UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO STRICTO SENSU – DOUTORADO EM DIREITO

REFLEXOS DAS NOVAS TECNOLOGIAS NAS ASSEMBLEIAS DE S/A

CANDIDATO:

JOÃO PEDRO BARROSO DO NASCIMENTO

ORIENTADOR:

ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA

ÁREA DE CONCENTRAÇÃO:

DIREITO COMERCIAL

SÃO PAULO, 2020

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO STRICTO SENSU – DOUTORADO EM DIREITO

JOÃO PEDRO BARROSO DO NASCIMENTO

REFLEXOS DAS NOVAS TECNOLOGIAS NAS ASSEMBLEIAS DE S/A

Tese de Doutorado apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como requisito parcial para a obtenção do grau de doutor, sob a orientação do Professor Associado Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França

São Paulo, 2020

Catalogação da Publicação

Serviço de Biblioteca e Documentação

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

NASCIMENTO, João Pedro B. do
Reflexos das Novas Tecnologias nas Assembleias de S/A; João Pedro B. do Nascimento; Orientador: Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França -- São Paulo, 2020, p. 293
Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020.
1. Direito Societário e Mercado de Capitais. 2. Governança Corporativa. 3. Tecnologia, Inovação e Direito Digital. 4. Assembleias Gerais. 5. *Blockchain* e *Smart Contracts*. I. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, orient. II. Título.

JOÃO PEDRO BARROSO DO NASCIMENTO

Reflexos das Novas Tecnologias nas

Assembleias de S/A

Tese de Doutorado apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como requisito parcial para a obtenção do grau de doutor em Direito Comercial.
Ata n. _____/2019.
Aprovada em _____ de 2019.

Banca Examinadora:

_____

Presidente: Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França

_____

Examinador: Prof. Dr. Marcelo Vieira von Adamek

_____

Examinador: Prof. Dr. Thiago Saddi Tannous

_____

Examinador: Prof. Dr. Luis Felipe Spinelli

_____

Examinador: Prof. Dr. Luiz Daniel Haj Mussi

_____

Examinador: Prof. Dr. Wanderley Fernandes

"Quem não pensa sobre o futuro resolve o presente com as ferramentas do passado."

(Anônimo)

RESUMO

Ao longo dos últimos anos, relevantes transformações no regime jurídico das Assembleias Gerais e do exercício do direito de voto ocorreram no Brasil e no mundo. É cada vez mais frequente a adoção de sistemas de votação a distância e participação remota em Assembleias Gerais, bem como a utilização de elementos de tecnologia para aperfeiçoar os procedimentos em pedidos públicos de procuração e em outros aspectos das Assembleias Gerais.

Nesse sentido, a LSA foi alterada pela Lei nº 12.431/2011, que promoveu as inclusões: *(i)* do artigo 121, parágrafo único, da LSA, a fim de reconhecer e legitimar, nas companhias abertas, a possibilidade de participação e voto a distância dos acionistas em Assembleia Geral; e *(ii)* do artigo 127, parágrafo único, da LSA, que considera presente em Assembleia Geral o acionista que registrar a sua presença a distância. Adicionalmente, as regulações e atos normativos da CVM também têm sido revistos, destacando-se – por exemplo – a Instrução CVM nº 481/2009, com diversas alterações recentes.

Alguns países modernizaram a forma como as Assembleias Gerais são realizadas, admitindo encontros não presenciais, nos quais a interação entre os participantes do conclave é realizada apenas remotamente.

Entendemos que a adoção de tecnologias nas Assembleias Gerais é bem-vinda e deve ser feita como uma forma de ampliação de horizontes, e não como um limite ao exercício de direitos. Sem prejuízo, somos contrários à redução das Assembleias Gerais a encontros exclusivamente virtuais (não presenciais) onde não ocorram debates e discussões e/ou com limitações de interação entre participantes presenciais.

Tradicionalmente, as Assembleias Gerais desempenham um importante papel, na medida em que permitem que os acionistas se envolvam e monitorem coletivamente os negócios sociais, por meio de 3 (três) funções em especial: *(i)* Função de Informação: os acionistas recebem da companhia informações sobre relevantes e diversos temas pertinentes à companhia e à sua atividade; *(ii)* Função de Fórum: é oferecido aos acionistas um local para discussões e formulação de questões pertinentes à companhia; e *(iii)* Função de Tomada de Decisões: os acionistas reúnem-se para, coletivamente, tomar decisões e formar a vontade social. Estas 3 (três) funções têm sofrido importantes transformações recentes e,

indiscutivelmente, precisam ser repensadas, a fim de evitar a obsolescência do Direito Societário.

É inconcebível pensar que os avanços tecnológicos não produzirão reflexos nas relações entre os acionistas, os administradores e/ou na dinâmica organizacional das grandes companhias. Diante dessas mudanças, tornam-se essenciais estudos dedicados à compreensão de institutos clássicos do direito societário brasileiro, a partir do cenário da Quarta Revolução Industrial. Portanto, a análise da aplicação das tecnologias às Assembleias Gerais de sociedades anônimas é inovadora e de extrema relevância para a comunidade jurídica e para o mercado de capitais, pois o desenvolvimento tecnológico tem potencial para encurtar distâncias entre acionistas, colaborar para o ativismo societário e contribuir para o combate ao absenteísmo – alterando as práticas societárias e, consequentemente, impulsionando mudanças legislativas e jurisprudenciais.

Sendo assim, este trabalho tem como objetivo oferecer as seguintes contribuições originais à ciência jurídica: *(i)* de forma imediata – analisar os reflexos nas Assembleias Gerais das mudanças promovidas pelos mecanismos de voto e participação a distância e, também, pelas modificações nos pedidos públicos de procuração (cf. artigos 121, parágrafo único, e 127, parágrafo único, da LSA e Instrução CVM nº 481/2009); e *(ii)* de forma mediata – ponderar sobre os potenciais efeitos a serem obtidos com a adoção de tecnologias e mecanismos modernos nas Assembleias Gerais, como *blockchains* e *smart contracts*, a fim de reduzir a necessidade de atuação humana em aspectos burocráticos do procedimento assemblear.

Este trabalho também analisará algumas adequações sistêmicas a serem realizadas na legislação societária, de modo a adequá-la ao padrão evolutivo e viabilizar a adoção de tecnologias nas Assembleias Gerais. A relevância do presente trabalho reside na colaboração para compreensão das atuais tendências e novas formas de exercício de direitos de acionistas no âmbito das companhias abertas, de modo a (i) identificar obsolescências na legislação societária atual; e (ii) auxiliar na elaboração de atualizações e revisão da legislação societária brasileira, à luz das novas tecnologias.

PALAVRAS-CHAVE: Direito Societário e Mercado de Capitais / Governança Corporativa / Companhias Abertas e Companhias Fechadas / Tecnologia e Inovação / Assembleias Gerais / Estrutura Societária e Desempenho Econômico / Pedidos Públicos de Procuração / Voto e

Participação a Distância / *Blockchain* e *Smart Contracts* / Direito Digital / Problemas de Agência / Absenteismo / Ativismo Societário

ABSTRACT

Over the past years, relevant developments in General Shareholders' Meetings and in the exercise of voting rights have taken place in Brazil and around the world. The adoption of remote voting systems and remote participation in General Shareholders' Meetings is ever more frequent, as well as the use of technology to improve public proxy solicitations and other aspects of General Shareholders' Meetings.

In this regard, the Brazilian Federal Law No. 6.404/76 was altered by the Brazilian Federal Law No. 12.431/2011, which promoted the inclusion of: (i) the sole paragraph article 121 of the Brazilian Federal Law No. 6.404/76, recognizing and legitimizing the possibility of remote voting and participation for shareholders in General Shareholders' Meetings in publicly-owned companies; and (ii) the sole paragraph of article 127 of Brazilian Federal Law No. 6.404/76, which establishes that shareholders who register their remote participation will be considered present at General Shareholders' Meetings. Additionally, several regulations and normative acts from CVM (Comissão de Valores Mobiliários – Brazilian Securities and Exchange Commission) have also been reviewed, notably – for example – CVM's Instruction No. 481/2009, as recently amended.

Some countries have even modernized the way General Shareholders' Meetings are held to allow virtual meetings, in which interactions between the conclave participants are exclusively remote.

However, we understand that the adoption of new technologies on General Shareholders' Meetings is welcome and must be done in such a way to expand horizons, and not to limit the exercise of rights. Notwithstanding, we are contrary to the reduction of the General Shareholders' Meetings to exclusively virtual (non-present) meetings where debates and discussions do not take place and/or in which there is limited interaction between presential and remote participants.

Traditionally, General Shareholders' Meetings play an important role as they enable shareholders to be involved and collectively monitor the company's activities, through 3 (three) special functions: *(i)* Information Function: shareholders receive from the company information about relevant and different matters concerning the company; *(ii)* Forum Function: shareholders are offered a place to debate and pose questions regarding the company; and *(iii)* Decision-

Making Function: shareholders gather together in order to collectively make decisions and determine the company's will. These 3 (three) functions have recently suffered important changes and undoubtedly need to be reconsidered in order to avoid the obsolescence of the Brazilian Corporate Law.

It is inconceivable to think that new technologies will not have any impacts on shareholders and management's relationship and/or on large companies' organizational structure. In face of such changes it is essential to study and comprehend classical institutes of Brazilian Corporate Law in view of the Fourth Industrial Revolution. In this sense, the analysis of the application of new technologies to General Shareholders' Meetings is innovative and extremely relevant to the legal community and to the capital markets, since it may bring shareholders closer and contribute to intensify shareholder activism and fight shareholders' absenteeism — changing corporate practices and, consequently, driving legislative and jurisprudential changes.

This paper aims to offer the following original contributions to legal studies: *(i)* as a direct contribution: to analyze the effects exercised on General Shareholders' Meetings by the changes promoted on voting and remote participation mechanisms, as well as by changes on public proxy solicitations (in view of articles 121, sole paragraph, and 127, sole paragraph, of the Brazilian Federal Law No. 6.404/76 and the CVM Instruction No. 481/2009); and *(ii)* as an indirect contribution: to consider the potential effects of adopting new technologies and modern mechanisms on General Shareholders' Meetings, such as blockchains and smart contracts, in order to reduce the necessity of human activity in bureaucratic aspects of the meetings' procedures.

This paper will also analyze some systemic adaptations to be made in the corporate legislation, in order to suit it to the evolutionary standard and enable the adoption of technologies in Shareholders' General Meetings. The relevance of this paper lies in the collaboration to understand current trends and new ways of exercising shareholders' rights in publicly-owned companies, in order to (i) identify obsolescence in our current corporate law; and (ii) assist in the modernization and review of Brazilian corporate law, in light of new technologies.

KEYWORDS: Corporate Law and Capital Markets / Corporate Governance / Publicly-Owned and Privately-Owned Corporations / Technology and Innovation / Shareholders' General Meetings / Corporate Structure and Economic Development / Public Proxy Solicitations / Remote Voting / Blockchain and Smart Contracts / Digital Law / Agency Problems / Absenteeism / Shareholders' Activism

RÉSUMÉ

Au cours des dernières années, les Assemblées Générales des Actionnaires et l'exercice des droits de vote ont connu une évolution pertinente au Brésil et dans le monde. L'adoption de systèmes de vote et participation à distance aux Assemblées Générales est de plus en plus fréquente, ainsi que l'utilisation de la technologie pour améliorer les procédures de demande publique de procuration et d'autres aspects des Assemblées Générales.

Dans ce contexte, la loi fédérale brésilienne nº 6.404/76 a été modifiée par la loi fédérale brésilienne nº 12.431/2011, de sorte à inclure: (i) l'alinéa unique de l'article 121 de la loi fédérale brésilienne nº 6.404/76, qui reconnaît et légitime, dans les sociétés cotée, la possibilité du vote et de participation à distance des actionnaires aux Assemblées Générales; et (ii) l'alinéa unique de l'article 127 de la loi fédérale brésilienne nº 6.404/76, qui considère présent à l'Assemblée Générale, l'actionnaire qui confirme sa présence à distance. Plus, nombreux règlements et actes normatifs de la CVM (Commission Brésilienne des Valeurs Mobilières et des Changes) ont également été examinés, notamment, l'Instruction nº 481/2009 de la CVM, que a été récemment modifiée.

Certains pays ont même modernisé la façon comment les Assemblées Générales sont organisées, afin d'accepter conclaves non présentiels, dans lesquels les interactions entre les participants du conclave se font exclusivement à distance.

Nous comprenons que l'adoption des technologies lors des Assemblées Générales est bienvenue et doit être faite comme un moyen d'élargir les horizons, et non comme une limite à l'exercice des droits. Nonobstant, nous sommes opposés à la réduction des Assemblées Générales à des réunions exclusivement virtuelles (non présentiels), sans débat, sans discussion et/ou avec des limitations d'interaction entre les participants qui participent à distance avec ceux qui sont effectivement présents au conclave.

Traditionnellement, les Assemblées Générales jouent un rôle important parce qu'elles permettent aux actionnaires de surveiller collectivement les activités de la société, à travers de trois (3) fonctions en spéciale: *(i)* Fonction d'Information: les actionnaires reçoivent de l'entreprise des informations sur des questions pertinentes concernant l'entreprise; *(ii)* Fonction du Forum: les actionnaires se voient offrir un lieu de débat et de formulation des questions concernant l'entreprise; et *(iii)* Fonction de Prise de Décision: les actionnaires se

réunissent afin de prendre collectivement des décisions et de stipuler la volonté de l'entreprise. Ces trois (3) fonctions ont récemment subi d'importants changements et doivent sans aucun doute être réexaminées, afin d'éviter l'obsolescence du Droit des Sociétés Brésilien.

Il est inconcevable de penser que les nouvelles technologies n'auront aucun impact sur les relations entre les actionnaires, les administrateurs et/ou la structure organisationnelle des grandes l´e. Face à de tels changements, il est essentiel d'étudier et de comprendre les instituts classiques du droit des sociétés brésilien dans la perspective de la 4ème révolution industrielle. En ce sens, l'analyse de l'application des nouvelles technologies aux Assemblées Générales des actionnaires est novatrice et extrêmement pertinente pour la communauté juridique et les marchés des capitaux, parce que les progrès technologique peuvent rapprocher les actionnaires et contribuer à intensifier leur activisme et à lutter contre leur absentéisme – de mode a changer les pratiques des entreprises et, par conséquence, conduire des changements législatifs et jurisprudentiels.

Ainsi, cet article vise à offrir les suivantes contributions originales à la science juridique: *(i)* comme contribution directe - d'analyser les effets exercés sur les Assemblées Générales des actionnaires par les modifications apportées pour les mécanismes de vote et de participation à distance, ainsi que par les modifications des demandes publiques de procuration (en vue des articles 121, l'alinéa unique, et 127, l'alinéa unique de la loi fédérale brésilienne n° 6.404/76, et de l'Instruction CVM n° 481/2009); et *(ii)* comme contribution indirecte – examiner les effets potentiels des technologies et des mécanismes modernes adoptés dans des Assemblées Générales d'Actionnaires, tels que les blockchains et les smart contracts, afin de réduire la nécessité d'activités humaines dans les aspects bureaucratiques des réunions.

