. 100 e ss..
55. BORGES, Mark A., *Riskmetrics issues policy updates for 2010 proxy season (Practising Law Institute Compensation Committees 2010: Performing in the Spotlight)*, in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, v. 1822, 2010, pp. 81 e ss..
56. BORGES, Mark A., *Sec adopts disclosure enhancements in time for 2010 proxy season (Practising Law Institute Compensation Committees 2010: Performing in the Spotlight)*, in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, v. 1822, 2010, pp. 143 e ss..
57. BROWN JR, J. Robert, *Majority voting, delaware statutory reform, and shareholder access to the proxy statement: a comment to the securities and exchange commission*, 2009, disponível em www.ssrn.com.

58. BUCHANAN, Bonnie, NETTER, Jeffry M., YANG, Tina, *Are shareholder proposals an important corporate governance device? evidence from us and uk shareholder proposals*, 2010, disponível em www.ssrn.com.
59. BUCHANAN, Bonnie, NETTER, Jeffry M., YANG, Tina, *Proxy rules and proxy practices: an empirical study of us and uk shareholder proposals*, 2009, disponível em www.ssrn.com.
60. BULGARELLI, Waldirio, *Deliberar não deliberar é deliberar?*, in *Questões de direito societário*, RT, São Paulo, pp. 81 e ss..
61. BULGARELLI, Waldirio, *Questão referente a livros societários e documentos relativos à presença e às deliberações das assembleias-gerais - irregularidades de menor monta que não se confundem com falsidade nem justificam a sua anulação*, in *RDM*, n. 114, 1999, pp. 253 e ss..
62. BULGARELLI, Waldirio, *Regime jurídico do conselho fiscal das s/a*, Renovar, Rio de Janeiro, 1998.
63. BULGARELLI, Waldirio, *Sociedade anônima - ação visando à declaração de nulidade de assembleias que elegeram o conselho fiscal (25.4.77) e a nova diretoria (2.5.78) e aprovou o novo estatuto social (31.10.77). medida cautelar deferida. demandas acolhidas em ambas as instâncias*, in *RDM*, n. 45, 1982, pp. 72 e ss..
64. BULGARELLI, Waldirio, *Sociedade anônima - anulação de deliberação tomada em assembleia geral extraordinária - estatuto da companhia fechada pode estabelecer "quorum" maior para certas deliberações, desde que especifique as matérias*, in *RDM*, n. 57, 1985, pp. 73 e ss..
65. BULGARELLI, Waldirio, *Sociedade comercial - anônima - assembleia geral ordinária - aprovação das contas da empresa mediante simulação de venda de ações - anulação*, in *RDM*, n. 59, 1985, pp. 95 e ss..
66. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *Finanças e demonstrações financeiras da companhia*, Forense, Rio de Janeiro, 1989.
67. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, ROSMAN, Luiz Alberto Colonna, *Aprovação das demonstrações financeiras, tomada de contas dos administradores e seus efeitos. Necessidade de prévia anulação da deliberação que aprovou as contas dos administradores para a propositura de ação de responsabilidade*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, ARAGÃO, Leandro Santos de, (orgs.), *Sociedade anônima - 30 anos da lei 6.404/76*, Quartier Latin, São Paulo, 2007, pp. 41 e ss..

68. BURKART, Mike C., LEE, Samuel, *The one share - one vote debate: a theoretical perspective*, 2007, disponível em www.ssrn.com.
69. CAMARA, K. A. D. Alejandro Danao, *Shareholder voting and the bundling problem in corporate law*, in *Wisconsin law review*, 2004, pp. 1425 e ss..
70. CAMINHA, Unie, *Dissolução parcial de s.a. - quebra da "affectio societatis" - apuração dos haveres*, in *RDM*, n. 114, 1999, pp. 174 e ss..
71. CANE, Marilyn B., SILVA, Stacey L., *Shareholder democracy and the sec's proxy rules: in the boardroom*, in *Fordham journal of corporate and financial law*, v. 15, 2009, 241 e ss..
72. CANTIDIANO, Luiz Leonardo, *Direito societário e mercado de capitais*, Renovar, Rio de Janeiro, 1994.
73. CANTIDIANO, Luiz Leonardo, *Reforma da lei das s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2002.
74. CARVALHO, Antonio Gledson de, PENNACCHI, George G., *Can a stock exchange improve corporate behavior? evidence from firms' migration to premium listings in brazil*, 2005, disponível em www.ssrn.com.
75. CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier, *Tratado de direito comercial brasileiro*, v. 3, ed. 6, Freitas Bastos, Rio de Janeiro e São Paulo, 1958.
76. CARVALHOSA, Modesto, *As poison pills estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e ARAGÃO, Leandro Santo de (coord.), *Direito societário: desafios atuais*, Quartier Latin, São Paulo, 2009, pp. 19 e ss..
77. CARVALHOSA, Modesto, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 2, ed. 4, Saraiva, São Paulo, 2009.
78. CARVALHOSA, Modesto, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 3, ed. 4, Saraiva, São Paulo, 2009.
79. CARVALHOSA, Modesto, EIZIRIK, Nelson, *Estudos de direito empresarial*, Saraiva, São Paulo, 2010.
80. CARVALHOSA, Modesto, *O dissidente é sócio e não mero credor*, in *Revista dos tribunais*, n. 528, 1979, pp. 47 e ss..
81. CARY, de William L., *Federalism and corporate law: reflections upon delaware*, in *The Yale Law Journal*, v. 83, n. 4, março de 1974, pp. 663 e ss..
82. CASSOTTANA, Marco, *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 120, Giuffrè, Milão, 1991.

83. CHAPELLE, Ariane, SZAFARZ, Ariane, *Controlling firms through the majority voting rule*, 2005, disponível em www.ssrn.com.
84. CHIANTI, Antonietta, *L'ostruzionismo nell'assemblea delle società per azioni*, Giuffrè, Milão, 2000.
85. CHOI, Stephen J., FISCH, Jill E., KAHAN, Marcel, *Director elections and the influence of proxy advisors*, 2008, disponível em www.ssrn.com.
86. CHOI, Stephen, FISCH, Jill, KAHAN, Marcel, *The power of proxy advisors: myth or reality?*, in *Emory law journal*, v. 59, 2010, pp. 869 e ss..
87. CHOPER, Jesse H., EISENBERG, Melvin A., *Corporations*, Thomson, Chicago, 2005.
88. CINTRA, Maria Lucia de Araújo, *Sociedade comercial - anônima - assembléia geral - representação de acionista - mandatário legalmente impedido de votar a matéria em debate - impossibilidade - inteligência do art. 126, § 1º, da lei 6.404/76 - recurso extraordinário não conhecido*, in *RDM*, n. 43, 1981, pp. 86 e ss..
89. CIVERRA, Enrico, *L'assemblea dei soci nelle società di capitali: delibere e invalidità*, Giuffrè, Milão, 2011.
90. CLARK, Robert Charles, *Corporate law*, Aspen Law & Business, Nova Iorque, 1986.
91. CLARK, Robert Charles, *Vote buying and corporate law*, in *Case west. l. rev.*, n. 29, 1979, pp. 776 e ss..
92. COFFEE JR., John C., *The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control*, in *Yale law journal*, n. 111, 2001, pp. 1 e ss..
93. COFFEE JR., John C., SELIGMAN, Joel, SALE, Hillary A., *Securities regulation: cases and materials*, ed. 10, Foundation Press, Nova Iorque, 2007.
94. COFFEE JR., John C., SELIGMAN, Joel, SALE, Hillary A., *Securities regulation: cases and materials*, ed. 10, 2008 supplement, Foundation Press, Nova Iorque, 2008.
95. COHEN, Jonathan, *Negative voting: why it destroys shareholder value and a proposal to prevent it*, *Harvard journal on legislation*, v. 45, n. 1, 2008, pp. 237 e ss..
96. COMPARATO, Fábio Konder, *A natureza da sociedade anônima e a questão da derogabilidade das regras legais de "quorum" nas assembléias gerais e reuniões do conselho de administração*, in *RDM*, n. 27, 1978, pp. 89 e ss..
97. COMPARATO, Fábio Konder, *Abuso de controle em grupo societário de fato: remédio jurídico cabível*, in *Direito empresarial: estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 292 e ss..