Ce travail analysera également certaines adaptations systémiques à apporter à la législation des sociétés, afin de l'adapter à la norme évolutive et de permettre l'adoption de technologies dans les Assemblées Générales. La pertinence du présent travail réside dans sa collaboration pour comprendre les tendances actuelles et les nouveaux modes d'exercice des droits des actionnaires dans les entreprises publiques, afin (i) d'identifier l'obsolescence du droit des sociétés actuel; et (ii) aider à mise à jour et à faire la révision du droit brésilien des sociétés, en considérant des nouvelles technologies.

MOTS-CLES: Droit des Sociétés et Marchés des Capitaux / Gouvernance des Sociétés / Société Cotée et Société Privée / Technologies et Innovation / Assemblées Générales / Structure de la Société et Développement Économique / Demande Publique de Procuration / Vote à Distance / Blockchain et Smart Contracts / Droit Digital / Problèmes d'agence / Absentéisme / Activisme d'Entreprise

ABREVIATURAS

Audiência Pública SDM nº 09/2014	Audiência Pública SDM nº 09/2014, com Relatório da Diretora Luciana Dias, datado de 07 de abril de 2015
B3	B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (atual denominação da BM&F-Bovespa S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros)
BVD	Boletim de Voto a Distância
CEE	Comunidade Econômica Europeia
CICORP	Central de Inteligência Corporativa da B3
COB	*Commission des Opérations de Bourse* (França)
Código Civil	Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002
Código Penal	Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940
CONSOB	*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (Itália)
Constituição Federal	Constituição da República Federativa do Brasil, de 5 de outubro de 1988
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Portugal)
CVM	Comissão de Valores Mobiliários (Brasil)
Diretiva UE nº 2004/109/CE	Diretiva do Parlamento Europeu e da CEE nº 109, de 15 de dezembro de 2004
Diretiva UE nº 2007/36/CE	Diretiva do Parlamento Europeu e da CEE nº 36, de 11 de julho de 2007
Diretiva UE nº 2016/679/CE	Diretiva do Parlamento Europeu e da CEE nº 679, de 27 de abril de 2016
Diretiva UE nº 2017/828/CE	Diretiva do Parlamento Europeu e da CEE nº 828, de 17 de maio de 2017
DLTs	*Distributed Ledger Technologies*
DR	*Depositary Receipts*
EDV	*Electronic Direct Voting*
EPV	*Electronic Proxy Voting*
EUA	Estados Unidos da América
Exposição de Motivos nº XIV	Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do

196/1976	Ministério da Fazenda
FrCC	*Code de Commerce* (França)
IBGC	Instituto de Brasileiro de Governança Corporativa
IBOVESPA	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo, que corresponde ao indicador do desempenho médio das cotações das ações negociadas na B3
IBrX-50	Índice Brasil, que corresponde ao indicador que avalia o retorno de carteira teoricamente composta pelas 50 (cinquenta) ações mais negociadas na B3
IBrX-100	Índice Brasil, que corresponde ao indicador que avalia o retorno de carteira teoricamente composta pelas 100 (cem) ações mais negociadas na B3
Instrução CVM nº 165/1991	Instrução CVM nº 165, de 11 de dezembro de 1991
Instrução CVM nº 168/1991	Instrução CVM nº 168, de 23 de dezembro de 1991
Instrução CVM nº 319/1999	Instrução CVM nº 319, de 3 de dezembro de 1999
Instrução CVM nº 323/2000	Instrução CVM nº 323, de 14 de janeiro de 2000
Instrução CVM nº 324/2000	Instrução CVM nº 324, de 19 de janeiro 2000
Instrução CVM nº 358/2002	Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002
Instrução CVM nº 361/2002	Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002
Instrução CVM nº 400/2003	Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003
Instrução CVM nº 481/2009	Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009
Instrução CVM nº 487/2010	Instrução CVM nº 487, de 25 de novembro de 2010
Instrução CVM nº 552/2014	Instrução CVM nº 552, de 09 de outubro de 2014
Instrução CVM nº 561/2015	Instrução CVM nº 561, de 07 de abril de 2015
Instrução CVM nº 565/2015	Instrução CVM nº 565, de 15 de junho de 2015
Instrução CVM nº 567/2015	Instrução CVM nº 567, de 17 de setembro de 2015
Instrução CVM nº 570/2015	Instrução CVM nº 570, de 18 de novembro de 2015
Instrução CVM nº 594/2017	Instrução CVM nº 594, de 20 de dezembro de 2017
Lei nº 8.078/1990	Lei nº 8.078/1990, de 11 de setembro de 1990
Lei nº 8.666/1993	Lei nº 8.666, de 21 de junho de 1993
Lei nº 8.934/1994	Lei nº 8.934, de 18 de novembro de 1994

Lei nº 8.987/1995	Lei nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995
Lei nº 9.784/1999	Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999
Lei nº 10.303/2001	Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001
Lei nº 12.431/2011	Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011
Lei nº 13.709/2018 ou LGPD	Lei nº 13.709/2018, de 14 de agosto de 2018 (Lei Geral de Proteção de Dados)
Lei nº 13.818/2019	Lei nº 13.818, de 24 de abril de 2019
Lei nº 13.874/2019	Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019
LSA	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976
LSC	*Ley de Sociedades de Capital* (Espanha)
MBCA	*Model Business Corporation Act* (EUA)
MP nº 2.200/2001	Medida Provisória nº 2.200, de 28 de junho de 2001 (revisada e reeditada, posteriormente, pela Medida Provisória nº 2.200-1, de 27 de Julho de 2001, e pela Medida Provisória nº 2.200-2, de 24 de Agosto de 2001)
MP nº 881/2019 ou MP da Liberdade Econômica	Medida Provisória nº 881/2019, de 30 de abril de 2019, convertida na Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019
MP nº 892/2019	Medida Provisória nº 892/2019, de 05 de agosto de 2019
NYSE	*New York Stock Exchange* (EUA)
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OfícioCircular/CVM/SEP/Nº03/2019	Ofício-Circular/CVM/SEP/Nº 3, de 28 de fevereiro de 2019
Portaria nº 529/2019	Portaria nº 529, de 26 de setembro de 2019
PL nº 2.097/2015	Projeto de Lei nº 2.097, apresentado em 25 de junho de 2015
PL nº 10.736/2018	Projeto de Lei nº 10.736, apresentado em 14 de agosto de 2018
RDB	Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais
RDM	Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro
RDSVM	Revista de Direito das Sociedades e dos Valores

	Mobiliários
Reg FD	*Regulation Fair Disclosure* da SEC (EUA)
RMBCA	*Revised Model Business Corporation Act* (EUA)
SCA	*Stock Corporation Act*
SEC	*Securities and Exchange Commission* (EUA)
STJ	Superior Tribunal de Justiça
STF	Supremo Tribunal Federal
TUF	*Testo Unico della Finanza (*Itália*)*
UE	União Europeia
WpHG	*Gesetz Über den Wertpapierhandel* (Alemanha)
WpÜG	*Wertpapiererwerbs Und Übernahmegesetz* (Alemanha)

SUMÁRIO

RESUMO **V**
ABSTRACT **VIII**
RÉSUMÉ **XI**
ABREVIATURAS **XIV**

1 INTRODUÇÃO **1**
2 ASSEMBLEIAS DE S/A **19**
2.1 Conceito e Natureza Jurídica **19**
2.2 Espécies de Assembleias Gerais **24**
2.3 Características da Assembleia Geral **25**
2.3.1 Órgão Deliberativo e Colegiado 26
2.3.2 Debate, Expressão e Formação da Vontade Social 27
2.3.3 Órgão Social Supremo, Permanente e Interno 29
2.4 Convocação da Assembleia Geral **32**
2.4.1 Competência 32
2.4.2 Prazo de Antecedência 34
2.4.3 Forma de Convocação, Publicação e Disponibilização de Documentos 36
2.4.4 Outros Elementos da Convocação 44
2.5 Ordem do Dia **46**
2.6 Instalação **49**
2.6.1 Credenciamento 51
2.6.2 Legitimação para participar na Assembleia 53
2.6.3 Representação do Acionista 54
2.7 Mesa **57**
2.8 Deliberação **59**
2.8.1 Conceito e Procedimento 60
2.8.2 Natureza da Deliberação 62
2.8.3 Quórum de Deliberação 63
2.8.4 Votação 66
2.9 Ata, Encerramento e Formalização da Assembleia Geral **73**
3 ASSEMBLEIAS VIRTUAIS E NOVOS INSTRUMENTOS APLICÁVEIS ÀS ASSEMBLEIAS DE S/A **76**
3.1 A Importância da Modernização **76**
3.2 Formatações Modernas da Assembleia Geral **81**
3.2.1 Assembleia Virtual (*Remote Only Shareholder Meeting*) 87
3.2.2 Assembleia com Votação e Participação Remota *(Remote Shareholder Participation)* 91
3.3 Assembleias Virtuais **95**
3.3.1 Vantagens associadas às Assembleias Virtuais 96
3.3.2 Desvantagens associadas às Assembleias Virtuais 98

3.4 Assembleias com Votação e Participação Remota 101
3.4.1 Voto e Participação a Distância 101
3.4.1.1 Art. 121, parágrafo único, e Art. 127, parágrafo único, da LSA 103
3.4.1.2 Instrução CVM nº 481/2009 108
3.4.1.2.1 Boletim de Voto a Distância 109
3.4.1.2.2 Eleição de Membros do Conselho de Administração 123
3.4.1.2.3 Eleição de Membros do Conselho Fiscal 129
3.4.1.2.4 Pedido de Inclusão de Propostas no BVD 133
3.4.1.2.5 Voto a Distância Exercido por Prestadores de Serviços 136
3.4.1.2.6 Voto a Distância Exercido Diretamente 141
3.4.1.2.7 Cômputo dos Votos na Assembleia Geral 142
3.4.1.2.8 Cronograma da Votação a Distância 146
3.4.1.2.9 A Realidade Brasileira 148
3.4.1.2.9.1 Pesquisa Empírica da B3 150
3.4.1.2.9.2 Constatações resultantes da Pesquisa Empírica da B3 152
3.4.2 Pedidos Públicos de Procuração 157
3.4.2.1 Origem 158
3.4.2.2 *Proxy Fights* 159
3.4.2.3 Art. 126, §2º, da LSA 161
3.4.2.4 Instrução CVM nº 481/2009 162
3.4.2.4.1 Caracterização como Pedido "Público" de Procuração 163
3.4.2.4.2 Requisitos do Pedido Público de Procuração 164
3.4.2.4.3 Princípio do Tratamento Igualitário 166
3.4.2.4.4 Divulgação de Documentos e Informações 166
3.4.2.4.5 Pedido Público de Procuração pela Administração 167
3.4.2.4.6 Procurações Eletrônicas 169
3.4.2.4.7 Procurações Não Eletrônicas 170
4 NOVAS TECNOLOGIAS E DIREITO SOCIETÁRIO 172
4.1 As Transformações da Sociedade Moderna e o Direito Societário 172
4.2 Tecnologia de Registro Distribuído *(Blockchain)* 174
4.2.1 Conceito e variáveis 174
4.2.2 *Blockchains* Públicas ou Privadas 178
4.2.3 Aplicação da *Blockchain* às Assembleias Gerais 179
4.2.4 Livros Societários 187
4.2.5 Disponibilização de documentos 191
4.3 Contratos Inteligentes *(Smart Contracts)* 193
4.3.1 Aplicação dos *Smart Contracts* às Assembleias Gerais 197
5 GOVERNANÇA CORPORATIVA 198
5.1 Problemas de Agência 201
5.1.1 Acionistas Controladores *vs.* Acionistas Minoritários 205
5.1.2 Acionistas *vs.* Administradores 208
5.1.3 Agentes Internos *vs.* Agentes Externos (*Stakeholders*) 213

5.2 Absenteísmo Societário **216**
5.2.1 Apatia Racional 219
5.2.2 Concentração Acionária: Baixo Impacto dos Minoritários 220
5.2.3 Custos de Participação nas Assembleias Gerais 221
5.2.4 Assimetria de Informação 223
5.2.5 Comportamento Carona 223
5.2.6 Pluralidade de Investimentos 224
5.3 Ativismo Societário **225**
5.3.1 Estratégias de Ativismo Societário 227
5.3.2 Efeitos Positivos do Ativismo Societário 230
5.3.3 Efeitos Negativos do Ativismo Societário 231
5.4 Poderes *vs*. Proteções: Estrutura de Freios e Contrapesos **233**
6 COMPARAÇÃO JURÍDICA: A EXPERIÊNCIA ESTRANGEIRA **237**
6.1 Estados Unidos da América **238**
6.2 Europa **245**
6.2.1 Reino Unido 250
6.2.2 Portugal 252
6.2.3 Espanha 257
6.2.4 Itália 259
6.2.5 França 262
6.2.6 Alemanha 266
6.2.7 Holanda 269
7 CONCLUSÃO **271**
BIBLIOGRAFIA **277**
Decisões Judiciais Nacionais **293**
Decisões Judiciais Estrangeiras **293**

* * * * *

1 INTRODUÇÃO

Este estudo pretende analisar os reflexos que as novas tecnologias têm apresentado e, conforme o caso, podem vir a apresentar em relação às Assembleias Gerais de sociedades anônimas.

A análise pretendida será realizada com olhar atento à realidade brasileira e buscará observar o tratamento da matéria no direito estrangeiro, buscando possíveis inspirações para soluções pátrias para o assunto. Na medida em que for aplicável, serão feitas distinções sobre especificidades inerentes às companhias abertas e às fechadas.

No Brasil e no mundo de forma geral, recentemente, têm-se observado relevantes transformações no regime jurídico das Assembleias Gerais e do exercício do direito de voto. São cada vez mais frequentes a adoção de sistemas de votação e participação a distância, bem como a utilização de elementos de tecnologia para aperfeiçoar os pedidos públicos de procuração e outros aspectos formais dos procedimentos assembleares.

O mundo está vivendo a Quarta Revolução Industrial[1], em que tecnologias e inovações vêm sendo empregadas para automação de processos, promovendo convergência de tecnologias digitais, físicas e biológicas. Como consequência, a ordem econômica mundial vem sofrendo substanciais mudanças.

Com as tecnologias e, diante dos conhecidos efeitos da rede mundial de computadores (*internet*), as informações de modo geral estão cada vez mais acessíveis, de forma ampla e quase instantânea, ainda que em alguns casos sem validação de veracidade, completude e/ou adequação dos conteúdos.

Estamos no período histórico em que as informações são abundantes[2] e as empresas de tecnologia se multiplicam e se utilizam de plataformas modernas capazes de promover

---

[1] SCHWAB, Klaus. *A Quarta Revolução Industrial*. Trad. Daniel Moreira Miranda. São Paulo: Edipro, 2016.