98. COMPARATO, Fábio Konder, *Alienação de bens do ativo permanente: legitimação para a prática do ato. ratificação em assembléia: legitimação para o voto*, in *Ensaaios e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1978, pp. 16 e ss..
99. COMPARATO, Fábio Konder, *Aspectos jurídicos da macro-empresa*, RT, São Paulo, 1970.
100. COMPARATO, Fábio Konder, *Competência privativa do conselho de administração para designação de diretores, em companhia aberta - ineficácia de cláusula do contrato social da holding, ou de eventual acordo de acionistas, para regular a matéria*, in *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1981, pp. 88 e ss..
101. COMPARATO, Fábio Konder, *Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial*, in *Direito empresarial: estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 81 e ss..
102. COMPARATO, Fábio Konder, *Da imprescritibilidade da ação direta de nulidade de norma estatutária de sociedade anônima*, in *RDM*, n. 29, 1978, pp. 57 e ss..
103. COMPARATO, Fábio Konder, *Direito de recesso do acionista: cabimento, na hipótese de alteração nas preferências ou vantagens das ações preferenciais*, in *Direito empresarial: estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 215 e ss..
104. COMPARATO, Fábio Konder, *Eficácia dos acordos de acionistas*, in *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1981, pp. 74 e ss..
105. COMPARATO, Fábio Konder, *Eleição de diretores em companhia aberta. validade e eficácia de reuniões do conselho de administração de sociedade anônima. quorum deliberativo em assembléias gerais de companhia aberta*, in *Direito empresarial: estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 181 e ss..
106. COMPARATO, Fábio Konder, *Funções e disfunções do resgate acionário*, in *RDM*, n. 73, 1989, pp. 66 e ss..
107. COMPARATO, Fábio Konder, *Grupo societário fundado em controle contratual e abuso de poder do controlador*, in *Direito empresarial: estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 270 e ss..
108. COMPARATO, Fábio Konder, *Incorporação de companhia aberta, subsequente à aquisição de seu controle acionário por operação registrada em bolsa de valores - exceção ao regime especial do art. 264 da lei de sociedades por ações - ilegitimidade dos acionistas da incorporada para pleitear judicialmente a anulação*

- da assembléia da incorporadora*, in *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1981, pp. 204 e ss..
109. COMPARATO, Fábio Konder, *Ineficácia de estipulação, em acordo de acionistas, para eleição de diretores, em companhia com conselho de administração*, in *Direito empresarial: estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 174 e ss..
110. COMPARATO, Fábio Konder, *Insider trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais*, in *Ensaio e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1978, pp. 3 e ss..
111. COMPARATO, Fábio Konder, *Natureza jurídica do balanço*, in *Ensaio e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1978, pp. 29 a 37.
112. COMPARATO, Fábio Konder, *O direito ao lucro nos contratos sociais*, in *Direito empresarial – estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 150 e ss..
113. COMPARATO, Fábio Konder, *Reflexões sobre a dissolução judicial de sociedade anônima por impossibilidade de preenchimento do fim social*, in *RDM*, n. 96, 1994, pp. 67 e ss..
114. COMPARATO, Fábio Konder, *Restrições à circulação de ações em companhia fechada: nova et vetera*, in *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1981, pp. 32 e ss..
115. COMPARATO, Fábio Konder, *Usufruto acionário e quase-usufruto. limites aos direitos do usufrutuário*, in *Ensaio e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1978, pp. 68 e ss..
116. COMPARATO, Fábio Konder, *Validade e eficácia de acordo de acionistas. execução específica e suas estipulações*, in *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1981, pp. 52 e ss..
117. COMPARATO, Fábio Konder, *Valor de reembolso das ações do acionista dissidente*, in *Direito empresarial: estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 223 e ss..
118. COMPARATO, Fábio Konder, SALOMÃO FILHO, Calixto, *O poder de controle na sociedade anônima*, ed. 5, Forense, Rio de Janeiro, 2008.
119. CONYON, Martin J., SADLER, Graham, *Shareholder voting and directors' remuneration report legislation: say on pay in the uk*, 2009, disponível em www.ssrn.com.
120. CORRÊA, Raphael Nehin, *Livre manifestação de voto de acionista em assembleias gerais*, in *RDM*, n. 105, 1997, pp. 190 e ss..

121. CÔRREA LIMA, Osmar Brina, *Direito de voto na sociedade anônima*, in *RT*, n. 530, 1979, pp. 26 e ss..
122. COSTA, Philomeno J. da, *As partes beneficiárias*, São Paulo, Saraiva, 1965.
123. COTTER, James F., PALMITER, Alan R., THOMAS, Randall S., *Iss recommendations and mutual fund voting on proxy proposals*, in *Villanova law review*, v. 108, 2010, pp. 1 e ss..
124. COZIAN, Maurice et al., *Droit des sociétés*, ed. 18, Litec, Paris, 2005.
125. CREMERS, Martijn, ROMANO, Roberta, *Institutional investors and proxy voting: the impact of the 2003 mutual fund voting disclosure regulation*, 2007, disponível em www.ssrn.com.
126. CURZAN, Myron P., PELESH, Mark. L., *Revitalizing corporate democracy: control of investment managers' voting on social responsibility proxy issues*, in *Harvard law review*, v. 93, 1980, pp. 670 e ss..
127. CZIRAKI, Peter, RENNEBOOG, Luc, SZILAGYI, Peter G., *Shareholder activism through proxy proposals: the european perspective*, 2009, disponível em www.ssrn.com.
128. DAMODARAN, Aswath, *The value of control: implications for control premia, minority discounts and voting share differentials*, 2005, disponível em www.ssrn.com.
129. DAVIES, Paul L., *A note on labour and corporate governance in the u.k.*, in HOPT, Klaus J., KANDA, Hideki, ROE, Mark J., WYMEERSCH, Eddy, PRIGGE, S. (coord.), *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Clarendon Press, Oxford, 1998, pp. 373 e ss..
130. DAVIES, Paul L., *The united kingdom*, in BAUMS, Theodor, WYMEERSCH, Eddy, *Shareholder voting rights and practices in europe and the united states*, Kluwer Law International, Londres, Cambridge, 1999, pp. 331 e ss..
131. DAVIS, Gerald F., KIM, E. Han, *Would mutual funds bite the hand that feeds them? business ties and proxy voting*, 2005, disponível em www.ssrn.com.
132. DE JONGH, Matthijs, *Shareholder activists avant la lettre: the complaining shareholders in the dutch east india company*, 2008, disponível em www.ssrn.com.
133. DELMAN, Jeremy Ryan, *Structuring say-on-pay: a comparative look at global variations in shareholder voting on executive compensation*, in *Columbia business law review*, v. 2010, 2010, pp. 583 e ss..
134. DIONYSIA, Katelouzou, *Myths and realities of hedge fund activism: some empirical evidence*, in *Virginia law & business review*, n. 7, 2013, pp. 459 e ss..

135. DYCK, Alexander, ZINGALES, Luigi, *Private benefits of control: an international comparison*, in *The journal of finance*, v. LIX, n. 2, 2004, p. 537 e ss..
136. DOMINGUES, Paulo de Tarso, *Do capital social, noção, princípios e funções*, Coimbra Editora, Coimbra, 1998.
137. DUAN, Ying, *The role of mutual funds in corporate governance: evidence from mutual funds' proxy voting and trading behavior*, 2008, disponível em www.ssrn.com.
138. DUFFY, Michael J., *Shareholder democracy or shareholder plutocracy? corporate governance and the plight of small shareholders*, in *U. new s. wales law journal*, n. 25, 2002, pp. 434 e ss..
139. DUNLAVY, Colleen A., *Corporate governance in nineteenth-century europe and the usa: the case of shareholder voting rights*, 1997, disponível em www.ssrn.com e em HOPT, Klaus J., KANDA, Hideki, ROE, Mark J., WYMEERSCH, Eddy, PRIGGE, S. (coord.), *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Clarendon Press, Oxford, 1998.
140. DUNLAVY, Colleen A., *Social conceptions of the corporation: insights from the history of shareholder voting rights*, in *Washington and lee law review*, v. 63, 2006, pp. 1347 e ss..
141. EASTERBROOK, Frank, *Two agency-cost explanations of dividends*, in *The american economic review*, v. 74, n. 4, set., 1984, pp. 650 e ss..
142. EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel R., *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, Cambridge, 1996.
143. EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel R., *Voting in corporate law*, in *Journal of law and economics*, v. 36, n. 2, 1983, pp. 395 e ss..
144. ECKBO, B. Espen, *The government as active shareholder*, 2009, disponível em www.ssrn.com.
145. EDELMAN, Paul H., THOMAS, Randall S., *Corporate voting and the takeover debate*, in *Vanderbilt law review*, v. 58, 2005, pp. 453 e ss..
146. EIZIRIK, Nelson, *Conselho fiscal*, in LOBO, Jorge (org.), *Reforma da lei das sociedades anônimas*, Forense, Rio de Janeiro, 2003, pp. 453 e ss..
147. EIZIRIK, Nelson, *Emissão de debêntures*, in *RDM*, n. 101, 1995.
148. EIZIRIK, Nelson, *O mito do controle gerencial. alguns dados empíricos*, in *RDM*, n. 66, 1987, pp. 103 e ss..

149. EIZIRIK, Nelson, *Questões de direito societário e mercado de capitais*, Forense, Rio de Janeiro, 1987.
150. EIZIRIK, Nelson, *Reforma das s.a. e do mercado de capitais*, Renovar, Rio de Janeiro, 1997.
151. EIZIRIK, Nelson, BASTOS, Aurélio Wander, *Mercado de capitais e s/a – jurisprudência*, CNBV-CODIMEC, Belo Horizonte e Rio de Janeiro, 1987.
152. EIZIRIK, Nelson, CARVALHOSA, Modesto, *A nova lei das s/a*, Saraiva, São Paulo, 2002.
153. EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas, *Mercado de capitais – regime jurídico*, Renovar, Rio de Janeiro, 2008.
154. ELST, Christoph Van der, *Shareholder mobility in five european countries*, 2008, disponível em www.ssrn.com.
155. ENRIQUES, Luca, GATTI, Matteo, *The uneasy case for top-down corporate law harmonization in the european union*, in *University of pennsylvania journal of international economic law*, v. 27, 2006, pp. 939 e ss..
156. ESTACA, José Nuno Marques, *O interesse da sociedade nas deliberações sociais*, Almedina, Coimbra, 2003.
157. FAIRFAX, Lisa M., *Delaware's new proxy access: much ado about nothing?*, in *Transactions: the tennessee journal of business law*, v. 11, 2009, pp. 87 e ss..
158. FAIRFAX, Lisa M., *Shareholder democracy: a primer on shareholder activism and participation*, Carolina Academica Press, Durham, 2011.
159. FAIRFAX, Lisa M., *Virtual shareholder meetings reconsidered*, in *Seton hall law review*, v. 40, 2010, pp. 1367 e ss..
160. FALCONE, Vincent, *Majority voting in director elections: a simple, direct, and swift solution?*, in *Columbia business law review*, v. 2007, 2007, p. 844 e ss..
161. FELSANI, Fabiana Massa, *Il ruolo del presidente nell'assemblea della s.p.a.*, Giuffrè, Milão, 2004.
162. FERRARINI, Guido, HOPT, Klaus J., WYMEERSCH, Eddy, *Capital markets in the age of the euro: cross-border transactions, listed companies and regulation*, Kluwer Law International, Londres, Cambridge, 2002.
163. FERREIRA, Waldemar, *Tratado de direito comercial*, v. 4, ed. Saraiva, Saraiva, São Paulo, 1961.
164. FERRI, Giuseppe, *Le società*, ed. 2, Utet, Torino, 1985.

165. FERRI, Giuseppe, *L'esercizio del voto nel pegno di azioni*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, v. XXXVI, 1938.
166. FERRO-LUZZI, Paolo, *I contratti associativi*, Giuffrè, Milão, 2001.
167. FISCH, Jill E., *From legitimacy to logic: reconstructing proxy regulation*, in *Vand. law review*, v. 46, 1993, pp. 1129 e ss..
168. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Acionista controlador: impedimento ao direito de voto*, in *RDM*, n. 125, 2002, pp. 139 e ss..
169. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, ADAMEK, Marcelo Vieira von, *"Affectio societatis": um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de "fim social"*, in FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Temas de societário, falimentar e teoria da empresa*, Malheiros, São Paulo, 2009, pp. 27 e ss..
170. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Anulação de assembléia de transformação de sociedade anônima*, in *RDM*, n. 119, 2000, pp. 255 e ss..
171. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Conflito de interesses: formal ou substancial? Nova decisão da cvm sobre a questão*, in *RDM*, n. 128, 2002, pp. 225 e ss..
172. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Conflito de interesses nas assembleias de s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1993.
173. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Ilegitimidade de parte e falta de interesse processual da companhia para requerer a anulação das próprias deliberações*, in FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Temas de societário, falimentar e teoria da empresa*, Malheiros, São Paulo, 2009, pp. 378 e ss..
174. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidade das deliberações de assembleias das s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1999.
175. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidade de deliberações conexas de companhia*, in *RDM*, n. 145, 2007, pp. 255 e ss..
176. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Legitimação do sócio da sociedade controladora para pleitear a anulação de assembléia da controlada subsidiária integral*, in *RDM*, n. 129, 2003, pp. 229 e ss..
177. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Lineamentos da reforma do direito societário italiano em matéria de invalidade das deliberações assembleares*, in *RDM*, n. 134, 2004, pp. 12 e ss..

178. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Da invalidade da deliberação assemblear contrastante com as regras de fixação de preço de emissão de ações (LSA, art. 170, § 1º)*, in *RDM*, n. 161/162, pp. 17 e ss..
179. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, PEREIRA NETO, Edmur A. Nunes, *Sociedade anônima – fraude à lei – alteração dos estatutos com o intuito de evitar que acionistas preferencialistas adquiram o direito de voto às vésperas de completar o terceiro exercício social sem o pagamento de dividendos – abuso de poder de controle*, in *RDM*, n. 133, 2004, pp. 259 e ss..
180. FREITAS, Ricardo de Santos, *Sociedade anônima - empresa de radiodifusão e telecomunicação - exigência do órgão público fiscalizador - comprovação da nacionalidade brasileira dos acionistas - deliberação assemblear de venda das ações que não atenderam à convocação - ilegalidade*, in *RDM*, n. 104, 1996, pp. 127 e ss..
181. FRONTINI, Paulo Salvador, *Sociedade anônima: a questão do voto múltiplo*, in *RDM*, n. 113, 1999, pp. 68 e ss..
182. GADINIS, STAVROS, *Is investor protection the sec's top priority? evidence from enforcement against broker-dealers*, disponível em <http://law.bepress.com>.
183. GALGANO, Francesco, *Diritto commerciale – le società*, ed. 16, Zanichelli, Bolonha, 2006.
184. GALGANO, Francesco, *Il principio di maggioranza nelle società personali*, Cedam, Padova, 1960.
185. GALGANO, Francesco, *La forza del numero e la legge della ragione. storia del principio di maggioranza*, Il Mulino, Bolonha, 2008.
186. GALGANO, Francesco, *Lex mercatoria*, Il Mulino, Bolonha, 2001.
187. GARGANTINI, Matteo, *Shareholder identification and voting in listed companies (identificazione dell'azionista ed esercizio del voto nelle società quotate)*, 2009, disponível em www.ssrn.com.
188. GEENS, Koen, CLOTTENS, Carl, *One share - one vote: fairness, efficiency and (the case for) eu harmonisation revisited*, in HOPT, Klaus J., GEENS, Koen (orgs.), *The european company law action plan revisited: reassessment of the 2003 priorities of the european commission*, Leuven University Press, Leuven, 2010, pp. 145 e ss..
189. GERUM, Elma, WAGNER, Helmut, *Economics of labor co-determination in view of corporate governance*, in HOPT, Klaus J., KANDA, Hideki, ROE, Mark J.,

- WYMEERSCH, Eddy, PRIGGE, S. (coord.), *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Clarendon Press, Oxford, 1998, pp. 341 e ss..
190. GIERKE, Otto von, *Sulla storia del principio di maggioranza* (sem referência ao tradutor), in *Rivista delle società*, n. 6, fasc. 6, nov. a dez., 1961, pp. 1103 e ss..
 191. GILLAN, Kayla J., *Voting integrity: practices for investors and the proxy industry* (*Practising Law Institute Sixth Annual Directors' Institute on Corporate Governance; The Millstein Center for Corporate Governance and Performance: Policy Briefing no. 2*), in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, 2008, v. 1694, pp. 519 e ss..
 192. GILLAN, Stuart L., BETHEL, Jennifer E., *Corporate voting and the proxy process: managerial control versus shareholder oversight*, 2000, disponível em www.ssrn.com.
 193. GILSON, Ronald J., *Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy*, in *Harvard law review*, v. 119, n. 6, 2005, pp. 1642 e ss..
 194. GILSON, Ronald J., *Globalizing corporate governance: convergence of form or function*, in *American journal of comparative law*, n. 49, 2001, pp. 329 e ss..
 195. GILSON, Ronald J., GORDON, JEFFREY N., *Controlling controlling shareholders*, in *University of pennsylvania law review*, n. 152, 2003, pp. 785 e ss..
 196. GILSON, Ronald J, HANSMANN, Henry, PARGLENDER, Mariana, *Regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, the U.S. and the E.U.*, in *Stanford law review*, v. 63, 2011, pp. 475 e ss..
 197. GOLIA, Raffaele, *Partecipazione sociale: il diritto del socio al dividendo*, Pirola, Milão, 1972.
 198. GORDON, Jeffrey N., *Employee stock ownership in economic transitions: the case of united airlines*, in HOPT, Klaus J., KANDA, Hideki, ROE, Mark J., WYMEERSCH, Eddy, PRIGGE, S. (coord.), *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Clarendon Press, Oxford, 1998, pp. 387 e ss..
 199. GORDON, Jeffrey N., *Proxy contests in an era of increasing shareholder power: forget issuer proxy access and focus on e-proxy*, in *Vanderbilt law review*, v. 16, n. 2, 2008, pp. 299 e ss..
 200. GORDON, Jeffrey N., *'Say on pay': cautionary notes on the uk experience and the case for shareholder opt-in*, 2009, disponível em www.ssrn.com.