[2] Nos últimos anos, houve uma profunda reformulação na maneira como as informações são produzidas, disseminadas e processadas, dando origem ao fenômeno do excesso de informação (*information overload*), em que dados relevantes e qualitativos se perdem em meio a grande quantidade de informações de menor relevância e qualidade, recomendando-se, inclusive, uma triagem e seleção sobre a veracidade e confiabilidade de algumas informações disponíveis, a fim de evitar notícias falsas (*fake news*).

ruptura em relação à ordem econômica vigente, com redução de custos (financeiros e temporais) e mudança na forma de organização das relações no mundo dos negócios.

É inconcebível pensar que os avanços tecnológicos não produzirão reflexos nas relações entre acionistas, administradores e/ou na dinâmica organizacional das grandes companhias[3]. Diante dessas mudanças, tornam-se essenciais estudos dedicados à compreensão de institutos clássicos do direito societário brasileiro, a partir do cenário da Quarta Revolução Industrial.

A análise sobre aplicação das tecnologias às Assembleias Gerais de sociedades anônimas é inovadora e de extrema relevância para a comunidade jurídica, pois auxiliará o entendimento acerca da adequação destas novidades a institutos jurídicos clássicos.

O desenvolvimento tecnológico promove encurtamento de distâncias entre acionistas, podendo colaborar para a intensificação do ativismo societário[4] e contribuir para o combate ao absenteísmo[5], com efeitos importantes no aperfeiçoamento das relações entre os diversos agentes das sociedades anônimas.

Com a evolução tecnológica, tornou-se possível a participação *ao vivo* de acionistas em Assembleias Gerais de companhias, independentemente da localidade em que estejam acontecendo. Alternativamente, na hipótese de não estarem participando *ao vivo*, as tecnologias propiciam mecanismos para a interação entre os ambientes virtual e presencial, inclusive, conforme o caso, por sistemas de votação e participação a distância.

---

[3] As mudanças nas formas de negócios e a valorização de bens intangíveis são tendências que precedem as plataformas tecnológicas. A importância de adaptar o estudo de institutos jurídicos sob novas perspectivas foi revelada por Charles Reich, ainda em 1964, no sentido de que: "*(...) more and more of our wealth take the forms of rights or status rather than of tangible goods. (...) the automobile dealer`s chief wealth is his franchise from the manufacturer which gives him exclusive sales rights within a certain territory, for it is his guarantee of income. His building, his stock of cars, his organization, and his goodwill may all be less valuable than his franchise. Franchises represent the principal asset of many business agreements, and organization may be the most valuable assets. The steel company`s relationships with coal and iron producers and automobile manufactures and construction companies may be worth more than all its plants and equipment.*" (REICH, Charles A. "The New Property". *In:* The Yale Law Journal, vol. 73, n. 5, abril de 1964, pp. 733-787).

[4] O ativismo societário pode ser entendido como a atuação de acionistas minoritários na defesa de seus direito e interesses, usualmente realizada por meio de atuação conjunta e coordenada de determinado grupo destes acionistas. Em sentido semelhante, veja-se: MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. "Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas da Capital Pulverizado Brasileiras" *In:* MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R.; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coord.) Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais, pp. 218-262. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 218.

[5] O absenteísmo societário pode ser entendido como a abstenção do exercício do direito de voto, a partir de ausência previamente decidida e de maneira habitual nas Assembleias Gerais.

De modo a buscar compreender a situação presente e ponderar sobre as perspectivas futuras das Assembleias Gerais, no que tange aos reflexos que as tecnologias têm apresentado e podem vir a apresentar no regime jurídico assemblear, é fundamental conhecer o tema desde a sua origem.

As Assembleias Gerais desempenham diversas funções em sociedades anônimas e têm enorme importância no Direito Societário. A "Assembleia Geral é o órgão social formado pelo conjunto de acionistas reunidos, devidamente convocado e instalado na forma da lei e dos estatutos, para deliberar sobre matéria de interesse da sociedade"[6].

Não são todas as reuniões de acionistas que se revestem do aspecto assemblear, mas tão somente aquelas que tenham sido devidamente convocadas, instaladas e realizadas com observância das formalidades legais e estatutárias aplicáveis. Essa é uma percepção que, embora óbvia, é relevante para diferenciar potenciais encontros de acionistas realizados por *internet*, aplicativo e/ou outras plataformas sem respeitar as solenidades necessárias.

A Assembleia Geral é órgão deliberativo, interno e de natureza permanente nas sociedades anônimas[7], que ocupa papel supremo na estrutura hierárquica dos órgãos sociais, e por meio do qual os acionistas contribuem para a formação da vontade social. A participação dos acionistas em Assembleias Gerais é muitas vezes comparada com a dos integrantes do povo em democracias diretas[8].

---

[6] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 246.

[7] Observe-se, porém, no tocante ao sentido de permanência, que *"A assembleia-geral, apesar de ter – na curiosa formulação de Messineo – uma* incarnazione intermittente, *possui, contudo, existência material efêmera: limita-se ao espaço de tempo no qual os acionistas nela se reúnem, discutindo e deliberando. Fora desses momentos é um órgão* quiescente, *devendo ser convocada, na forma da lei (arts. 123, 124 e 294, I, da Lei 6.404/197615), para poder atuar, salvo na hipótese de assembleia 'totalitária', que dispensa as formalidades previstas em lei para a convocação (art. 124, § 4º). Exaurida que seja, a assembleia retorna ao estado de quiescência, até a próxima convocação e constituição. Tem a assembleia, pois, incontestável* realidade jurídica, *embora seja privada de existência material permanente"* (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (*Invalidade das Deliberações de Assembleia das S/A*, 2ª ed., São Paulo: Malheiros, 2017, p. 39). No mesmo sentido, Waldirio Bulgarelli: a assembleia é um órgão *"momentâneo na sua afirmação concreta, embora permanente na sua conformação teórica (...)"* (cf. BULGARELLI, Waldirio. "Deliberar não deliberar é deliberar?'. In: *Questões de Direito Societário*. São Paulo: RT, 1983, p. 89).

[8] Alfredo Lamy Filho destaca que "*O conjunto dos acionistas é o 'povo' - fonte de todo poder, que se manifesta em assembleia, como numa democracia direta. A assembleia delibera sobre os assuntos mais importantes, fixa a orientação geral dos negócios da sociedade e designa os administradores, que não são representantes dos acionistas, porém órgãos da sociedade.*" (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito Das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 60).

A participação nas deliberações assembleares e o exercício do direito de voto[9] são as formas pelas quais os acionistas participam na formação da vontade social. Devido à importância do exercício do voto na formação da vontade social, Erasmo Valladão pondera que tal direito, para além de um direito subjetivo, constituiria um poder-função do acionista[10].

A depender de como vierem a ser aplicadas as tecnologias às Assembleias Gerais e o efeito que tal aplicação venha a ter, pode-se ponderar sobre a ampliação da participação dos acionistas nos conclaves, fazendo com que o direito de voto seja utilizado de forma efetiva por acionistas de diferentes perfis. Em tal cenário, haveria mudança substancial no contexto atual em que, na prática, apenas os acionistas controladores efetivamente participam e/ou possuem incentivos para participar de Assembleias Gerais na maior parte das companhias.

Em essência, os dispositivos da legislação acionária foram concebidos visando a incentivar o exercício pelos acionistas dos direitos de que são titulares[11]. Essa configuração legal busca assegurar que todos os acionistas possam, de alguma forma, influenciar na formação da vontade social, que é determinada com base no princípio majoritário[12].

---

[9] Nelson Eizirik destaca que "*O voto constitui a manifestação do direito conferido a cada indivíduo de participar da formação da vontade de determinado grupo. Tratando-se de uma pretensão juridicamente exigível diante dos demais componentes do grupo, o direito de voto é direito subjetivo, ou seja, decorre de uma situação tida como legítima para fundamentar a participação de alguém na formação da vontade coletiva.*" (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume I – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 174).

[10] "*Nessa perspectiva, torna-se difícil caracterizar o direito de voto como um verdadeiro direito subjetivo, por definição livre no seu exercício, na medida em que, votando, o acionista deve antepor ao seu interesse o interesse da companhia, embora este último, como interesse comum, também em certa medida lhe pertença*" (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.* 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 69).

[11] Essa não é a opinião de Modesto Carvalhosa, para quem a legislação brasileira consagra o absenteísmo: "*A Lei n. 6.404, de 1976, ao adotar o regime de cessão de voto e ao cercear o seu exercício através da forma e da classe, legalizou o fenômeno do absenteísmo dos acionistas nas assembleias gerais. Ao assim proceder, o legislador de 1976 acentuou a tendência não associativa do acionista moderno. A lei de 1976 deixou de ser educativa, portanto, no que diz respeito à reversão dessa tendência danosa de não participação dos acionistas na condução e na elaboração da política da companhia.*" (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. II – Artigos 75 a 137. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 425).

[12] Marcelo von Adamek destaca que "*embora o sócio sempre participe da formação da vontade coletiva (através do voto ou, pelo menos, da sua participação nos conclaves, com direito de voz), fica sujeito, nas sociedades onde prevalece o princípio majoritário, à decisão tomada pela maioria (de sócios ou sócios representando a maioria do capital social, conforme o caso): 'as deliberações tomadas de conformidade com a lei e o contrato social vinculam todos os sócios, ainda que ausentes ou dissidentes (CC, art. 1.072, §5º)'*" (ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 46-47). E, complementa o autor: "*entre nós vige o princípio majoritário, a formação da vontade coletiva não ocorre apenas pelo critério de cabeça (one man, one vote), e sim, no mais das vezes, dá-se em função da participação dos sócios no capital social (CC, arts. 1.010 e 1.071; e LSA, art. 110)*" (ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 50).

Otto von Gierke ensina que o princípio majoritário promove a consolidação da vontade geral de determinado grupo, conforme definida pela maioria de seus membros. Esse mecanismo decisório assume que a decisão tomada pela maioria dos votos corresponde a resultado vinculante para todos os membros do grupo, inclusive dissidentes, ausentes e vencidos na deliberação tomada[13].

No mundo moderno, com a formação das grandes companhias (*macroempresas*) e da intensificação da organização de empresas mediante mecanismos jurídicos capazes de propiciar negócios estruturados em grande escala, são cada vez mais complexos a gestão social, o fluxo de informações e o confronto de ideias entre os acionistas. Neste compasso, proliferam-se conflitos societários e problemas de agência (*agency problems*)[14].

A consolidação do modelo econômico capitalista, especialmente após a 2ª Guerra Mundial, a evolução dos mercados de capitais internacionais, o desenvolvimento das economias de mercado e, sobretudo, os avanços tecnológicos encurtaram distâncias e propiciaram mecanismos eficientes para que agentes de mercado localizados em regiões diferentes praticassem negócios entre si[15].

Nesse contexto econômico com reconhecidos efeitos no mundo dos negócios, as sociedades requerem investimentos e aportes de recursos em volumes cada vez mais

---

[13] "Como decorrência da relação associativa, o membro, para garantir a união do todo, deve submissão ao resultado da votação, transformando, assim, a vontade da maioria em vontade de todos. (...) Dessa forma, a decisão somente ganha força se a minoria realmente seguir a maioria. Caso a minoria continue a insistir na sua posição, talvez cometa um ato ilícito punível, mas não se chega a nenhuma decisão válida na associação". (GIERKE, Otto von. "Da História do Princípio da Maioria". Traduzido por Nilson Lautenschlager Jr. In: *RDM*, São Paulo: Editora Malheiros, vol 166/167, ago. 2013-jul. 2014, p. 13).

[14] "*(...) an "agency problem" – in the most general sense of the term – arises whenever one party, termed the "principal", relies upon actions taken by another party, termed the "agent", which will affect the principal's welfare. The problem lies in motivating the agent to act in the principal's interest rather than simply in the agent's own interest.*" (ARMOUR, John, HANSMANN, Henry; e KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law*: A Comparative and Functional Approach. 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 29).

[15] Relatos históricos informam que, a partir da década de 1950, com o término da 2ª Guerra Mundial e o fortalecimento da economia nos EUA e na Inglaterra, os investidores financeiros, em geral, perceberam que havia certos riscos inerentes a determinados produtos e/ou setores de atuação na economia que poderiam ser reduzidos com a diversificação dos setores nos quais os investimentos são realizados. É neste contexto que se fortalece ainda mais o interesse pelo mercado de capitais e a dinamização da dispersão das estruturas de capital nas companhias abertas de países em elevado estágio de evolução do modelo capitalista, especialmente nos EUA e na Inglaterra. Nesse sentido, ver: MOORE, Andrew G.T. "The Birth of Unocal: A Brief History". *In: Delaware Journal of Corporate Law.* v. 31, n. 3, 2006, pp. 865-886. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=946018>. Acesso em 05.11.2019.

expressivos, ocorrendo o processo de concentração empresarial[16], com número crescente de operações de compra e venda de participações societárias e ativos, fusões, incorporações, incorporação de ações e transferências de controle de companhias[17]. Há desenvolvimento e diversificação dos mecanismos de captação de recursos e as companhias assumem dimensões cada vez maiores.

As relações são fortemente influenciadas por características da Era Digital[18], em que a *internet* e outras tecnologias estão promovendo transformações diversas no mundo e, inclusive, nas relações jurídicas. Diante de tais modificações, há desafios e oportunidades que estão promovendo importantes mutações no Direito Societário e no regime jurídico das Assembleias Gerais.

Sendo assim, esta tese pretende analisar de forma pioneira[19] as Assembleias Gerais de sociedades anônimas realizadas com a utilização de tecnologias modernas e mecanismos virtuais[20].

---

[16] Sobre o tema, lecionam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira: "*[E]sse processo de concentração foi naturalmente induzido por dois objetivos visados pelas organizações produtivas: diminuir a instabilidade a que estão sujeitas as empresas que vendem em mercados altamente competitivos e obter as vantagens propiciadas pela grande dimensão – redução dos custos unitários de produção, integração vertical da produção ou maior poder nos mercados, capacidade para planejar a longo prazo, segurança de financiamento da expansão através de reinvestimento de lucros, capacidade de investir em pesquisa tecnológica e no desenvolvimento de novos produtos, e maior poder nas relações com as comunidades locais e os governos nacionais*" (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. "Formação e desenvolvimento das sociedades por ações". *In:* LAMY FILHO, Alfredo *et al*. *A Lei das S.A.* Vol. 1, pp. 19-102. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 62). Reproduzindo e complementando estas ideias, os próprios autores expuseram que "*[o] processo de concentração conduziu à formação, nos países mais desenvolvidos, de empresas de grande porte, cujas dimensões, como organizações sociais, somente podem ser comparadas com os Estados nacionais e suas subdivisões*" (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 570).

[17] COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos Jurídicos da Macroempresa*. São Paulo: RT, 1970, pp. 1-10.

[18] A Era Digital (que também é conhecida como "Era Tecnológica" e/ou "Era da Informação") é o nome atribuído subsequentemente à "Era Industrial", mais especificamente após a década de 1980, como consequência da proliferação dos efeitos de invenções como o microprocessador, a rede mundial de computadores, a fibra ótica e o computador pessoal.