201. GORGA, Erica, *Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries*, in *Nw. j. int'l l. & bus.*, n. 29, 2009, pp. 439 e ss..
202. GOSHEN, Zohar, *Voting (sincerely) in corporate law*, in *Theoretical inquiries in law*, v. 2, 2001, pp. 815 e ss..
203. GRUNDFEST, Joseph A., *Advice and consent: an alternative mechanism for shareholder participation in the nomination and election of corporate directors*, 2003, disponível em www.ssrn.com.
204. GRUNDFEST, Joseph A., *Measurement issues in the proxy debate*, 2010, disponível em www.sec.gov.
205. GRUNDFEST, Joseph A., *The sec's proposed proxy access rules: politics, economics, and the law*, in *Business lawyer*, v. 65, 2010, pp. 361 e ss..
206. GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Conflitos de interesse entre sociedade controladora e controlada e entre coligadas, no exercício do voto em assembléias gerais e reuniões sociais*, in *RDM*, n. 51, 1983, pp. 29 e ss..
207. GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Convocação de assembléia geral por acionista*, in *RDM*, n. 41, 1981, pp. 153 e ss..
208. GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Direito das minorias na sociedade anônima*, in *RDM*, n. 63, 1986, pp. 106 e ss..
209. GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *O Conselho fiscal e o direito à informação*, in *RDM*, n. 45, 1982, pp. 29 e ss..
210. GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *O usufruto de ações ao portador e a posição da companhia emissora*, in *RDM*, n. 39, 1980, pp. 84 e ss..
211. GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Problemas atuais das debêntures*, in *RDM*, n. 52, 1983, pp. 128 e ss..
212. GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Prova - testemunha - impedimento - dispensa pelo juiz - sociedade comercial - anônima - assembléia geral - contas da administração - aprovação fraudulenta - nulidade*, in *RDM*, n. 47, 1982, pp. 61 e ss..
213. GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Regime jurídico do capital autorizado*, Saraiva, São Paulo, 1984.
214. GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Sobre a interpretação do objeto social*, in *RDM*, n. 54, 1984, pp. 51 e ss..
215. GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Sociedade anônima - assembléia geral extraordinária de debêntures - emissão-conversão em ações preferenciais com e sem*

- direito de voto - direito de recesso dos acionistas minoritários*, in *RDM*, n. 93, 1994, pp. 114 e ss..
216. HADDAD, Luís Gustavo, *A proibição do pacto comissório no direito brasileiro*, tese de doutorado defendida na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2013.
 217. HANSMANN, Henry, KRAAKMAN, Reinier R., *The end of history for corporate law*, in *Georgetown law journal*, n. 89, 2001, pp. 439 e ss..
 218. HANSMANN, Henry, *The ownership of enterprise*, Harvard University Press, Cambridge, 2000.
 219. HART, Oliver D., *Incomplete contracts and the theory of the firm*, in WILLIAMSON, Oliver E., WINTER, Sidney G., (org.), *The nature of the firm – origins, evolution and development*, Oxford University Press, Nova Iorque, 1991, pp. 138 e ss..
 220. HART, Oliver D., MOORE, John, *Foundations of incomplete contracts*, in *review of economic studies*, v. 98, 1999, pp. 115 e ss..
 221. HART, Oliver D., MOORE, John, *Incomplete contracts and renegotiation*, in *Econometrica*, v. 56, 1988, pp. 755 e ss..
 222. HAYDEN, Grant M., BODIE, Matthew T., *Shareholder democracy and the curious turn toward board primacy*, in *William & mary law review*, v. 51, n. 6, 2010, pp. 2071 e ss..
 223. HAYEK, Friedrich A., *The constitution of liberty*, The University of Chicago Press, Chicago, 1960.
 224. HELWEGE, Jean, INTINTOLI, Vincent, ZHANG, Andrew (Jianzhong), *Voting with their feet or activism? institutional investors' impact on ceo turnover*, 2010, disponível em www.ssrn.com.
 225. HEURTEUX, Claude, *L'information des actionnaires et des épargnants – etude comparative*, in *Bibliothèque de droit commercial*, t. 1, Sirey, Paris, 1961.
 226. HOPT, Klaus J., *Deveres legais e conduta ética de membros do conselho de administração e de profissionais*, FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, KERTZER, Mauro Moisés (trad.), in *RDM*, n. 144, 2006, pp. 107 e ss..
 227. HOPT, Klaus J., *European company law and corporate governance: where does the action plan of the european commission lead?*, 2005, disponível em www.ssrn.com.
 228. HOPT, Klaus J., KANDA, Hideki, ROE, Mark J., WYMEERSCH, Eddy, PRIGGE, S. (coord.), *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Clarendon Press, Oxford, 1998.

229. HOPT, Klaus J., WYMEERSCH, Eddy, *Capital markets and company law*, Oxford University Press, Nova Iorque, 2003.
230. HOPT, Klaus J., WYMEERSCH, Eddy, KANDA, Hideki, BAUM, Harald, *Corporate governance in context: corporations, states, and markets in europe, japan, and the us*, Oxford University Press, Nova Iorque, 2006.
231. HOSHI, T., *Japanese corporate governance as a system*, in HOPT, Klaus J., KANDA, Hideki, ROE, Mark J., WYMEERSCH, Eddy, PRIGGE, S. (coord.), *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Clarendon Press, Oxford, 1998, pp. 847 e ss..
232. HU, Henry T. C., BLACK, Bernard, *Empty voting and hidden (morphable) ownership: taxonomy, implications, and reforms*, in *Business lawyer*, v. 61, 2006, pp. 1011 e ss..
233. HU, Henry T.C., BLACK, Bernard S., *Equity and debt decoupling and empty voting II: importance and extensions*, in *University of Pennsylvania Law Review*, v. 156, 2008, pp. 625 e ss..
234. HU, Henry T.C., BLACK, Bernard S., *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: empty voting and hidden (morphable) ownership*, in *Journal of corporate finance*, v. 13, 2007, pp. 343 e ss..
235. HU, Henry T.C., BLACK, Bernard S., *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, in *Southern california law review*, v. 79, 2006, pp. 811 e ss..
236. IGLESIAS-RODRIGUEZ, Pablo, *Electronic voting by shareholders in spain*, in *Journal of european company law*, v. 6, n. 1, 2009, pp. 20 e ss..
237. IWATANI, Masanobu, TAKI, Toshio, *Evolution of general shareholders' meetings in japan*, in *Nomura journal of capital markets*, v. 1, n. 1, 2009, pp. 1 e ss..
238. JAEGER, Pier Giusto, *Il bilancio d'esercizio delle società per azioni*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 27, ed. 2, Giuffrè, Milão, 1979.
239. JAEGER, Pier Giusto, *Il voto divergente nella società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1976.
240. JAEGER, Pier Giusto, *L'interesse sociale*, Giuffrè, Milão, 1964.
241. JAEGER, Pier Giusto, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giurisprudenza commerciale*, parte I, 2000.
242. JENSEN, Michael C. e RUBACK, Richard S., *The market for corporate control: the scientific evidence*, in *Journal of financial economics*, v. 11, 1983, pp. 5 e ss..
243. JENSEN, Michael C., *A theory of the firm*, Harvard University Press, Cambridge, 2003.

244. JENSEN, Michael C., *Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers*, in *American economic review papers and proceedings*, v. 76, 1986, pp. 323 e ss..
245. JENSEN, Michael C., *Takeovers: folklore and science*, 1984, disponível em www.ssrn.com.
246. JENSEN, Michael C., MECKLING, William H., *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of financial economics*, n. 3, fasc. 4, out., 1976, pp. 305 e ss..
247. KAHAN, Marcel, ROCK, Edward B., *The hanging chads of corporate voting*, in *Georgetown law journal*, v. 96, 2008, pp. 1227 e ss..
248. KANDA, H., *Comparative corporate governance – country report: japan*, in HOPT, Klaus J., KANDA, Hideki, ROE, Mark J., WYMEERSCH, Eddy, PRIGGE, S. (coord.), *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Clarendon Press, Oxford, 1998, pp. 921 e ss..
249. KANG, Michael S., *Voting as veto*, in *Michigan law review*, v. 108, 2010, pp. 1221 e ss..
250. KARMELO, Roberta S., *Voting power without responsibility or risk - how should proxy reform address the decoupling of economic and voting rights?*, in *Villanova law review*, v. 55, 2010, pp. 93 e ss..
251. KATZ, Avery W., *Contractual incompleteness: a transactional perspective*, in *Case Western reserve law review*, v. 56, 2005, pp. 169 e ss..
252. KRAAKMAN, Reinier R. et al., *The anatomy of corporate law – a comparative and functional approach*, Oxford University Press, Nova Iorque, 2004.
253. KRUGMAN, Paul, *The return of depression economics and the crisis of 2008*, W. W. Norton & Company, Nova Iorque, 2009.
254. KULPA, Andrew M., LONG, Butzel, *The wolf in shareholder's clothing: hedge fund use of cooperative game theory and voting structures to exploit corporate control and governance*, in *U.c. davis business law journal*, v. 6, 2005, pp. 4 e ss..
255. LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., *Corporate ownership around the world*, in *Journal of finance*, v. 54, 1999, pp. 471 e ss..
256. LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., *Legal determinants of external finance*, in *Journal of finance*, n. 52, 1997, pp. 1131 e ss..