[19] Respeitando, porém, as raízes pátrias e buscando apoio nos ombros de gigantes autores clássicos do Direito Societário. Sem trocadilho, faz-se aqui menção à célebre frase atribuída a Isaac Newtow: "*Se vi mais longe foi por estar sobre os ombros de gigantes*", que é frequentemente reproduzida em inglês: "*If I have seen further it is by standing on the shoulders of giants*".

[20] A palavra virtual é aplicada no sentido de emular e/ou replicar por meio digital a assembleia de acionistas, tal como tradicionalmente realizada. Neste sentido, o Dicionário Aurélio: "*[Do lat. escolástico virtuale] Adj. 2 g. 1. Que existe como faculdade, porém sem exercício ou efeito atual. 2. Suscetível de se realizar; potencial. 3. Filos. Diz-se do que está predeterminado e contém todas as condições essenciais à sua realização. [Opõe-se, nesta acepção, a potencial (3) e atual (4).] 4. Inform. Que resulta de, ou constitui uma emulação, por programas de*

Alguns elementos já estão presentes na realidade atual[21], porém com carência de um estudo nacional específico sobre o tema, voltado para a análise sobre os reflexos – positivos e/ou negativos – do emprego das tecnologias nas Assembleias Gerais de acionistas. Tal ausência vem concedendo espaço para estrangeirismos e tentativas de aplicação no Brasil de fenômenos havidos em outros países, sem as necessárias adaptações à nossa realidade e às características do nosso regime jurídico.

A realização de Assembleias Gerais, seja pela forma virtual ou com a adoção de outros elementos de tecnologia, é uma tendência mundial. No Brasil, tal propensão já começa a se concretizar.

Dentre as primeiras aparições de discussões formais sobre o tema da aplicação de tecnologias às Assembleias Gerais das companhias no Brasil, destaca-se inicialmente a consulta formulada pela MZ Consult Serviços e Negócios Ltda. à Superintendência de Relações com Empresas – SEP da CVM, que deu origem ao Processo Administrativo CVM RJ nº 2008/1794.

A questão foi examinada em Reunião do Colegiado da CVM realizada em 24 de junho de 2008[22], na qual se admitiu a possibilidade de utilização de procurações de voto em

---

computador, de determinado objeto físico ou equipamento, de um dispositivo ou recurso, ou de certos efeitos ou comportamentos seus ~ V. imagem - e trabalho." (grifo nosso) (FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. *Novo Aurélio do Século XXI: O Dicionário da Língua Portuguesa*. 1ª ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1999). Há quem pondere que a terminologia digital seria mais adequada. Neste sentido, o Dicionário Aurélio: "*[Do lat. digitale.] Adj. 2 g. 1. Dos, ou pertencente ou relativo aos dedos: impressão digital. 2. Relativo a dígitos. 3. Inform. Que tem intervalos discretos, i.e. em que há um número finito de valores possíveis entre dois valores quaisquer. 4. Inform. Que é representado exclusivamente por números (segundo um código convencionado) e, portanto, passível de processamento por computadores digitais: imagem digital; som digital; 5. Eletrôn. Diz-se de aparelho ou circuito cujo funcionamento é baseado em microprocessador.*" (FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. *Novo Aurélio do Século XXI: O Dicionário da Língua Portuguesa*. 1ª ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1999).

[21] As alternativas propostas pelas tecnologias devem solucionar problemas, em conformidade com as finalidades do Direito Societário brasileiro. Neste sentido, as formalidades legais que gravitam em torno das deliberações assembleares devem ser enxergadas sob a égide de um regime de anulabilidade, na forma concebida por Erasmo Valladão, para quem: "*A disciplina geral de convocação e instalação das assembleias gerais acha-se estabelecida nos arts. 123 a 128 da Lei das S/A. A violação dessas disposições, portanto, ou de normas estatutárias que as complementam (v.g., art. 123, caput), acarreta a anulabilidade da assembleia geral, e, consequentemente de todas as suas deliberações. [...] Tem-se, assim, que a assembleia que se realizar com infringência das normas legais ou estatutárias de convocação ou instalação será, em princípio, anulável*." (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2ª ed, rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, pp. 100-102).

[22] CVM. Processo Administrativo nº RJ 2008/1794, Dir. Rel. Sergio Weguelin, j. em 24.06.2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0004/5973-0.pdf>. Acesso em 05.11.2019.

forma digital nas Assembleias Gerais, com o propósito de ampliar a participação dos acionistas em tais eventos societários[23].

Subsequentemente, a ideia foi aperfeiçoada em alterações promovidas pela Lei nº 12.431/2011 na LSA, notadamente no que se refere às inclusões: *(i)* do parágrafo único ao artigo 121 da LSA, a fim de reconhecer e legitimar, nas companhias abertas, a possibilidade de participação e voto a distância dos acionistas em Assembleia Geral; e *(ii)* do parágrafo único ao artigo 127 da LSA, que considera presente em Assembleia Geral, para todos os efeitos, o acionista que registrar a sua presença a distância.

É nessa direção que caminham a regulação e os atos normativos expedidos pela CVM, destacando-se, por exemplo, a Instrução CVM nº 481/2009, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nº 552/2014, 561/2015, 565/2015, 567/2015 e 594/2017, que dispõem sobre informações, pedidos públicos de procuração[24], participação e votação a distância em Assembleias Gerais.

No contexto da regulamentação da CVM sobre o parágrafo único do artigo 121 da LSA e o parágrafo único ao artigo 127 da LSA, conforme introduzidos pela Lei nº 12.431/2011, surgiram especulações diversas e ponderações sobre possíveis aplicações práticas de tais dispositivos[25-26].

Diante do aumento das relações jurídicas realizadas eletronicamente, que em alguns setores e atividades chega a ser, atualmente, até predominante em relação às havidas por meio

---

[23] Posteriormente, como evolução e desdobramento do Processo Administrativo nº RJ 2008/1794, cite-se também a consulta formulada pela Assembleias Online Serviços e Informática Ltda. sobre a possibilidade de participação remota de cotistas em assembleias gerais de fundos de investimento, por meio de ferramenta eletrônica, que deu origem ao Processo Administrativo CVM nº RJ 2010/12738, julgado na Reunião do Colegiado da CVM de 31.05.2011, que teve como Relator o à época Diretor Otavio Yazbek.

[24] "*Embora se trate de instrumento de grande utilidade em tese, o mercado acionário brasileiro ainda se encontra longe do estágio em que tal utilidade se poderia provar na prática. Por enquanto, a baixa dispersão acionária e o ativismo acionário ainda em formação fazem com que a proxy solicitation permaneça sendo uma peça subutilizada*." (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 315).

[25] YOKOI, Yuki. "*Clicou, votou: seis questões sobre assembleias virtuais, que serão reguladas pela CVM este ano*". In: Revista Capital Aberto nº 101, jan. 2012.

[26] Em caminho de modernização, houve também o PL nº 2.097/2015 sobre a realização, registro e publicidade de atos societários por meio eletrônico. O PL nº 2.097/2015 será examinado em mais detalhes na Seção 3.2.1 e na Seção 3.4.1.1 deste trabalho.

físico e presencial, tornaram-se cada vez mais necessários instrumentos para estabelecer segurança jurídica em tais relações.

O certificado digital é uma das ferramentas que vêm sendo utilizadas para garantir essa segurança, ao criar uma identidade virtual para aqueles que praticam negócios jurídicos na *internet*, garantindo a autenticidade necessária à representação das partes em tais negócios jurídicos. Em seu funcionamento, esse instrumento utiliza-se de chaves criptográficas que geram assinaturas e identificações eletrônicas, autênticas e individualizadas.

Dessa forma, é possível atribuir validade jurídica a determinados atos e/ou negócios jurídicos praticados virtualmente, a fim de reduzir e, na medida do possível, evitar fraudes, simulações e outros defeitos capazes de contaminar ato e/ou negócio jurídicos realizados virtualmente[27].

No exterior, há diversos exemplos de países que já usam tecnologias para participação e cômputo de votos em Assembleias Gerais, no compasso das modernizações viabilizadas pela Era Digital[28].

Dentre as tecnologias, destaca-se o emprego do *blockchain*[29], que pode ser descrita como uma espécie de livro-razão (*ledger*[30]) capaz de registrar negócios entre partes, conhecidas

---

[27] Com a certificação digital, surgem também as figuras do: *(i)* e-CPF, que é uma espécie de identidade digital aplicável às pessoas físicas, que permite a estas realizarem operações virtuais, tal como se estivessem utilizando o CPF físico e tradicional; e *(ii)* do e-CNPJ, que é o certificado vinculado às pessoas jurídicas e emitido para uso pelos representantes legais das mesmas, que serve para a mesma finalidade de realização de operações virtuais, neste caso buscando mimetizar os efeitos do uso do CNPJ tradicional. O e-CPF e o e-CNPJ já servem para diversas finalidades e estão disponíveis para o uso do público em geral. O e-CPF vem sendo utilizado, por exemplo, por aqueles que precisa acessar o Sistema de Escrituração Digital das Obrigações Fiscais, Previdenciárias e Trabalhistas (eSocial), Empregador Doméstico e ou registrar a DIRPF – Declaração de Imposto de Renda de Pessoa Física, entre outros. O e-CNPJ vem sendo utilizado para acessar o Sistema de Escrituração Digital das Obrigações Fiscais, Previdenciárias e Trabalhistas (eSocial), Conectividade Social, emissão de Nota Fiscal Eletrônica - NF-e, Nota Fiscal Avulsa Eletrônica - NFA-e, Nota Fiscal Consumidor Eletrônica - NFC-e, Nota Fiscal de Serviço Eletrônica - NFS-e.

[28] LAFARRE, Anne; VAN DER ELST, Christoph. "Blockchain Technology for Corporate Governance and Shareholder Activism" (Março de 2018). *In: European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 390/2018*. Disponível em:<https://ssrn.com/abstract=3135209>. Acesso em 05.11.2019.

[29] A plataforma *online* do dicionário Merriam-Webster define *blockchain* como "*a digital database containing information (such as records of financial transactions) that can be simultaneously used and shared within a large decentralized, publicly accessible network; also: the technology used to create such a database. The technology at the heart of bitcoin and other virtual currencies, blockchain is an open, distributed ledger that can record transactions between two parties efficiently and in a verifiable and permanent way.* (IANSTII, Marco e LAKHANI, Karim R. "Blockchain". In: Merriam-Webster.com. Disponível em: <https://www.merriam-webster.com/dictionary/blockchain>. Acesso em 05.11.2019).

[30] A tecnologia do *blockchain* é tão recente que a versão física do Black's Law Dictionary ainda não comporta

e/ou desconhecidas, por mecanismos auditáveis, imutáveis e, consequentemente, considerados como confiáveis e seguros; utilizando rede descentralizada ponto-a-ponto (*peer-to-peer network*), que contabiliza todos os negócios havidos por meio de registros integrados mantidos pelos participantes vinculados à rede. Esse tipo específico de *software* pode anotar qualquer operação, com registros que são feitos em blocos e formam uma cadeia protegida por meio de criptografia, que está disponível para todos os usuários integrados à rede.

No Brasil e no mundo de forma geral, em suas aparições e empregos iniciais, a tecnologia *blockchain* esteve muitas vezes associada às criptomoedas[31], mas há inúmeras outras aplicações possíveis para este sistema descentralizado de registro de informações e operações. Há, por exemplo, casos de utilização do *blockchain* para registros de nascimentos e óbitos, certidões de casamento, títulos de propriedade, diplomas escolares, procedimentos médicos, disponibilização de documentos e informações e, por último, sendo no caso o uso mais importante para esta tese, procedimentos de votação e reuniões em geral.

O *blockchain* e outras inovações tecnológicas já vêm sendo utilizados como ferramentas para aprimorar relações societárias, com efeitos positivos na governança corporativa[32]. O emprego de tecnologias é capaz de melhorar a convergência entre acionistas controladores e minoritários; acionistas e administradores; agentes internos e *stakeholders*, reduzindo problemas de agência.

De acordo com Anne Lafarre e Christoph Van der Elst, em estudo seminal sobre o tema:

> Blockchain is a technology that can offer smart solutions for classical corporate governance inefficiencies, especially in the relationship between shareholders and the company. Annual General Meetings (AGMs) are generally considered dull mandatory yearly rituals and its important

---

uma definição da expressão "blockchain". Entretanto, a fim de buscar subsídios em conteúdos correlatos, a expressão "*Ledger*" está assim definida: "*1. A book or series of books used for recording financial transactions in the form of debits and credits; esp. a book in which a business or bank records how much money it receives and spends. - Also termed general ledger. 2. Archaic. A resident ambassador or agent - Also termed (in sense 2) leger, lieger*." (GARNER, Bryan A (coord.). *Black's Law Dictionary*. 10ª ed. Nova Iorque: Thompson Reuters, 2014).

[31] Dentre outras criptomoedas, citem-se *BitCoin*, *LiteCoin*, *Cardano* e *Ethereum*.

[32] Sobre o tema, referir-se, dentre outros a: *(i)* VERMEULEN, Erik P. M., Corporate Governance in a Networked Age (August 9, 2015). Wake Forest Law Review, 2015 Forthcoming; Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2015-4; Tilburg Law Research Paper No. 16/2015. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=2641441. Acesso em 05.11.2019; e *(ii)* ZETZSCHE School, Dirk A., Corporate Governance in Cyberspace - a Blueprint for Virtual Shareholder Meetings (June 19, 2005). CBC-RPS No. 0011. Disponível em: SSRN: https://ssrn.com/abstract=747347. Acesso em 05.11.2019.

> theoretical functions, the information, forum and decision-making functions, are de facto eroded. In addition, the AGM suffers from procedural flaws, especially when shareholders vote remotely.[33]

A utilização de tecnologias em Assembleias Gerais de acionistas tende a produzir efeitos, positivos e negativos, a serem explorados adiante.

Dentre os efeitos positivos, que serão examinados em maiores detalhes nas próximas Seções deste trabalho, podemos apontar: *(i)* economia para as companhias em geral; *(ii)* melhoria da eficiência nas relações entre acionistas e a companhia, com potencial aumento da participação efetiva daqueles nas deliberações assembleares; *(iii)* combate ao absenteísmo (e, consequentemente, incentivo à interação entre os acionistas e as companhias); *(iv)* simplificação e aprimoramento do acesso a documentos e informações necessários ao adequado exercício do direito de voto; *(v)* facilitação do recebimento dos votos, das manifestações, protestos e documentos; e *(vi)* auxílio no credenciamento, na contagem dos votos e no anúncio dos resultados finais das votações.

Estas consequências positivas se inserem em meio a medidas coordenadas para incentivar a participação de acionistas minoritários e investidores em geral nas companhias, independentemente de possuírem relação direta com a administração e/ou com os acionistas que compõem o eixo decisório principal das companhias.