257. LACERDA, J. C. Sampaio de, *Comentários à lei das sociedades anônimas*, v. 3, Saraiva, São Paulo, 1978.
258. LAMY FILHO, Alfredo, *A sociedade por ações e a empresa*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 1 e ss..
259. LAMY FILHO, Alfredo, *Abuso do direito de voto e conflito de interesses – interpretação do art. 115 e seu § 1º - o direito do voto do controlador*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 349 e ss..
260. LAMY FILHO, Alfredo, *Ações preferenciais com prioridade de reembolso - supressão do valor nominal - aquisição do direito de voto*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 313 e ss..
261. LAMY FILHO, Alfredo, *Ações preferenciais sem valor nominal*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 189 e ss..
262. LAMY FILHO, Alfredo, *Acordo de acionistas - averbação de intransferibilidade das ações - informações não divulgadas* in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 299 e ss..
263. LAMY FILHO, Alfredo, *Acordo de acionistas - observância dos administradores aos termos do acordo*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 323 e ss..
264. LAMY FILHO, Alfredo, *Aumento de quorum de instalação das ag - conceito de capital social - ações preferenciais*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 293 e ss..
265. LAMY FILHO, Alfredo, *Debêntures - conversibilidade em ações - opção assegurada à empresa emissora*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 305 e ss..
266. LAMY FILHO, Alfredo, *O conselho fiscal - abuso de minoria*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 225 e ss..
267. LAMY FILHO, Alfredo, *O estado empresário*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 121 e ss..
268. LAMY FILHO, Alfredo, *O princípio majoritário - os direitos essenciais do acionista*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 195 e ss..
269. LAMY FILHO, Alfredo, *Prioridade na participação nos lucros líquidos ou na participação dos dividendos - distinção da lei*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 235 e ss..
270. LAMY FILHO, Alfredo, *Sociedades associadas - exercício de voto em assembleias gerais - conflito de interesses - a prevalência do interesse social*, in *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 309 e ss..

271. LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *A lei das s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, ed. 3, 1997.
272. LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coords.), *Direito das companhias*, v. 1, Saraiva, Rio de Janeiro, 2009.
273. LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coords.), *Direito das companhias*, v. 2, Saraiva, Rio de Janeiro, 2009.
274. LAMY REGO, Marcelo, *Pedido de procuração para votar*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e ARAGÃO, Leandro Santo de (coord.), *Direito societário: desafios atuais*, Quartier Latin, São Paulo, 2009, pp. 316 e ss..
275. LAZZARINI, Sergio G., MUSACCHIO, Aldo, *Leviathan as a minority shareholder: a study of equity purchases by the brazilian national development bank (BNDES), 1995-2003*, 2011, disponível em www.ssrn.com.
276. LE CANNU, Paul, DONDERO, Bruno, *Droit des sociétés*, ed. 4, Montchrestien, Paris, 2012.
277. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *A composição da mesa da assembléia*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 117 e ss..
278. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *A conversão de debêntures em ações e o correspondente aumento do capital social*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 99 e ss..
279. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *A prévia deliberação assemblear como condição de legitimatio ad causam na ação social*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 461 e ss..
280. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Abuso da minoria em aumento de capital*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1211 e ss..
281. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Abuso de poder da minoria*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1243 e ss..
282. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Ação social derivada de responsabilidade civil dos administradores*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 705 e ss..
283. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Ações preferenciais exclusivamente com vantagens políticas*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 837 e ss..
284. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Acordo de acionistas a prazo indeterminado*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1141 e ss..
285. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Acordo de acionistas com promessa de fato de terceiro*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1101 e ss..

286. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Acordo de comando e poder compartilhado*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1309 e ss..
287. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Comentários à lei das sociedades anônimas*, v. 2, Saraiva, São Paulo, 1980.
288. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Conflito de interesses e vedação de voto nas assembleias das sociedades anônimas*, in *RDM*, n. 92, 1993, pp. 107 e ss..
289. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Conselho fiscal e as empresas de auditoria*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 597 e ss..
290. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Conselho fiscal e auditoria*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 911 e ss..
291. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Convalidação e revogação de deliberações assembleares*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1315 e ss..
292. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Conversão de ações e relação de substituição*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 437 e ss..
293. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Conversão de ações preferenciais em ordinárias*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 385 e ss..
294. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Da remuneração dos membros dos conselhos de administração*, in *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*, RT, São Paulo, 1989, pp. 179 e ss..
295. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Debêntures conversíveis em ações*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 777 e ss..
296. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Debêntures conversíveis em ações de sociedade controlada*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1083 e ss..
297. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Direito comercial: textos e pretextos*, José Bushatsky, São Paulo, 1976.
298. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Do direito do acionista ao dividendo*, Obelisco, São Paulo, 1969.
299. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Efeitos sobre terceiros de acordos de acionistas*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 123 e ss..
300. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Funcionamento do conselho fiscal nas companhias abertas*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1277 e ss..
301. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Impedimento de voto em assembleia*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 771 e ss..

302. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Inoponibilidade das restrições estatutárias aos poderes de representação dos administradores de sociedades anônimas*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 811 e ss..
303. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Mercado de capitais & insider trading*, RT, São Paulo, 1982.
304. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *O acordo de acionistas como negócio fiduciário*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1369 e ss..
305. LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros, *O direito de voto de ações gravadas com usufruto vitalício*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1357 e ss..
306. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Pacto de preferência em acordo de acionistas*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 277 e ss..
307. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Proibição de voto e conflito de interesse nas assembleias gerais*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 175 e ss..
308. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Remuneração dos administradores*, in *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*, RT, São Paulo, 1989, pp. 144 e ss..
309. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Restrições à livre transmissibilidade das ações no acordo de acionistas*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 233 e ss..
310. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Rompimento da boa-fé e conflito de interesses*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1475 e ss..
311. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Sucessão na relação obrigacional oriunda de acordo de acionistas*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 785 e ss..
312. LEAL, Ricardo P. C., CARVALHAL DA SILVA, Andre, *Corporate governance and value in brazil (and in chile)*, 2005, disponível em www.ssrn.com.
313. LEAL, Ricardo P. C., CARVALHAL DA SILVA, Andre (org.), *Governança corporativa – evidências empíricas no brasil*, Atlas, São Paulo, 2007.
314. LEASE, Ronald C., MCCONNELL, John J., MIKKELSON, Wayne H., *The market value of control in publicly-traded corporations*, in *Journal of Financial Economics*, n. 11, 1983, pp. 439 e ss..
315. LEDOUX, Patrick, *Le droit de vote des actionnaires*, L.G.D.J., Paris, 2002.
316. LEE, Michael, *Empty voting: private solutions to a private problem*, in *Columbia business law review*, v. 2007, 2007, pp. 883 e ss..
317. LEIST, Anna C., *Voting with their feet and dollars: the role of investors and the influence of the mutual fund market in regulating fees*, in *William and mary law review*, v. 51, 2009, pp. 261 e ss..

318. LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Voto por correspondência e realização telemática de reuniões de órgãos sociais*, in *Cadernos do mercado de valores mobiliários*, n. 24, 2006, pp. 256 e ss..
319. LEVIT, Doron, MALENKO, Nadya, *Non-binding voting for shareholder proposals*, in *Journal of finance*, 2010, pp. 1579 e ss..
320. LEVY, Haim, *Economic evaluation of voting stock*, in *The journal of finance*, v. 38, n. 1, 1983, pp. 79 e ss..
321. LILIENTHAL, Jesse W., *Corporate voting and public policy*, in *Harvard law review*, v. 10, 1897, pp. 428 e ss..
322. LISTOKIN, Yair, *Corporate voting vs. market price setting*, in *American law and economics review*, v. 11, 2009, pp. 608 e ss..
323. LOBO, Jorge, *Do exercício do direito de voto das ações preferenciais com dividendo diferenciado*, in *RDM*, n. 132, 2003, pp. 60 e ss..
324. LOBO XAVIER, Vasco da Gama, *Anulação de deliberação social e deliberações conexas*, Atlântida, Coimbra, 1976.
325. LORNE, Simon M., *Understanding how stockholder voting (doesn't) work (Practising Law Institute Pre-conference Briefing to the 39th Annual Institute on Securities Regulation: Shareholder Activism: Finding the Balance)*, in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, 2007, v. 1636, pp. 575 e ss..
326. LOSS, Louis, SELIGMAN, Joel, PAREDES, Troy, *Fundamentals of securities regulation*, ed. 5, 2008 supplement, Wolter Kluwer, Nova Iorque, 2008.
327. LUNARDI FILHO, Ferdinando César, *A remuneração dos administradores das sociedades anônimas*, dissertação de mestrado defendida na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2013.
328. MARCONDES, Sylvio, *Problemas de direito mercantil*, Max Limonad, São Paulo, 1970.
329. MARCONDES, Sylvio, *Questões de direito mercantil*, Saraiva, São Paulo, 1977.
330. MARINO, Daniela Ramos Marques, *O status socii*, in FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.), *Direito societário contemporâneo I*, Quartier Latin, São Paulo, 2009, pp. 163 e ss..
331. MAUG, Ernst G., *How effective is proxy voting? Information aggregation and conflict resolution in corporate voting contests*, 1999, disponível em www.ssrn.com.
332. MAUG, Ernst G., RYDQVIST, Kristian, *Do shareholders vote strategically? voting behavior, proposal screening, and majority rules*, disponível em www.ssrn.com.