Entretanto, pondera-se também sobre diversos efeitos negativos que podem se materializar na utilização inadequada de tecnologias e com a supressão dos encontros presenciais, caso se admitam Assembleias Gerais realizadas totalmente a distância e/ou virtualmente. As Assembleias Gerais possuem papel fundamental para, dentre outros, o confronto de ideias, o debate, a proposição de alternativas e opções diferentes daquelas

---

[33] LAFARRE, Anne; VAN DER ELST, Christoph. "Blockchain Technology for Corporate Governance and Shareholder Activism" (Março de 2018). *In: European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 390/2018*. Disponível em:<https://ssrn.com/abstract=3135209>. Acesso em 05.11.2019. Os mesmos autores têm inúmeros outros trabalhos sustentando que a tecnologia *blockchain* é capaz de resolver inúmeras ineficiências atuais e modernizar as Assembleias Gerais. Por exemplo: *(i)* LAFARRE, Anne; VAN DER ELST, Christoph. "Bringing the AGM to the 21st Century: Blockchain and Smart Contracting Tech for Shareholder Involvement (June 2017)". *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 358/2017*. Disponível em SSRN: or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2992804. Acesso em 05.11.2019; e *(ii)* LAFARRE, Anne; VAN DER ELST, Christoph. *Blockchain Technology for Modernizing the Shareholder Dialogue*. Working Paper. Junho de 2018, p. 9, Disponível em: https://www.tilburguniversity.edu/upload/1413437f-2ccb-4fe9-bc01-60aa0c7ec657_BlockchaintechnologyformodernizingshareholderdialogueWP.pdf. Acesso em 05.11.2019.

inicialmente concebidas. No momento atual, não há ainda elementos tecnológicos que permitam que as Assembleias Virtuais desempenham eficientemente estes mesmos papéis[34].

Nelson Eizirik avalia que:

> O exercício do direito de voto não se dá unicamente pela manifestação monossilábica do 'sim' ou 'não', pois nele se compreendem: o ingresso e a presença na assembleia geral; a palavra; a proposição; o protesto; o pedido de informações à mesa ou à administração; a expressão do voto, verbalmente ou por escrito.[35].

Reduzir as Assembleias Gerais a encontros não presenciais, sem debate, sem discussão e/ou com limitações de interação entre participantes seria uma ofensa ao Direito Societário. A adoção de tecnologias deve ser feita como uma forma de ampliação de horizontes e, não, uma limitação da extensão com que direitos podem ser exercidos.

Ressalte-se que é sempre importante ponderar sobre o contexto em que se inserem estas análises. De forma geral, inúmeras iniciativas no mundo vêm sendo direcionadas para incentivar a dispersão acionária, em oposição às companhias organizadas com concentração acionária.

A dispersão acionária é uma realidade restrita a poucas companhias abertas no Brasil. Durante o início do Século XXI, o mercado de capitais brasileiro apresentou significativo desenvolvimento, que foi acompanhado por aumento do número de companhias abertas com dispersão acionária.

No entanto, a despeito de todas as perspectivas de evolução e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, há fortes razões históricas, econômicas e estruturais para se acreditar que o modelo prevalecente no Brasil tende a ser o das companhias com concentração acionária, registrando-se a presença de uma pequena (porém relevante) quantidade de companhias abertas com dispersão.

---

[34] Entretanto, em futuro breve, com a evolução tecnológica a tendência é que este cenário venha a mudar e, inclusive, a reflexão acima possa a vir ser revisitada.

[35] EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 173-182.

Sob a ótica econômica, são usuais as situações de exaltação da dispersão acionária em momentos de prosperidade e bonança, da mesma forma que são comuns os incentivos à concentração acionária nos contextos de crise, dificuldade e recessão[36].

Há diversas iniciativas tendentes a ampliar a quantidade de companhias abertas organizadas com dispersão acionária em sua estrutura de capital no Brasil. Como exemplo, citem-se os esforços para manutenção de níveis mínimos obrigatórios de dispersão acionária (*free float)* em segmentos especiais instituídos pela B3[37].

Entender tal contexto é fundamental para compreender adequadamente a melhor forma de adaptação de políticas públicas relacionadas à modelagem das Assembleias Gerais a essa nova realidade das tecnologias, uma vez que – em companhias com cenário de dispersão acionária – muitos acionistas, notadamente aqueles com perfil de investidores[38], não têm

---

[36] Erik Oioli afirma que "*na empresa em que o poder empresarial é detido pelos administradores [hipóteses de alta dispersão acionária], a companhia continua a organizar juridicamente uma sociedade empresária, mas a análise econômica e social da empresa mostra que os titulares das ações deixam de desempenhar o papel de acionistas, pois não exercem de fato o comando dos administradores: salvo em momento de grave crise, não são, de fato, a fonte do poder empresarial, e se comportam como meros credores de dividendos [...] Portanto, o papel dos investidores institucionais e, de forma geral, dos titulares de blocos significativos de ações, como portadores da bandeira do ativismo pode ser limitado e não resolve, por si só, o problema do monitoramento dos administradores. Será útil, de forma geral, na gestão de crises ou mesmo como contraponto à atuação dos administradores nas OPA para aquisição de controle*" (OIOLI, Erik Frederico. *Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014, p. 233).

[37] Atual denominação da BM&FBovespa, após a combinação com a CETIP

[38] Joseph de la Vega – escritor e empresário espanhol radicado na Holanda, que é autor da obra clássica *Confusion de Confusiones*, conhecida como o livro mais antigo sobre mercado de capitais – apontava desde 1688 a existência de 3 (três) tipos de acionista, com base nos seus respectivos perfis. Há o "acionista rendeiro", que é aquele que compra e detém as ações no intuito de receber dividendos; há o "acionista especulador", que está interessado na oscilação do valor das ações, a fim de obter ganho na compra ou na venda de ações, a depender da sua variação na bolsa; e há também o "acionista empreendedor", cuja motivação, embora também seja o lucro a partir do aumento do valor da ação, é participar ativamente da condução dos negócios sociais. Por estas razões associadas aos diferentes perfis de acionistas, diz-se que o acionista empreendedor tem maiores incentivos para engajar-se ativamente na vida da companhia, inclusive participando das deliberações assembleares. Nas palavras do autor: *"Every year the financial lords and the big capitalists enjoy the dividends from the shares they have inherited or have bought with money of their own. They do not care about movements in the price of the stock. Since their interest lies not in the sale of the stock but in the revenues secured through the dividends, the higher value of the shares forms only an imaginary enjoyment for them […]. The second class is formed by merchants who buy a share (of 500 pounds) and have it transferred in their name (because they are expecting favorable news from India or of a peace treaty in Europe). They sell these shares when their anticipations come true and when the price rises […]. Gamblers and speculators belong to the third class. They have tried to decide all by themselves about the magnitude of their gains and, in order to do so, … they have put up wheels of fortune"* (DE LA VEGA, Joseph. *Confusión de Confusiones*. 1ª ed. New York: Marketplace Books, 1996).

interesse ou disponibilidade para comparecer às Assembleias Gerais e/ou tomar parte nas deliberações assembleares[39].

No âmbito da Audiência Pública SDM nº 09/2014, a B3 destacou que o fenômeno do absenteísmo em todo o mundo decorre em grande medida dos baixos incentivos para fazer com que os acionistas incorram nos elevados custos de participação em Assembleias Gerais[40].

O fenômeno do absenteísmo nas Assembleias Gerais tem sido considerado um problema a ser enfrentado pela legislação e por órgãos reguladores do mercado de capitais em diversos países. Neste trabalho analisaremos o tema e apresentaremos possíveis alternativas para mitigá-lo.

Há 3 (três) principais soluções normativas – que vêm sendo discutidas e, em alguns países, adotadas – para reduzir esse distanciamento entre investidores e as companhias: *(i)* as assembleias virtuais, em que os acionistas participam do conclave por meio da *internet* e/ou valendo-se de outros sistemas eletrônicos; *(ii)* a representação do acionista por procurador, que poderá ocorrer em consequência de um pedido público de procuração; e *(iii)* a participação remota do acionista em Assembleias Gerais, de modo que este possa votar e participar mesmo que a distância.

Este trabalho buscará indagar sobre os impactos das tecnologias em cada um dos mecanismos, institutos e fenômenos típicos das Assembleias Gerais; desde as questões formais até as questões substanciais; dos preparativos até o conclave; da convocação e disponibilização de documentos e informações até a tomada das deliberações assembleares; da sugestão das deliberações até a divulgação final do mapa de votação analítico, com o resultado final das deliberações tomadas.

---

[39] A título meramente exemplificativo, vejam-se os comentários de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira: "*[os acionistas] exercem profissões ou têm outros negócios e aplicam em ações, como em qualquer outro tipo de investimento, para obter renda ou lucro, desde que não tenham que administrar os empreendimentos que geram esse lucro. Essa divisão nítida de subfunções empresariais, facilitada pelo modelo de companhia, explica a omissão do público investidor em comparecer às assembleias gerais para discutir e votar as decisões sobre o destino da companhia, a não ser quando sente que há perigo de perder seu investimento*" (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 182).

[40] CVM. Audiência Pública SDM nº 09/2014. Relatório de Análise – Audiência Pública SDM nº 09/2014 – Processo Administrativo CVM nº RJ 2011/13930, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 07.04.2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2014/sdm0914relatorio.pdf>. Acesso em 05.11.2019, p. 3.

A expectativa é oferecer contribuições originais à ciência jurídica.

A contribuição imediata será analisar os reflexos nas Assembleias Gerais das mudanças promovidas pelos mecanismos de voto e participação a distância e, também, pelas modificações nos pedidos públicos de procuração, diante dos artigos 121, parágrafo único, e 127, parágrafo único, da LSA, conforme as alterações efetuadas pela Lei nº 12.431/2011, e aquelas introduzidas na Instrução CVM nº 481/2009 pelas Instruções CVM nº 552/2014, 561/2015, 565/2015, 567/2015 e 594/2017.

A contribuição mediata é recomendar a adoção de tecnologias e mecanismos modernos nas Assembleias Gerais, como *blockchains* e *smart contracts*, a fim de reduzir a necessidade de atuação humana em aspectos burocráticos do procedimento assemblear. Tal adoção pressuporia algumas adequações na legislação societária brasileira, notadamente substituindo os arcaicos livros societários das companhias por registros eletrônicos, incentivando que as ações de emissão das companhias sejam escriturais, especialmente se quisermos adotar tal política pública tanto em companhias abertas quanto em fechadas.

Para tanto, buscando construir raciocínio lógico e sequencial, inicialmente, analisaremos os aspectos clássicos das Assembleias Gerais em sociedades anônimas, com detalhamento de questões tradicionais e confrontando algumas mudanças recentes. O trabalho inicia pela raiz e pelas fundações do instituto jurídico. Examinaremos o conceito e a natureza jurídica da Assembleia Geral.

Abordaremos as características da Assembleia Geral, enquanto órgão social deliberativo, supremo, permanente e interno das companhias, com funções colegiadas e responsável pelo debate, expressão e formação da vontade social. Analisaremos regras e detalhes sobre a convocação da Assembleia Geral, inclusive, mas não apenas, poderes e competências, prazos de antecedência, forma de realização e outros elementos procedimentais relevantes.

Estudaremos também a importância da disponibilização de documentos e informações, inclusive aspectos relativos à definição da ordem do dia e outras questões diversas pertinentes à instalação das Assembleias Gerais, considerando detalhes sobre credenciamento de participantes, legitimação para participar e regras de representação de acionistas por procuradores e terceiros em geral. Analisaremos também aspectos importantes sobre a

deliberação da sociedade anônima, inclusive examinando procedimentos, quórum de deliberação e questões atinentes ao debate e à votação.

Em seguida, estudaremos as Assembleias Virtuais e os novos instrumentos que vêm sendo aplicados às Assembleias Gerais, ponderando sobre a importância de tal modernização, uma vez que o instituto vem sofrendo inúmeras mudanças e influências recentes, que fazem com que o processo decisório se inicie muito antes do que o próprio encontro assemblear.

Abordaremos as formatações modernas da Assembleia Geral, com atenção à Assembleia Virtual *(Remote Only Shareholder Meeting)* e à Assembleia com Votação e Participação Remota *(Remote Shareholder Participation)*. Faremos breve análise sobre as Assembleias Virtuais, que não são uma realidade presente no Brasil, mas que são muito comuns nos EUA e têm sido especuladas no Brasil e na Europa. Tal análise dissecará vantagens e desvantagens associadas às Assembleias Virtuais.

Desse modo, chegaremos a um dos pontos nucleares deste trabalho, que é o estudo sobre as Assembleias com Votação e Participação Remota, onde pretendemos fazer nossa contribuição original imediata ao Direito Societário. Neste ponto, será dedicado estudo sobre voto e participação a distância, analisando o art. 121, parágrafo único e o art. 127, parágrafo único, da LSA. Em seguida, exporemos pormenorizadamente a Instrução CVM nº 481/2009, examinando detalhes como o boletim de voto a distância, a eleição de membros do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal. Em seguida, concluindo esta parte, analisaremos as transformações que o sistema de voto e participação a distância vem implementando em relação à visão clássica das Assembleias Gerais e, aqui, faremos uma análise sobre dados empíricos coletados pela Central de Inteligência Corporativa (CICORP) da B3 na experiência prática das Assembleias Gerais de companhias abertas no Brasil, nos anos de 2017, 2018 e 2019.

Em seguida, analisaremos os Pedidos Públicos de Procuração, que tiveram sua origem nas *proxy fights* dos EUA, mas que atualmente são também aplicáveis no Brasil e estão expressamente previstos no art. 126, §2º, da LSA. Exporemos as mudanças havidas na Instrução CVM nº 481/2009 e alguns elementos de especial importância sobre o tema. Exporemos as características diversas dos Pedidos Públicos de Procuração, analisando, inclusive, alguns aspectos polêmicos sobre a admissibilidade de emprego de procurações eletrônicas e não eletrônicas neste contexto de convergências entre tecnologia e tradição.

Ainda no cerne dos pontos em debate, examinaremos aplicações das novas tecnologias ao Direito Societário, com especial interesse nas transformações que já estão sendo provocadas na sociedade moderna. Abordaremos o *blockchain*, distinguindo as redes públicas e privadas, bem como a interessante e promissora possibilidade de aplicação desta tecnologia às Assembleias Gerais, buscando modernizar também outros aspectos formais do Direito Societário, como os registros de ações por livros societários e a disponibilização de documentos e informações referentes à companhia. Aqui realizaremos a nossa contribuição mediata à ciência jurídica. Em seguida, concluiremos com breve exame sobre os *smart contracts* e como eles podem ser aplicados às Assembleias Gerais.

Sequencialmente, abordaremos a governança corporativa, examinando os problemas de agência típicos das sociedades anônimas, quais sejam aqueles entre: *(i)* acionistas controladores e minoritários; *(ii)* acionistas e administradores; e *(iii)* agentes internos e externos (*stakeholders*). Tal análise terá como objetivo examinar o fenômeno do absenteísmo societário e das motivações existentes em relação a tal comportamento, a fim de demonstrar a importância do ativismo societário e ponderar sobre potenciais estratégias utilizadas nesse sentido, examinando seus efeitos positivos e negativos, e demonstrando como exercem papel importante no sistema de poderes *versus* proteções, concebido na estrutura de freios e contrapesos nas sociedades anônimas.

Por fim, será realizada breve análise comparativa sobre a experiência estrangeira em relação à adoção de tecnologias nas Assembleias Gerais, com enfoque nos EUA e na Europa, notadamente Inglaterra, Portugal, Espanha, Itália, França, Alemanha e Holanda. O entendimento do panorama internacional é importante para situar o Brasil na matéria e aferir onde e em que medida fixaremos as nossas raízes. Serão feitas considerações sobre a utilização, no Brasil, de tecnologias e inovações nas Assembleias Gerais, com cuidados para que essa adoção seja realizada com base em parâmetros do nosso sistema jurídico, sem exagerados estrangeirismos e aplicações entre nós de técnicas que já se revelaram inadequadas no exterior.

A pretensão, ao final, é fornecer à comunidade jurídica fundamentos para entendimento sobre a utilização das tecnologias nas Assembleias Gerais, sempre analisando o tema do ponto de vista jurídico, sem nos aventurarmos em outras áreas do conhecimento como

Engenharia, Programação Digital e Tecnologia da Informação, que não são escopo desta tese jurídica[41].

[41] Para tal análise do funcionamento da tecnologia *blockchain* sob a ótica da Engenharia, da Programação Digital e da Tecnologia da Informação, ver: (i) ROSENFELD, Meni. "Analysis of hashrate-based double-spending" (Fevereiro de 2014). *In: ArXiv nº 1402.2009*. Disponível em: <https://arxiv.org/abs/1402.2009>. Acesso em 05.11.2019; (ii) MENEZES, Alfred J.; VANSTONE, Scott A.; OORSCHOT, Paul C. Van. Handbook of Applied Cryptography. 5ª ed. Boca Raton: CRC Press, Inc., 2001; e (iii) KHALIQUE, Aqeel; SINGH, Kuldip; SOOD, Sandeep. *Implementation of Elliptic Curve Digital Signature Algorithm*. In: International Journal Of Computer Applications. Roorkee, pp. 21-27. maio 2010.

2 ASSEMBLEIAS DE S/A

Nesta Seção 2, abordaremos aqueles que são os principais mecanismos, institutos e fenômenos típicos das Assembleias Gerais, tanto em companhias abertas quanto em fechadas.

As Assembleias Gerais já foram devidamente analisadas pela doutrina pátria[42] e, por esse motivo, não se faz necessário o exame enciclopédico do tema, concentrando-nos apenas nos principais aspectos e nos tópicos em que possivelmente há ou haverá maior interferência com o emprego de tecnologias. A intenção é analisar alguns dos problemas a serem potencialmente enfrentados com a adoção de novas tecnologias.

2.1 Conceito e Natureza Jurídica

A Assembleia Geral é o órgão social supremo, formado pela totalidade dos acionistas reunidos, presencialmente ou a distância, devidamente convocado e instalado, na forma da legislação aplicável e do Estatuto Social, para deliberar sobre matérias de interesse da sociedade e relativas ao seu objeto social (art. 121 da LSA)[43].

---

[42] Ver: (i) EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª Edição Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 299-566; (ii) LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações anotada*. 5ª edição, revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Societatis Edições, 2017, Vol. I, pp. 425-563; (iii) LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 633-746; (iv) FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2ª ed, rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, pp. 35-77; (v) FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.* 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 73-108; (vi) LUCENA, José W. *Das Sociedades Anônimas: Comentários à Lei* (arts. 121 a 188). Vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, pp. 3-270; (vii) ROBERT, Bruno. *As Assembleias das S/A: exercício do direito de voto, pedidos públicos de procuração e participação à distância*. São Paulo: Singular, 2016, p. 99-168; (viii) MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, pp. 429-514; e (ix) RIBEIRO, Renato Ventura. Direito de Voto nas Sociedades Anônimas. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 59-101; e (x) CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. II – Artigos 75 a 137. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 755-1.046.

[43] No conceito de Pontes de Miranda, a Assembleia Geral "*é o órgão que tem a sociedade por ações para os atos jurídicos em que se há de manifestar a vontade preponderante dos acionistas*" (MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado. Parte Especial. Tomo L. Direito das Obrigações: Sociedades por Ações. 3ª ed. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1972, p. 251).

A possibilidade de participação a distância em Assembleias Gerais ainda é restrita às companhias abertas, nos termos do parágrafo único do artigo 121 da LSA, mas espera-se que, em futuro próximo, também seja uma possibilidade aplicável às companhias fechadas.

A Assembleia Geral é o órgão deliberativo máximo[44] e o ponto mais alto da espinha dorsal da estrutura da sociedade anônima[45], mas não se confunde com a própria sociedade[46].

A previsão de que a Assembleia Geral poderá deliberar sobre matérias convenientes à defesa e ao desenvolvimento da sociedade permite que, ressalvadas as matérias de competência privativa de outros órgãos sociais[47], a Assembleia Geral delibere sobre todas e quaisquer matérias, desde que sempre se orientando pela satisfação do interesse social[48-49].

Além de deliberar sobre matérias de interesse social, para que uma reunião de acionistas seja considerada uma Assembleia Geral, deve ser devidamente convocada, instalada e conduzida com observância das formalidades legais e estatutárias aplicáveis.

---

[44] "*A assembleia geral é o órgão máximo de deliberação da sociedade anônima*" (BRASIL, Superior Tribunal de Justiça, Quarta Turma, Recurso Especial "REsp: 1330021 SP 2012/0025233-6", Relator: Ministro Luis Felipe Salomão, 17 de março 03 de 2016. Neste mesmo sentido, Cf. MINAS GERAIS, Apelação Cível nº 200000051595390001, 15ª Câmara Cível, Desembargador Relator: Mota e Silva, julgado em 09 de setembro de 2005).

[45] Conforme nos ensina Pontes de Miranda, "*o organismo da sociedade por ações atende a que é preciso, ao lado da função administrativa e presentativa e, de certo modo, à base de toda a atividade social, esteja o poder dos acionistas, que eles exercem em assembleia geral, a ponto de serem mutáveis os estatutos e temporários e destituíveis os que dirigem, os que administram*" (MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado. Parte Especial. Tomo L. Direito das Obrigações: Sociedades por Ações. 3ª ed. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1972, pp. 253-254), e complementa o autor que "*as suas manifestações de vontade são imediatas*" (MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado. Parte Especial. Tomo L. Direito das Obrigações: Sociedades por Ações. 3ª ed. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1972, p. 254).

[46] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2ª ed, rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 37; e COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 405.

[47] O art. 139 da Lei nº 6.404/76 prevê que as competências atribuídas pela legislação societária aos órgãos da companhia não podem ser outorgadas a outro órgão social, criado por lei ou pelo estatuto social. Nesse sentido, além das matérias de competência privativa da Assembleia Geral, a Lei nº 6.404/76 também prevê exclusividade dos demais órgãos sociais para deliberar sobre determinadas matérias, tais como: art. 142 (Conselho de Administração), art. 144 (Diretoria), art. 163 (Conselho Fiscal).

[48] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 638-639.

[49] A Lei nº 6.404/76 prevê competência exclusiva e indelegável da Assembleia Geral para deliberar sobre determinadas matérias elencadas no art. 122 Lei nº 6.404/76. Há também outros dispositivos em que a legislação societária prevê tal competência, tais como: art. 44, art. 107, §4º, art. 137, §3º, art. 152, art. 159, art. 162, §3º, art. 173, art. 199, art. 252, art. 256, art. 285, todos da Lei nº 6.404/76.

A manifestação da vontade dos acionistas fora da Assembleia Geral constitui apenas um agregado de atos de vontade individuais de cada acionista, inexistindo como deliberação colegiada e ato coletivo[50].

As extensões virtuais de Assembleias Gerais (seja em formatos híbridos e/ou totalmente virtuais), para que sejam consideradas como Assembleia Geral, devem também ser realizadas observando todas as formalidades legais e estatutárias aplicáveis.

Nos termos do art. 124, §2º, da LSA, espera-se que preferencialmente as Assembleias Gerais sejam realizadas no edifício da sede social da companhia, sendo que nos casos em que a assembleia houver de se realizar em outro local, os anúncios devem indicar, com clareza, o lugar da reunião, que em nenhum caso poderá ser realizada fora da localidade da sede.

Na sua origem, essa regra buscava assegurar que os encontros assembleares fossem realizados na própria sede da companhia ou, em última hipótese, nas proximidades, a fim de evitar, por exemplo, o agendamento do conclave para locais distantes que pudessem dificultar e/ou inviabilizar a participação da pluralidade dos acionistas.

No entanto, considerando o desenvolvimento tecnológico proporcionado na Era Digital, entendemos que este dispositivo deve ser interpretado de maneira ampla[51], de forma que a extensão virtual pela qual o acionista participa a distância da Assembleia Geral também possa ser considerada como localidade válida[52].

Cabe aqui referência às lições de Luís Roberto Barroso, Ministro do Supremo Tribunal Federal, a respeito da interpretação evolutiva em que se busca prevalência da vontade autônoma que emana da lei em relação à vontade do legislador histórico[53]. No mesmo sentido,

---

[50] Nesse sentido, ver: *(i)* EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 402-403; e *(ii)* LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 589.

[51] Com fundamento da parte final do referido dispositivo, o Supremo Tribunal Federal já entende pela possibilidade de realização de Assembleias Gerais em lugar diverso da sede da companhia. Nesse sentido: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. AREsp nº 1.274.629, PR 2018/0079362-8. Min. Rel. Maria Isabel Gallotti, julgado em 04 de junho de 2018.

[52] Nesse sentido, ver: *(i)* EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 345; e *(ii)* RIBEIRO, Renato Ventura. "Aplicação de Novas Tecnologias nas Assembleias Gerais de Sociedades Anônimas". *In:* ARAGÃO, Leandro Santos de; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (coord.). Direto Societário: Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 292-293.

[53] BARROSO, Luis Roberto. *Interpretação e aplicação da Constituição: fundamentos de uma dogmática constitucionl transformadora*. 7ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 151.

Miguel Reale ensina que as normas adquirem novos sentidos e significados na realidade concreta, na medida em que ocorram evoluções sociais, mesmo quando mantidas inalteradas textualmente as normas em suas estruturas formais originais[54].

O texto do artigo 124, §2º, da LSA talvez tenha que ser inclusive revisado, de modo a acomodar estas novas realidades em que as Assembleias Gerais, em caráter complementar também podem admitir a participação e votação a distância e/ou, para alguns, em caráter substitutivo, podem até mesmo ser realizadas apenas em extensão virtual.

A depender da formatação que se pretenda adotar, o artigo 124, §2º, da LSA poderia determinar que a sede da companhia permanece sendo o ponto central da Assembleia Geral, de onde são feitas as gerações de som, imagem e sinal, sendo o local onde está fisicamente a mesa do conclave, mas permitindo-se expressamente as conexões de outras localidades.

Quanto maior e mais ampla for a participação dos acionistas nas Assembleias Gerais, mais próximo estará o órgão de cumprir adequadamente o seu poder-função deliberante[55], com formação plural e manifestação da vontade social[56].

A formação e manifestação da vontade social nas Assembleias Gerais ocorrem por meio dos diálogos e discussões de todos os acionistas presentes e das manifestações de votos daqueles titulares de ações com direto de voto de emissão da sociedade.

Embora a possibilidade de exercício de voto a distância represente um impacto inicial positivo da aplicação de tecnologias nas Assembleias Gerais por potencialmente aumentar a participação dos acionistas, para a concretização do poder-função deliberante, é importante que se criem incentivos e se viabilize a efetiva participação a distância dos acionistas no conclave.

Nelson Eizirik pondera que:

---

[54] REALE, Miguel. *Lições Preliminares de Direito*. 24ª ed. São Paulo: Saraiva, 1999, pp. 285-286.
[55] COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 60.
[56] Conforme destaca Nelson Eizirik, "*Não há oura forma de manifestação de vontade dos acionistas que expresse a vontade social senão mediante a deliberação em assembleia geral que cumpra todos os requisitos previstos na Lei das S.A. Assim, por exemplo, não constitui expressão válida da vontade dos acionistas a assinatura de termo ou qualquer outro documento manifestando sua concordância com determinada decisão, operação ou negócio jurídico.*" (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 402).

> O acionista, para exercer o direito de voto, não precisa mais despender tempo e dinheiro para se deslocar até o local de realização da assembleia, que ocorre muitas vezes em cidades diferentes das que residem, ou até mesmo em outro país. No entanto, o voto por procuração eletrônica não possibilita a efetiva participação do acionista nas assembleias gerais, pois ele não terá a oportunidade de intervir e nem acompanhará as discussões e deliberações tomadas.[57]

Atentos à realidade presente e conscientes de que o mundo está em constante transformação, a fim de evitar que a teoria fique descasada da prática, deve-se ponderar acerca da forma como atualmente vêm acontecendo as Assembleias Gerais em companhias.

Sabe-se que, muitas vezes, os acionistas já comparecem à Assembleia Geral munidos de sua convicção e entendimento sobre o tema que será deliberado. Em poucas circunstâncias o resultado das deliberações a serem tomadas é capaz de ser modificado no ambiente assemblear. Registre-se que os casos em que os acionistas estão flexíveis para acomodar novas opiniões e entendimentos sobre a forma como exercerão o direito de voto também estão relacionados às matérias a serem submetidas à votação assemblear e a expectativa de benefícios e impactos positivos que a mudança de entendimento trará para os próprios acionistas.

São incomuns as situações em que acionistas modificam o voto a ser proferido na própria Assembleia Geral como consequência de exercícios de puro convencimento praticados por outros acionistas presentes ao conclave.

Registre-se, inclusive, que os casos em que tais modificações de voto ocorrem por convencimento de outros acionistas no ambiente da Assembleia Geral estão relacionados à expectativa de que sejam obtidos ganhos e contrapartidas como consequência da mudança havida. Em nenhuma hipótese, o acionista poderá negociar o voto nas deliberações da Assembleia Geral, a fim de obter vantagem para si ou para outrem, sob pena de incorrer em conduta criminosa tipificada no artigo 177, §2º, do Código Penal.

Nos dias atuais, em que a *internet* e as muitas outras soluções de tecnologia e meios de comunicação interligam, mesmo nos casos em que se pretende promover esforços de convencimento, na prática são comuns as situações em que os acionistas que irão comparecer

---

[57] EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 381.

à Assembleia Geral se esforcem para se entender e se coordenar previamente ao evento societário formal.

A visão antiga e romântica da Assembleia Geral como foro de discussão e ambiente de manifestação societária dos ideais da Democracia Ateniense[58] foi modificada, de forma paulatina e progressiva, sendo que atualmente já está distante da realidade societária no Brasil.