333. MCBRIDE, David C., GIBBS, Danielle, *Interference with voting rights: the metaphysics of blasius industries v. atlas corp.*, in *Delaware journal of corporate law*, v. 26, 2001, pp. 927 e ss..
334. MENEZES CORDEIRO, António, *Manual de direito das sociedades*, v. 1 e 2, Almedina, Coimbra, 2004 e 2006.
335. MESSINEO, Francesco, *La struttura della società e il c.d. contratto plurilaterale*, in *Studi di diritto della società*, ed. 2, sem editora, Milão.
336. MESSINEO, Francesco, *Manuale di diritto civile e commerciale*, v. 1, ed. 7, Giuffrè, Milão, 1947.
337. MESSINEO, Francesco, *Società e scopo de lucro*, ed. 2, sem editora, Milão.
338. MESSINEO, Francesco, *Su taluni aspetti strutturali e funzionali dell'assemblea degli azionisti*, in *Nuovi studi di diritto delle società*, sem editora, Milão, 1961, pp. 213 e ss..
339. MIETZNER, Mark, SCHWEIZER, Denis, *Hedge funds vs. private equity funds as shareholder activists - differences in value creation*, 2007 disponível em www.ssrn.com.
340. MIGNOLI, Ariberto, *Le assemblee speciali*, Giuffrè, Milão, 1960.
341. MILL, John Stuart, *O governo representativo*, MONTEIRO, E. Jacy (trad.), ed. 3, Ibrasa, São Paulo, 1995, pp. 88 e 89.
342. MIRVIS, Theodore N., *Majority voting (Practising Law Institute: What All Business Lawyers & Litigators Must Know About Delaware Law Developments 2007)*, in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, 2007, v. 1599, pp. 311 e ss..
343. MITCHELL, Dalia Tsuk, *Shareholders as proxies: the contours of shareholder democracy*, in *Washington and lee law review*, v. 63, 2006, pp. 1503 e ss..
344. MIWA, Y., *The economics of corporate governance in japan*, in HOPT, Klaus J., KANDA, Hideki, ROE, Mark J., WYMEERSCH, Eddy, PRIGGE, S. (coord.), *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Clarendon Press, Oxford, 1998, pp. 877 e ss..
345. MORAES, Mauro Delphim de, *Incorporação - omissão no edital de convocação para assembléia geral extraordinária*, in *RDM*, n. 40, 1980, pp. 119 e ss..
346. MOREL, Lucas E., *The separation of ownership and control in modern corporations: shareholder democracy or shareholder republic?*, in *Washington and lee law review*, v. 63, 2006, pp. 1593 e ss..

347. MORGAN, Angela, POULSEN, Annette B., WOLF, Jack G., YANG, Tina, *Mutual funds as monitors: evidence from mutual fund voting*, 2009, disponível em www.ssrn.com.
348. MORRIS, Michelle D., *How to avoid a collision between the delaware annual meeting requirement and the federal proxy rules*, in *Delaware law review*, v. 10, 2008, pp. 213 e ss..
349. MORRISSEY, Richard C., *Director elections, proxy statements and say-on-pay: sec approves nyse rule eliminating broker discretionary voting in director elections and proposes rules expanding compensation and corporate governance disclosure and establishing shareholder say-on-pay requirements for tarp recipients (Practising Law Institute Ninth Annual Institute on Securities Regulation in Europe: A Contrast in Eu & U.S.)*, in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, 2010, v. 1783, pp. 963 e ss..
350. MORRISSEY, Richard C., *Shareholder proxy access (Practising Law Institute Seventh Annual Institute on Securities Regulation in Europe: A Contrast in EU & US Provisions)*, in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, v. 1643, 2008, pp. 629 e ss..
351. MOURNING, Joshua R., *The majority-voting movement: curtailing shareholder disenfranchisement in corporate director elections*, in *Washington university law review*, v. 85, 2007, pp. 1143 e ss..
352. MUELLER, Dennis, *Public choice III*, Cambridge University Press, Cambridge, 2003.
353. MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Aquisição de controle na sociedade anônima*, Saraiva, São Paulo, 2013.
354. MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.), *Direito societário: desafios atuais*, Quartier Latin, São Paulo, 2009, pp. 120 e ss..
355. MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Empresa contemporânea e direito societário - poder de controle e grupos de sociedades*, Juarez de Oliveira, São Paulo, 2002.
356. MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, AZEVEDO, Luís Andre de Moura (coord.), *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*, Quartier Latin, São Paulo, 2010, pp. 285 e ss..

357. MUSACCHIO, Aldo, *Experiments in financial democracy: corporate governance and financial development in brazil, 1882-1950 (studies in macroeconomic history)*, Cambridge University Press, Cambridge, 2009.
358. MUSACCHIO, Aldo, *Laws vs. contracts: legal origins, shareholder protections, and ownership concentration in brazil, 1890-1950*, 2008, disponível em www.ssrn.com.
359. MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel, *Reflexões sobre o direito de recesso na lei das sociedades por ações*, in LOBO, Jorge (org.), *Reforma da lei das sociedades anônimas*, Forense, Rio de Janeiro, 2003, pp. 285 e ss..
360. NENOVA, Tatiana, *The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis*, in *Journal of Financial Economics*, v. 68, 2001, pp. 325 e ss..
361. NETO, Pedro Marini, *A assembléia especial dos preferencialistas e os procedimentos de reestruturação das empresas*, in *RDM*, n. 114, 1999, pp. 199 e ss..
362. NOACK, Ulrich, *The shareholder rights directive (die aktionärsrechte-richtlinie)*, 2008, disponível em www.ssrn.com.
363. NUNES, António José Avelãs, *O direito de exclusão de sócios nas sociedades comerciais*, Cultural Paulista, São Paulo, 2001.
364. OIOLI, Erik Frederico, *Oferta pública de aquisição de controle de companhias abertas*, Quartier Latin, São Paulo, 2010, pp. 53 e ss..
365. OLSON, Mancur, *The logic of collective action – public goods and the theory of groups*, Harvard University Press, Cambridge, 1971.
366. PALMITER, Alan R., *Securities regulation*, ed. 4, Aspen Publishers, Nova Iorque, 2008.
367. PARENTE, Flávia, *O Dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*, Renovar, Rio de Janeiro, 2005.
368. PELA, Juliana Krueger, *As golden shares no direito societário brasileiro*, Quartier Latin, São Paulo, 2012.
369. PENTEADO, Arthur Bardawil, *CVM – decisão administrativa sobre alienação de controle – ações vinculadas a acordo de acionistas – o caso votorantim*, in *RDM*, n. 126, 2002, pp. 178 e ss..
370. PENTEADO, Mauro Bardawil, *O penhor de ações no direito brasileiro*, Malheiros, São Paulo, 2008.
371. PENTEADO, Mauro Rodrigues, *Aumentos de capital das sociedades anônimas*, ed. 2, Quartier Latin, São Paulo, 2012.

372. PENTEADO, Mauro Rodrigues, *Dissolução e liquidação de sociedades*, ed. 2, Saraiva, São Paulo, 2000.
373. PENTEADO, Mauro Rodrigues, *Junta comercial: deliberação de assembléia geral e atentado*, in *RDM*, n. 72, 1988, pp. 83 e ss..
374. PEREIRA NETO, Edmur de Andrade Nunes, *Aspectos jurídicos da emissão de debêntures conversíveis em ações*, dissertação de mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1986.
375. PERNA, Raffaele, *Public company e democrazia societaria: voto per delega e governo delle imprese nel capitalismo statunitense*, Il Mulino, Bologna, 1998.
376. PICCHI, Flavio Augusto, *Regras de quorum: espécies, votos em branco e nulos, empate*, in FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.), *Direito societário contemporâneo I*, Quartier Latin, São Paulo, 2009, pp. 183 e ss..
377. PINTO, Arthur R., *The european union's shareholder voting rights directive from an american perspective: some comparisons and observations*, in *Fordham international law journal*, v. 32, 2009, pp. 587 e ss..
378. PINTO, Marcos Barbosa, *Assembleias virtuais*, in revista *Capital Aberto*, n. 54, fev., 2008.
379. PINTO JUNIOR, Mario Engler, *Empresa estatal: função econômica e dilemas societários*, Atlas, São Paulo, 2010.
380. PIRES, Carlos Eduardo da Costa, *Cobrança judicial de dividendos prioritários: desnecessidade de anulação de deliberação assemblear*, in *RDM*, n. 127, pp. 189 e ss..
381. PITA, Manuel António, *Direito aos lucros*, Almedina, Coimbra, 1989.
382. POE, Mark, SHIMIZU, Kay, SIMPSON, Jeannie, *Revising the japanese commercial code: a summary and evaluation of the reform effort*, in *Stanford journal of east asian affairs*, v. 2, 2002, pp. 71 e ss..
383. PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti, *Tratado de Direito Privado*, t. 50, ed. 2, Borsoi, Rio de Janeiro, 1955.
384. PORTALE, Giuseppe B., *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, Giuffrè, Milão, 1969.
385. PORTALE, Giuseppe B., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Rivista delle società*, v. 1, jan.-fev., 1991.
386. POSNER, Rachel L., *Sec approves elimination of broker discretionary voting in uncontested director elections submitted (Practising Law Institute Compensation*