Sendo assim, indiscutivelmente, as novas formas de participação e votação remota em Assembleias Gerais são muito bem-vindas.

A certeza é que a participação e a votação remota cumprirão de forma mais adequada o seu papel, se as tecnologias e ferramentas postas à disposição dos acionistas para tais atividades permitirem uma adequada interação entre os participantes virtuais e os presenciais nas Assembleias Gerais (e, conforme aplicável, até mesmo durante as etapas preparatórias), com comunicação imediata e troca efetiva de ideias.

2.2 Espécies de Assembleias Gerais

A Assembleia Geral será considerada *(i)* ordinária quando tiver por objeto a deliberação das matérias previstas nos incisos do art. 132 da LSA, e *(ii)* extraordinária nos demais casos, sendo certo que podem ser convocadas e realizadas conjuntamente, bem como serem instrumentadas em ata única.

---

[58] A *Democracia Ateniense* foi a forma de governo que, conforme relatos históricos, surgiu na Grécia em meados do Séc. V A.C. Valendo-se de ideais de exercício político e prerrogativas democráticas de forma direta pelos cidadãos, a Democracia Ateniense propunha que temas de interesse geral fossem discutidos coletivamente, em praça pública, onde seriam debatidos os problemas e assuntos da *Pólis* (antigas cidades gregas). Naquele contexto, existia a figura da *Eclésia* (em formatação equivalente à Assembleia), que era o órgão por meio do qual se colocava em prática o modelo democrático ateniense. Por meio da *Eclésia*, todas as decisões referentes à Pólis eram discutidas e tomadas pelo voto popular. As sessões eram públicas, ao ar livre e divulgadas com antecedência. Todo cidadão ateniense (à época, em conceito arcaico, apenas uma minoria privilegiada formada por homens adultos, filhos de pai e mãe atenienses) poderia comparecer à reunião no determinado dia em que ela tivesse sido marcada. Todos os cidadãos atenienses tinham o direito de dar a sua contribuição tomando a palavra e exercendo o voto. Para maiores informações sobre o tema, ver: *(i)* STARR, Chester G. *O nascimento da democracia ateniense: A Assembleia no Século V A.C.* São Paulo: Odysseus, 2005; e *(ii)* BAPTISTA, Conrado Luciano. *A Democracia Ateniense Clássica*. Revista Filosofia Capital, Brasília - DF, edição 16, v. 9, p. 6-18, 05 dez. 2014. Disponível em: http://www.filosofiacapital.org/ojs-2.1.1/index.php/filosofiacapital/article/viewFile/247/221. Acesso em 05.11.2019.

A Assembleia Geral Ordinária deverá ser realizada, a princípio, anualmente, no período compreendido pelos 4 (quatro) primeiros meses seguintes ao término do exercício social. Por sua vez, a Assembleia Geral Extraordinária poderá ser realizada a qualquer tempo, sempre que seja do interesse social deliberar sobre qualquer matéria não prevista nos incisos do artigo 132 da LSA.

A distinção entre a Assembleia Geral Ordinária e a Extraordinária não está relacionada com qualquer aspecto temporal, mas tão somente material.

Além das Assembleias Gerais, destinadas à participação de todos os acionistas, a LSA prevê, ainda, a realização de Assembleias Especiais[59], que visam a promover a deliberação entre acionistas titulares de ações de uma determinada classe de ações de emissão da sociedade, ou entre terceiros detentores de títulos de emissão da sociedade, sobre matérias que sejam de seus interesses[60]-[61].

2.3 Características da Assembleia Geral

A Assembleia Geral é órgão social deliberativo, interno e de funcionamento permanente, embora efêmero, nas sociedades anônimas, que ocupa papel supremo na estrutura hierárquica dos órgãos sociais.

---

[59] As Assembleias Especiais previstas na Lei nº 6.404/76 são: (i) a assembleia especial de acionistas titulares de ações em circulação no mercado (art. 4º-A da Lei nº 6.404/76); (ii) a assembleia especial de titulares de ações preferenciais (arts. 18 e 136, §1º, da Lei nº 6.404/76) (iii) a assembleia especial de acionistas titulares de ações de classe atingida por resgate (art. 44, §6º, da Lei nº 6.404/76); (iv) a assembleia especial dos titulares de partes beneficiárias (arts. 51 e 57, §2º, da Lei nº 6.404/76); e (v) a assembleia especial de debenturistas (art. 57, §2º, art. 71, art. 174, §3º, e art. 231, da Lei nº 6.404/76).

[60] Erasmo Valladão entende que a assembleia envolvendo detentores de títulos de emissão da sociedade não representados por ações seria, na verdade, uma "assembleia de não acionistas" – e não "assembleia especial". Nesse sentido, ver: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2ª ed., rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 45.

[61] Quando destinada à participação de acionistas titulares de ações de uma determinada classe de ações de emissão da sociedade, as Assembleias Especiais complementam as Assembleias Gerais e suas deliberações integram a manifestação da vontade social.

2.3.1 Órgão Deliberativo e Colegiado

As Assembleias Gerais nas sociedades anônimas têm poder-função deliberante. Deliberar é "o ato de reflexão e de solução", sendo deliberação "toda decisão ou resolução adotada por um órgão colegiado, mediante prévia discussão e votação majoritária ou unânime"[62], razão pela qual a função deliberativa das Assembleias Gerais está diretamente relacionada à sua natureza colegial[63]. O procedimento de deliberação "transforma a multiplicidade de atos de vontade individuais em um único ato coletivo"[64], de natureza colegial[65].

A legislação aplicável às Assembleias Gerais sofreu influência de ideais democráticos, de forma que buscou-se desenhar um órgão social que fosse voltado para a discussão colegiada entre todos os acionistas sobre matérias de interesse social e que fosse o meio adequado para a formação e expressão da vontade social[66-67].

---

[62] MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado. Parte Especial. Tomo L. *Direito das Obrigações: Sociedades por Ações*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1972, p. 277.

[63] A Assembleia Geral não é necessariamente sempre um órgão colegiado. Há hipóteses legais e fáticas que fazem com que, em alguns casos, a Assembleia Geral delibere com a presença de apenas um acionista, tal como ocorre: (i) em sociedades subsidiárias integrais; e, até mesmo, (ii) nos casos em que apenas um acionista é titular de ações representativas de percentual suficiente para cumprir as formalidades legais de instalação e deliberação da Assembleia Geral, respeitadas as solenidades convocatórias (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais. 2ª ed, rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 38.). Embora a legislação societária não regule especificamente a Assembleia Geral de sociedades unipessoais, que não pode ser prescindida, seja como forma de proteção de terceiros, seja como forma de distinguir, ao menos formalmente, as decisões individuais do sócio das deliberações sociais e, ainda, como forma de exoneração dos administradores através da aprovação das contas e demonstrações financeiras (art. 134, §3º, Lei nº 6.404/76).

[64] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.*: pressupostos, elaboração, aplicação. Vol. II. Pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 550.

[65] Isto é, *imputável à própria pessoa jurídica* (COMPARATO, Fábio Konder. "Da imprescritibilidade da ação direta de nulidade de norma estatutária". In: *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1981 p. 216).

[66] Em que pese a mais recente influência de ideais democráticos, cumpre ressaltar as raízes aristocráticas das companhias e das Assembleias Gerais. Até 1940 (*i.e.*, antes da publicação do Decreto-Lei nº 2.627/1940), as companhias podiam fixar por meio do estatuto social uma quantidade mínima de ações que deveriam ser detidas por um acionista para que esse tivesse direito de voto nas Assembleias Gerais.

[67] Conforme destaca Modesto Carvalhosa, "*a sociedade anônima passou a se organizada à semelhança do Estado, com três órgãos correspondentes aos três poderes estatais. Um órgão legislativo, representado pela assembleia geral; um órgão executivo, representado pela diretoria, e um órgão fiscalizador, representado pelo Conselho Fiscal*" (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. II – Artigos 75 a 137. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 761).

A inserção de tecnologias poderá produzir efeitos positivos para que a Assembleia Geral, de forma ampla e plural, possa exercer o poder-função deliberante da companhia, com a participação de maior número de acionistas, presentes de forma física-tradicional ou remota, com emprego das tecnologias. Quanto maior for a adesão, participação e envolvimento dos acionistas com a Assembleia Geral, mais legítimas serão as deliberações tomadas pelo órgão social.

No entanto, a prática societária apresentou desafios para a concretização desses objetivos. Conforme já destacava Pontes de Miranda no século passado, "a lei procurou dar todos os ensejos a que a vida das sociedades por ações se exerça democraticamente, mas essa diretriz muito depende dos acionistas, e a tendência, nas sociedades por ações como nas entidades estatais, é para o predomínio dos governantes"[68-69].

Nesse sentido (e mais ainda atualmente), a prática societária aponta para uma tendência ao fenômeno do absenteísmo, que tem sido considerado uma característica indesejada a ser evitada pela legislação e pelos órgãos reguladores do mercado de capitais.

Como será abordado com maior profundidade na Seção 3 deste trabalho, o emprego de tecnologias na redução dos custos de acesso à informação e de participação dos acionistas nas Assembleias Gerais representa uma medida para o enfrentamento do problema do absenteísmo (e, consequentemente, para o fortalecimento da natureza de órgão colegiado e deliberativo da Assembleia Geral).

2.3.2 Debate, Expressão e Formação da Vontade Social

A Assembleia Geral é o ambiente social próprio para a reunião de todos os acionistas, discussão, formação e expressão da vontade social com relação a matérias de interesse social.

---

[68] MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado. Parte Especial. Tomo L. *Direito das Obrigações: Sociedades por Ações*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1972, p. 255.

[69] No mesmo sentido, ver: CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. II – Artigos 75 a 137. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 761.

Sendo a Assembleia Geral o órgão em que os acionistas contribuem para a formação e a manifestação da vontade social, quanto maior a participação dos acionistas, mais próximo estará o órgão social de cumprir seu poder-função deliberante de forma legítima, uma vez que mais acionistas participarão da discussão das matérias submetidas à deliberação, formação e expressão da vontade social.

Atualmente, a formação da vontade social ocorre por meio das discussões entre os acionistas presentes[70] e das manifestações de votos por escrito dos acionistas titulares de ações com direto de voto, presentes ou participando remotamente, no caso das companhias abertas. A deliberação é o resultado de todo o processo que envolve exposição sobre a matéria, debate e votação do tema[71].

As tecnologias a serem aplicadas devem buscar promover, cada vez mais, intercâmbio, interação e comunicação entre acionistas e, destes, com a administração da companhia.

Na medida em que tais intercâmbio, interação e comunicação promoverão transmissão de informações, pondera-se que sempre que a administração da companhia esteja envolvida é fundamental que haja tratamento isonômico de acionistas titulares de ações de mesma espécie e classe, em respeito ao artigo 109, §1º, da LSA. Tal avaliação é ainda mais importante nas companhias abertas, que estão sujeitas à regulação da CVM, uma vez que informações transmitidas individualmente podem ser consideradas privilegiadas nos termos da Instrução CVM nº 358/2002.

---

[70] Mesmo os acionistas sem direito de voto que, eventualmente, estejam presentes à Assembleia Geral nos termos do art. 125, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76 poderão, conforme o caso, contribuir para a formação da vontade social eventualmente exercendo poder de convencimento em relação aos sócios votantes para que estes exerçam o direito de voto em determinada direção.

[71] "*A assembleia-geral é o órgão máximo de deliberação da sociedade anônima, representando a formação da vontade coletiva dos acionistas para tratar de qualquer assunto relativo à gestão de negócios da companhia, mediante um processo complexo, conjugado pela exposição, debate e votação de cada matéria objeto de análise? em consequência, os atos de convocação e deliberação assemblear devem respeitar os aspectos legais e estatutários, para que sejam considerados válidos ou, ainda, para que não sejam impugnados no prazo conferido pela lei*." (DISTRITO FEDERAL, Tribunal de Justiça, 1ª Turma Cível, Apelação nº 0010426-40.2012.8.07.0015, Desembargador Relator Flavio Rostirola, julgado em 18 de setembro de 2013).

Se a Assembleia Geral é o órgão social que promove a reunião de todos os acionistas para discussão, formação e expressão da vontade social, é fundamental que se tenha em mente que a destinação finalística é a tomada de decisão.

Nesse sentido, atenta ao princípio majoritário, as matérias submetidas à deliberação na Assembleia Geral serão tomadas por maioria dos votos, salvo disposição diversa do Estatuto Social e exceções previstas legislação societária[72-73], não se computando os votos em branco.

Formada a vontade social pela manifestação dos acionistas presentes, as deliberações tomadas vinculam todos os acionistas, mesmo que vencidos, dissidentes ou ausentes. O princípio majoritário é soberano e deve ser respeitado[74] .

2.3.3 Órgão Social Supremo, Permanente e Interno

A Assembleia Geral é o órgão social supremo da sociedade[75], hierarquicamente superior aos demais órgãos sociais, que são submetidos às deliberações tomadas pela Assembleia Geral, em um vínculo de subordinação[76], inclusive com competência para exercer controle de legalidade dos atos praticados pela administração[77].

---

[72] Dentre outras exceções previstas na legislação, é necessária a aprovação de acionistas titulares de ações que representem metade, no mínimo, do capital social com direito de voto, se maior quórum não for exigido pelo Estatuto Social, para as deliberações previstas nos incisos do artigo 136 da Lei nº 6.404/76 e no *caput* do artigo 136-A da Lei nº 6.404/76.

[73] Além das matérias de quórum qualificado, há também matérias de unanimidade previstas na Lei nº 6.404/76, quais sejam: *(i)* a alteração do projeto do estatuto social durante a fase constitutiva da sociedade (artigo 87, §2º, da Lei nº 6.404/76); *(ii)* a transformação (artigo 221 da Lei nº 6.404/76), exceto quando prevista no estatuto social, caso em que o sócio dissidente terá o direito de retirar-se da sociedade; *(iii)* a cisão parcial desproporcional (artigo 229, §5º, da Lei nº 6.404/76); *(iv)* o pagamento de participação aos administradores (artigo 294, §2º, da Lei nº 6.404/76); e *(v)* a mudança de nacionalidade (artigo 71 do Decreto-Lei nº 2.627/40 e artigo 1.127 do Código Civil).

[74] BRASIL, Superior Tribunal de Justiça, 4ª Turma, Recurso Especial "REsp: 362778/RS", Ministro Relator Sálvio De Figueiredo Teixeira, julgado em 13 de maio de 2003.

[75] Conforme destacam Lamy Filho e Bulhões Pedreira, "*a Assembleia não é soberana porque seus poderes encontram limites (para não dizer também que o conceito de soberania se acha em declínio na própria ciência política contemporânea); e nem mesmo pode ser comparada com o Poder Legislativo, porque ao contrário do que sucede com os integrantes deste último, os seus membros não são eleitos e nem exercem qualquer tipo de mandato: acham-se investidos nessa condição porque são titulares de ações e enquanto o forem*" (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 637).

[76] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 636-637.