- Committees 2010: Performing in the Spotlight*), in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, 2010, v. 1822, pp. 109 e ss..
387. PRADO, Roberta N., *Desconcentração no poder de controle e poison pills: evolução no mercado de capitais brasileiro*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e AZEVEDO, Luís Andre de Moura (coord.), *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*, Quartier Latin, São Paulo, 2010, pp. 375 e ss..
388. PRESSER, Stephen B., *An introduction to the law of business organizations: cases, notes and questions*, Thomson West, St. Paul, 2008.
389. PRIGGE, S., *A survey of german corporate governance*, in HOPT, Klaus J., KANDA, Hideki, ROE, Mark J., WYMEERSCH, Eddy, PRIGGE, S. (coord.), *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Clarendon Press, Oxford, 1998, pp. 943 e ss.
390. RAMOS, Felipe de Freitas, *Responsabilidade dos signatários de acordo de voto no regime da lei nº 10.303/01*, in *RDM*, n. 125, 2002, pp. 114 e ss..
391. RAVACHE, Leandro Alberto Torres, ESTELLITA, André Aguiar, RAMOS, Luciana de Holanda, *Conflito de interesses e benefício particular em matérias sujeitas a deliberações em assembleias de sociedades anônimas e em órgãos colegiados de fundos de investimentos*, in *Revista do BNDES*, n. 35, 2011, pp. 339 e ss..
392. RENNEBOOG, Luc, SZILAGYI, Peter G., *Shareholder activism through the proxy process*, 2009, disponível em www.ssrn.com.
393. RETTO, Marcel Gomes Bragança, *A evolução legislativa das ações preferenciais no Brasil e os institutos a elas relacionados*, in *RDM*, n. 133, 2004, pp. 121 e ss..
394. RIBEIRO, Renato Ventura, *Dever de diligência dos administradores de sociedades*, Quartier Latin, São Paulo, 2006.
395. RIBEIRO, Renato Ventura, *Direito de voto nas sociedades anônimas*, Quartier Latin, São Paulo, 2009.
396. RIPERT, Georges, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, ed. 2, L.G.D.J, Paris, 1951.
397. RIPERT, Georges, ROBLOT, René, *Traité de droit commercial*, t. 1, ed. 17, L.G.D.J., Paris, 1998.
398. RHO, Han-Kyun, *Shareholder activism: corporate governance and reforms in korea*, Palgrave Macmillan, Nova Iorque, 2007.
399. ROBERT, Bruno, *A questão das reservas estatutárias e as idiossincrasias do mercado de ações brasileiro*, in *RDM*, n. 158, pp. 67 e ss..

400. ROBERT, Bruno, *A solicitação de lista de acionistas (arts. 126, § 3º, e 100, § 1º): legitimação do pedido e limites da discricionariedade da administração da companhia*, in *RDM*, n. 161/162, pp. 100 e ss..
401. ROBERT, Bruno, *Dividendo mínimo obrigatório nas S/A - apuração, declaração e pagamento*, Quartier Latin, São Paulo, 2011.
402. ROBERT, Bruno, *Proxy solicitation and shareholder director nominations in Brazil: a comparative analysis of Instrução CVM n. 481/2009*, in *RDM*, n. 155/156, pp. 76 e ss..
403. ROBERT, Bruno, CROCCO, Fabio Weinberg, *Recent developments in brazilian capital markets: the case of proxy solicitation*, in *Global reference guide 2011: governance & executive compensation*, Financier Worldwide, Londres, 2011, pp. 12 e ss..
404. ROCHA, João Luiz Coelho da, *Os compromissos de voto nos acordos de acionistas e sua eficácia executiva*, in *RDM*, n. 127, 2002, pp. 63 e ss..
405. RODRIGUES, Usha, *The seductive comparison of shareholder and civic democracy*, in *Washington and lee law review*, n. 63, 2006, pp. 1389 e ss..
406. ROE, Mark J., *German co-determination and german securities markets*, in HOPT, Klaus J., KANDA, Hideki, ROE, Mark J., WYMEERSCH, Eddy, PRIGGE, S. (coord.), *Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research*, Clarendon Press, Oxford, 1998, pp. 361 e ss..
407. ROE, Mark J., *Political determinants of corporate governance: political context, corporate impact* (2003), in ROE, Mark J. (org.), *Corporate governance: political and legal perspectives*, Edward Elgar, Cheltenham, 2005, pp. 1 e ss..
408. ROE, Mark J., *Regulatory competition in making corporate law in the united states and its limits*, in *Oxford review of economic policy*, v. 21, issue 2, 2005, pp. 232 e ss..
409. ROE, Mark J., *Some differences in corporate structure in germany, japan, and the united states*, in *Yale law journal*, n. 102, 1993, pp. 1927 e ss..
410. ROE, Mark J., *Strong managers weak owners – the political roots of american corporate finance*, Princeton University Press, Princeton, 1994.
411. ROE, Mark J., *The corporate shareholder's vote and its political economy*, in *delaware and in washington*, 2011, disponível em www.ssrn.com.
412. ROE, Mark J., *Washington and delaware as corporate lawmakers*, in *Delaware journal of corporate law*, v. 34, 2009, pp.1 e ss..
413. ROE, Mark J., BEBCHUK, Lucian, *A theory of path dependence in corporate ownership and governance*, in *Stanford law review*, n. 52, 1999, pp. 781 e ss..

414. ROHAN, Henri, Duc de, *De l'intérêt de princes*, Paris, 1640.
415. ROMANO, Roberta, *Does confidential proxy voting matter?*, in *Journal of legal studies*, v. 32, n. 2, 2003, pp. 465 e ss..
416. ROMANO, Roberta, *Foundations of Corporate Law*, Foundation Press, Nova Iorque, 2004.
417. ROMANO, Roberta, *Less is more: making institutional investor activism a valuable mechanism of corporate governance*, in *Yale journal on regulation*, v. 18, n. 2, 2001, pp. 174 e ss..
418. ROSSI, Serenella, *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Giuffrè, Milão, 1997.
419. ROTHBERG, Burton, LILIEN, Steven, *Mutual funds and proxy voting: new evidence on corporate governance*, in *Journal of business & technology law*, v. 1, 2006, pp. 157 e ss..
420. SACCHI, Roberto, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – profili procedurali*, in *Il diritto attuale*, n. 9, Utet, Torino, 1990.
421. SALOMÃO FILHO, Calixto, *O novo direito societário*, ed. 4, Malheiros, São Paulo, 2001.
422. SANTOS, Filipe Cassiano dos, *A posição do accionista face aos lucros de balanço*, Coimbra Editora, Coimbra, 1996.
423. SANTOS, Gonçalo Castilho dos, *Voto por correspondência nas sociedades abertas*, in *Cadernos do mercado de valores mobiliários*, n. 7, 2000, pp. 131 e ss..
424. SAUNDERS, Robert S., *Why majority voting in director elections is a bad idea*, in *Virginia law & business review*, v. 1, 2006, pp. 107 e ss..
425. SCHOUTEN, Michael C., *The political economy of cross-border voting in europe*, in *Columbia journal of european law*, v. 16, 2009/2010, pp. 1 e ss. 2009/2010.
426. SCIMEMI, Ettore, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Giuffrè, Milão, 2003.
427. SELIGMAN, Joel, *Equal protection in shareholder voting rights: the one common share, one vote controversy*, in *George washington law review*, v. 54, 1986, pp. 687 e ss..
428. SEMINO, Giorgio, *Il problema della validità dei sindacati di voto*, Giuffrè, Milão, 2003.
429. SHEPSLE, Kenneth A., *Analyzing politics – rationality, behavior, and institutions*, ed. 2, W. W. Norton & Company, Nova Iorque, 2010.

430. SILVEIRA, Alexandre di Miceli da, *Governança corporativa no brasil e no mundo*, Elsevier, Rio de Janeiro, 2010.
431. SJOSTROM, William K., KIM, Young Sang, *Majority voting for the election of directors*, in *Connecticut law review*, v. 40, n. 2, 2007, pp. 459 e ss..
432. SMITH, Blake, *Proxy access and the internet age: using electronic shareholder forums to improve corporate governance*, in *Columbia business law review*, v. 2008, 2008, pp. 1111 e ss..
433. STANLEY, Patrick McGurn et. al., *The iss global proxy voting manual (Practising Law Institute International Securities Markets 1998)*, in *Practising law institute corporate law and practice series handbook series*, v. 1077, 1998, pp. 163 e ss..
434. SZTAJN, Rachel, *Há futuro para ações preferenciais sem direito de voto?*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, ARAGÃO, Leandro Santos de (orgs.), *Sociedade anônima, 30 anos da lei 6.404/76*, Quartier Latin, São Paulo, 2007, pp. 361 e ss..
435. SZTAJN, Rachel, *Solicitação de interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação de assembléia geral extraordinária - cataguases-leopoldina - cflcl - proc. rj2003/12.767, da cvm*, in *RDM*, n. 133, 2004, pp. 221 e ss..
436. SZTAJN, Rachel, VERÇOSA, Haroldo M. Duclerc, *A incompletude do contrato de sociedade*, in *RDM*, n. 131, 2003, pp. 7 e ss..
437. TEIXEIRA, Egberto Lacerda, GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, v. 1 e 2, Bushatsky, 1979.
438. THOMPSON, Robert B., EDELMAN, Paul H., *Corporate voting*, in *Vanderbilt law review*, v. 62, 2009, pp. 129 e ss..
439. TOCQUEVILLE, Alexis de, *De la démocratie en amérique*, Claye et Tallefer, Paris, 1848.
440. TOLEDO, Paulo Fernandes Campos Salles de, *O conselho de administração na sociedade anônima*, ed. 2, São Paulo, Atlas, 1999.
441. TOLEDO, Paulo Fernandes Campos Salles de, *Poison pill: modismo ou solução?* in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e ARAGÃO, Leandro Santo de (coord.), *Direito societário: desafios atuais*, Quartier Latin, São Paulo, 2009, pp. 158 e ss..
442. TROPARDI, Nelcina Conceição de Oliveira, *Dano moral. anulação de assembléia geral e exclusão indevida de acionistas de sociedade comercial*, in *RDM*, n. 109, 1998, pp. 157 e ss..
443. VALVERDE, Trajano de Miranda, *Sociedades por ações*, v. 2, ed. 3, Forense, Rio de Janeiro, 1959.

444. VELASCO, Julian, *Taking shareholder rights seriously*, in *Uc davis law review*, v. 41, 2007, pp. 605 e ss..
445. VELASCO, Julian, *The fundamental rights of the shareholder*, in *Uc davis law review*, v. 40, n. 2, 2006, pp. 407 e ss..
446. VERRET, J. W., *Pandora's ballot box, or a proxy with moxie? majority voting, corporate ballot access, and the legend of martin lipton re-examined*, in *Business lawyer*, v. 62, 2007, pp. 1007 e ss..
447. VIEIRA, Maíra de Melo, *Dissolução parcial de S.A.*, Quartier Latin, São Paulo, 2013.
448. WALD, Arnoldo, *A sociedade de capital aberto e a informação do acionista*, in *Estudos e pareceres de direito comercial*, RT, São Paulo, 1972, pp. 209 e ss..
449. WALD, Arnoldo, *Da aquisição do direito de voto pelas ações preferenciais por falta de pagamento dos dividendos*, in *Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem*, n. 12, 2001, pp. 29 e ss..
450. WALD, Arnoldo, *Da irresponsabilidade da sociedade anônima por decisões nulas ou abusivas da assembléia geral*, in *RDM*, n. 12, 1973, pp. 11 e ss..
451. WALD, Arnoldo, *Do regime jurídico do usufruto de cotas de sociedade de responsabilidade limitada e de ações de sociedade anônima*, in *RDM*, n. 77, 1990, pp. 5 e ss..
452. WALD, Arnoldo, *Sociedades por ações – pagamento de dividendos – direito de voto dos titulares de ações preferenciais*, in *Estudos e pareceres de direito comercial*, RT, São Paulo, 1972, pp. 165 e ss..
453. WIEDEMANN, Herbert, *Excerto do direito societário I – fundamentos*, FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (trad.), in *RDM*, n. 143, 2006, pp. 67 e ss.
454. WIEDEMANN, Herbert, *Gesellschaftsrecht I – Grundlagen*, Beck, Munique, 1980.
455. WILLIAMSON, Oliver E., WINTER, Sidney G., (org.), *The nature of the firm – origins, evolution and development*, Oxford University Press, Nova Iorque, 1991.
456. YARSHELL, Flávio Luiz, PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (orgs.), *Processo societário*, Quartier Latin, São Paulo, 2012.
457. ZANELLI, Enrico, *La nozione di oggetto sociale*, Giuffrè, Milão, 1962.
458. ZHANG, Yi, *Voting rights, corporate control, and firm performance*, 2002, disponível em <http://www.lib.umich.edu>.
459. ZANINI, Carlos Klein, *A poison pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência*, in ADAMEK, Marcelo Vieira von (org.), *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*, Malheiros, São Paulo, 2011, pp. 256 e ss..

460. ZANONI, Andrea, *Hedge funds' empty voting in mergers and acquisitions: a fiduciary duties perspective*, in *Global jurist*, v. 9, n. 4, 2009, art. 4.
461. ZETZSCHE, Dirk A., *Continental ag vs. schaeffler, hidden ownership and european law - matter of law or enforcement?*, in *European business organization law review*, v. 10, 2009.
462. ZETZSCHE, Dirk A., *Corporate governance in cyberspace - a blueprint for virtual shareholder meetings*, 2005, disponível em www.ssrn.com.
463. ZETZSCHE, Dirk A., *Explicit and implicit system of corporate control - a convergence theory of shareholder rights*, 2004, disponível em www.ssrn.com.
464. ZETZSCHE, Dirk A., *Shareholder passivity, cross-border voting and the shareholder rights directive*, in *Journal of corporate law studies*, v. 8, n. 2, 2008.
465. ZETZSCHE, Dirk A., *Virtual shareholder meetings and the european shareholder rights directive - challenges and opportunities*, 2007, disponível em www.ssrn.com.

*

ABSTRACT

For the first time in history the country is dealing with a real, although restricted, tendency of corporate dispersion, and a certain level of popularization of the investment in listed companies, all stimulated by an unprecedented expansion of the economy, consumption, and foreign investments.

It has been indeed a fascinating period for the corporate law enthusiasts; a period of growing complexity and specialization in the national corporate environment, which, altogether with the new communication technologies, has been challenging the foundations of the Brazilian Corporation Law, enacted in 1976, and testing the capacity of adaption of Brazilian legal and regulatory institutions.

In this scenario, studying the mechanisms of voting, proxy solicitation, and remote voting and participation in shareholders' meetings, seemed to be the most natural way to contribute to build a bridge between the old Brazilian market and the new one.

The main contributions expected from the thesis are threefold:

First, an inaugural analysis of the new legislation and regulation applicable to proxy voting, remote voting and participation in Brazil.

The analysis concluded for the necessity of certain adjustments on the Brazilian regulation, e.g. (i) the construction of a discipline for the inclusion of shareholders proposals in the management proxy material, and (ii) the enactment of rules governing remote voting and participation that assumes them as a right of the shareholder, while consenting to the companies certain flexibility of implementation connected to the development of the technologies available.

Second, a thorough and also seminal study on the effects of the decoupling of shares ownership and exercise of voting rights in the contemporary market, and a contribution to update the scientific comprehension of the act of voting in corporate law, rather than simply the comprehension of the right to vote.

While the Brazilian law and regulation are in certain aspects still trying to catch up with modern markets regulation, concerning the assimilation of new communication and financial technologies by the corporate legal framework, the local transactions already involve the most updated and complex financial instruments.

The legal gap created, and concretely identified in cases as the lending of stocks, the use of derivatives instruments, and the sale of votes, puts in risk the stability of the market and destabilizes the discipline of liability for the abusive use of voting power as Brazilian law and courts are used to know, as the link between share ownership and vote are not as clear as before.

The study seeks to bring to light these issues and to realign the scientific comprehension of voting with the current market's practices.

Third, a first questioning of the Brazilian Corporation Law capacity to face a reality where there may be no power polarization between an absolute controlling shareholder and small minority shareholders, and where historical necessities of physicality and concomitance are, as a consequence of the new means of communication, no longer mandatory elements of the concepts connected to the relationship among shareholders, management, and the company.

The study verifies that Brazilian Corporation Law is not prepared for a reality where there may be no clear controlling shareholders anymore and where minority shareholders may not be an uninformed small investor, but a resourceful hedge fund.

On the same token, the idea of a shareholder meeting that is not delimited in space and time, and that does not depend on the physical and simultaneous interaction between parties, perfectly acceptable by our current society, is still far from any consistent reception by the corporation legal framework.

A comprehensive analysis on the effects for the Brazilian markets of the limits of a great but old law, in contrast with the impact of recent years' financial and technological development, were more than due.

This study aims to fulfill this scientific gap, identifying some of the items in need of updating and starting discussion over them.

*