[77] Entender de forma diferente seria submeter os acionistas, verdadeiros interessados na sociedade, aos

Além de se encontrar no ponto mais alto da espinha dorsal da estrutura da sociedade anônima, submetendo os demais órgãos sociais às suas deliberações, a Assembleia Geral também é caracterizada como órgão supremo da sociedade por não serem seus integrantes eleitos nem destituíveis por qualquer outro órgão ou pessoa[78].

A previsão de que a Assembleia Geral poderá deliberar sobre matérias com relação à defesa e ao desenvolvimento da sociedade permite que o órgão delibere sobre matérias que não estão previstas no seu objeto social, mas é imperativo que ela vise ao interesse social[79].

Embora órgão social supremo, a Assembleia Geral não pode tudo[80]. A Assembleia Geral está submetida aos limites previstos na legislação aplicável e no Estatuto Social[81]. Não pode, por exemplo, deliberar sobre matérias que a legislação societária expressamente atribuiu competência privativa e indelegável a outros órgãos sociais (artigo 139 c/c 142, III, e 163, §§1º e 7º da LSA). Também não poderá privar o acionista dos direitos essenciais previstos no artigo 109 da LSA.

A doutrina amplamente majoritária, nacional e estrangeira, reconhece a Assembleia Geral como sendo órgão social de natureza permanente, que não deixa de existir entre um

---

administradores, o que não nos parece razoável. Nesse mesmo sentido LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 641.

[78] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 637-638.

[79] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 638-639.

[80] EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 311.

[81] Além disso, há os casos em que a Assembleia Geral pode deliberar sobre determinada matéria, mas que a produção de efeitos de tal deliberação depende da aprovação de terceiros, como no caso de criar nova classe de ações preferenciais mais favorecidas do que as ações preferenciais existentes (artigo 136, §2º, Lei nº 6.404/76).

conclave e outro[82-83-84]. Todavia, há alguns autores que entendem que a Assembleia Geral é órgão social temporário das sociedades anônimas[85].

Em nossa visão, o entendimento é claro no sentido de Assembleia Geral é permanente, sendo que o que ocorre de tempos em tempos são as reuniões da Assembleia Geral, quando devidamente convocadas e instaladas.

Com relação a natureza de órgão interno, há consenso na doutrina nacional e estrangeira[86]. Nesse sentido, as deliberações e resoluções da Assembleia Geral são atos com eficácia interna, que vinculam e orientam a atuação dos demais órgãos sociais e dos acionistas.

Conforme destaca Erasmo Valladão, a sociedade anônima é "um sujeito de direito, sobretudo para efeitos externos" e a Assembleia Geral é "um sujeito para efeitos internos, sujeito num sentido instrumental"[87].

---

[82] MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado. Parte Especial. Tomo L. *Direito das Obrigações: Sociedades por Ações*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1972, p. 254.

[83] Conforme destaca Pontes de Miranda, "*É freqüente dizer-se que a Assembléia Geral não é órgão permanente e falar-se de Assembléias Gerais, como se a Assembléia Geral, órgão pululante, nascesse, morresse e ressurgisse. Ora, o órgão existe, como existia; apenas não foi despertado, convocado, para que falasse*" (MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado. Parte Especial. Tomo L. *Direito das Obrigações: Sociedades por Ações*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1972, p. 254).

[84] Erasmo Valladão entende que a Assembleia Geral exerce uma "atividade saltuária" e é privada de existência material permanente. Nesse sentido, ver: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2ª ed, rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, pp. 39-41.

[85] CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. II – Artigos 75 a 137. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 770.

[86] Conforme destacam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, "*parece haver consenso na doutrina nacional e estrangeira acerca de ser a assembléia um órgão interno da sociedade. Suas deliberações são vinculantes para os demais órgãos sociais e para os acionistas, e muitas vezes constituem requisitos para que a companhia possa validamente se obrigar, mas devem sempre ser executadas pela Diretoria, a quem privativamente compete a representação da sociedade (art. 138, § 1º, in fine) e, portanto, fazer atuar a vontade da Assembléia e estabelecer relações jurídicas com terceiros.*" (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 636).

[87] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2ª ed, rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 37.

2.4 Convocação da Assembleia Geral

A primeira formalidade a ser observada para que uma reunião de acionistas seja considerada uma Assembleia Geral é a convocação dos acionistas na forma da legislação societária e do Estatuto Social.

2.4.1 Competência

A convocação da Assembleia Geral compete originariamente ao Conselho de Administração, por deliberação colegiada (e, em regra, não individualmente a qualquer de seus membros[88-89]), ou, se não houver[90], aos diretores, observando o Estatuto Social (art. 121 da LSA). Não se trata de competência concorrente. Caso inexista Conselho de Administração, caberá ao Estatuto Social determinar a qual diretor caberá a convocação da Assembleia Geral e, em caso de omissão, caberá a qualquer diretor individualmente considerado[91].

Em situações específicas (notadamente, em caso de omissão do Conselho de Administração ou da Diretoria, conforme o caso), a Assembleia Geral também poderá ser convocada:

---

[88] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 647-648.

[89] Sobre o tema, é interessante e atual a lição de Gustavo Machado Gonzalez e Marília Lopes explicando que: "*a obrigação de convocar as assembleias gerais recai ao conselho de administração como órgão colegiado, mas o estatuto social poderá atribuir competência específica ao presidente do órgão para fazê-lo. Contudo, em caso de omissão do presidente, caberá aos demais membros do conselho atuar diligentemente para suprir tal omissão*". (GONZALEZ, Gustavo Machado; LOPES, Marília. "Assembleias Gerais nas Companhias Abertas: Visão Geral" *In:* SIQUEIRA, Marcelo; PEREIRA, Atademes Branco; e TREIGER, José Marcos (coords.). Brasil S/A: Guia de Acesso ao Mercado de Capitais para Companhias Brasileiras. 2ª ed. Rio de Janeiro: Donnelley Financial Solutions do Brasil Ltda. (DFIN), 2020, 57-80). Neste mesmo sentido, já decidiu o Colegiado da CVM, nos termos do voto do Diretor Relator Henrique Machado no âmbito dos PAS CVM nº 2015/10215, j. em 20.02.2018, e nº 19957.006903/2016-7, j. em 12.07.2018.

[90] O Conselho de Administração é facultativo para as companhias fechadas, sendo obrigatório apenas para as companhias abertas, de capital autorizado e de economia mista, nos termos do art. 138, §2º e 239 da Lei nº 6.404/76.

[91] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 648; e EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 330-331.

(i) pelo Conselho Fiscal (art. 123, parágrafo único, '*a*', da LSA)[92];

(ii) por acionistas que representem 5% (cinco por cento), no mínimo, do capital social (art. 123, parágrafo único, 'c', da LSA)[93];

(iii) por acionistas que representem 5% (cinco por cento), no mínimo, do capital social votante, para deliberação sobre a instalação do Conselho Fiscal (art. 123, parágrafo único, 'd', da LSA);

(iv) por acionistas que representem 5% (cinco por cento), no mínimo, do capital social sem direito de voto, para deliberação sobre a instalação do Conselho Fiscal (art. 123, parágrafo único, 'a', da LSA)[94]; ou

(v) por qualquer acionista[95], inclusive os acionistas titulares de ação sem direito de voto (art. 123, parágrafo único, 'a', da LSA)[96-97].

A omissão do Conselho de Administração ou da Diretoria, conforme o caso, na convocação da Assembleia Geral, que deveria ser realizada na forma da LSA, configura o

---

[92] Nos termos do inciso V do art. 163 da Lei nº 6.404/76, o Conselho Fiscal é competente para convocar a Assembleia Geral para reunião Extraordinária sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, independentemente de omissão do Conselho de Administração ou da Diretoria.

[93] Nos termos do art. 291 da Lei nº 6.404/76, a CVM poderá reduzir esse percentual (fixado na alínea 'c' do parágrafo único do art. 123 da Lei nº 6.404/76). Nessa linha, a CVM editou a Instrução CVM nº 324/2000, que reduz, em função do capital social, as porcentagens mínimas de participação acionária necessárias ao pedido de instalação do conselho fiscal de companhias abertas.

[94] Embora a literalidade do art. 123, parágrafo único., 'd', confira o direito de convocar a Assembleia Geral a "*cinco por cento, no mínimo, dos acionistas sem direito a voto, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação de assembleia para instalação do conselho fiscal*", entendemos que a interpretação adequada deste dispositivo é de que a Lei nº 6.404/76 confere esse direito a acionistas que representem 5% (cinco por cento), no mínimo, do capital social sem direito de voto. Nesse sentido, ver: EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 335.

[95] Cumpre ressaltar que "*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 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.*" (ROBERT, Bruno. *As Assembleias das S/A: exercício do direito de voto, pedidos públicos de procuração e participação à distância*. São Paulo: Singular, 2016, p. 106).

[96] EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 332.

[97] As despesas incorridas pelos acionistas para a convocação da Assembleia Geral deverão ser reembolsadas pela sociedade, salvo se a Assembleia Geral deliberar que os acionistas abusaram do direito de convocação. Nesse sentido, ver: EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 336-337.

descumprimento dos deveres dos administradores, que podem ser responsabilizados pelos prejuízos que essa omissão causar à companhia[98].

Com relação à competência conferida pela legislação societária ao Conselho Fiscal, também entendemos que há duas hipóteses em que o Conselho Fiscal possui um dever (e não apenas um direito) de convocar, sob pena de os seus membros responderem pelos danos à companhia resultantes dessa omissão (artigo 165 da LSA)[99].

De forma excepcional, também pode ocorrer a convocação pelo liquidante, para prestação de contas quando a sociedade se encontrar em liquidação (artigos 210, inciso VI, e 213 da LSA), e por ordem judicial, quando a sociedade se encontrar em liquidação judicial (artigo 213, §2º, da LSA). Embora não previsto expressamente na LSA, a própria Assembleia Geral também poderá deliberar pela convocação de outra reunião, como ocorre nos casos de suspensão da Assembleia Geral com a deliberação sobre data em que a Assembleia Geral será retomada.

Tem-se nesse ponto o primeiro requisito para a convocação regular da Assembleia Geral, a saber: a legitimidade de quem convoca[100]. Qualquer que seja o desdobramento da aplicação de novas tecnologias, este requisito precisa ser respeitado.

2.4.2 Prazo de Antecedência

A primeira convocação da Assembleia Geral deverá ser realizada *(i)* no caso da companhia fechada, com 8 (oito) dias de antecedência, no mínimo, em primeira convocação, e 5 (cinco) dias, no mínimo, em segunda convocação, ambos em relação a data da Assembleia Geral, contados da data de publicação do primeiro anúncio de cada convocação (art. 124, §1º, inciso I, da LSA); e *(ii)* no caso da companhia aberta, com 15 (quinze) dias de antecedência, no

---

[98] EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 331-332.
[99] EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 331-332.
[100] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 647.

mínimo, em primeira convocação, e 8 (oito) dias, no mínimo, em segunda convocação (art. 124, §1º, inciso II, da LSA).

Ainda em relação às companhias abertas, em linha com a exigência legal do art. 124, §1º, inciso II, da LSA, o artigo 21, inciso VII, da Instrução CVM nº 480/2009 determina que o edital de convocação deverá ser enviado à CVM, por meio de divulgação no *site* mantido pela autarquia na *internet*, com ao menos 15 (quinze) dias de antecedência em relação à data marcada para realização da Assembleia Geral Ordinária, ou no dia de sua primeira publicação, o que ocorrer primeiro.

A Instrução CVM nº 481/2009 prevê ainda que as companhias abertas devem divulgar a data de realização da Assembleia Geral Ordinária dentro dos 15 (quinze) primeiros dias de cada exercício social (art. 21-L, §2º, Instrução CVM nº 481/2009).

Embora a obrigatoriedade em relação ao prazo de antecedência siga o parâmetro dos 15 (quinze) dias, a CVM recomenda que o instrumento convocatório de Assembleia Geral seja publicado com antecedência mínima de 30 (trinta) dias em relação à data prevista para a realização da Assembleia Geral[101].

E, neste mesmo compasso, registre-se que, em respeito ao *caput* e ao parágrafo único do artigo 8º da Instrução CVM nº 559/2015, no caso de companhias abertas emissoras de ações que sirvam de lastro para programa de *depositary receipts*, a convocação da Assembleia Geral deve ser obrigatoriamente realizada com, no mínimo, 30 (trinta) dias de antecedência em relação à data do conclave, salvo nos casos em que a espécie ou classe de ações que lastreiem os certificados não tenha direito a voto na respectiva Assembleia Geral.

O "Caderno de Boas Práticas para Assembleias de Acionistas" do IBGC recomenda que quando a complexidade das questões exigir, as companhias devem efetuar a primeira convocação da Assembleia Geral com antecedência mínima de 30 (trinta) dias:

> A adoção de prazos mais dilatados que 30 (trinta) dias corridos é recomendada quando a assembleia geral tratar de operações que possam importar alterações fundamentais nos investimentos dos acionistas e na continuidade dos negócios da companhia, tais como aquelas que impliquem modificação do capital

[101] Conforme item 3.4.3. do Ofício-Circular/CVM/SEP/Nº03/2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sep/oc-sep-0319.html>. Acesso em 05.11.2019, p. 243.

> social, fusão, incorporação, cisão e aquisição de empresas, alterações no objeto social e nos direitos ou classes de ações.[102]

O que tem se observado na prática, especialmente em companhias abertas e de forma ainda mais evidente nos casos em que há possibilidade de votação e participação a distância, é que os ritos e procedimentos assembleares se iniciam com antecedência cada vez maior.

A legislação estabeleceu apenas prazos mínimos de antecedência para convocação das Assembleias Gerais, os quais podem ser aumentados pelas sociedades[103]. Na prática, atualmente, em vez de serem realizadas com os tradicionais 15 (quinze) dias de antecedência previstos no art. 124, §1º, inciso II, da LSA, são comuns os casos em que as providências assembleares se iniciam com aproximadamente 45 (quarenta e cinco) dias de antecedência, a depender dos itens contemplados na ordem do dia.

Somos de opinião que a antecipação destes procedimentos assembleares é positiva, pois concede mais prazo para formulação de estratégias de votação, engajamento de acionistas e, até mesmo, coordenação de atuações coletivas de acionistas.

Tem-se nesse ponto o segundo requisito para a convocação regular da Assembleia Geral, a saber: antecedência convocatória[104]. Na prática, a interferência das novas tecnologias tem sido no sentido de aumentar tal antecedência e, assim, buscar ampliar a participação da pluralidade de acionistas nos eventos societários.

2.4.3 Forma de Convocação, Publicação e Disponibilização de Documentos

A prévia publicação da convocação contendo a ordem do dia, com a devida disponibilização dos documentos e todas as demais informações úteis para os acionistas

---

[102] Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC. "Caderno de Boas Práticas para Assembleias de Acionistas". *In:* Cadernos de Governança Corporativa. Vol. 8. São Paulo: IBCG, 2010, p. 14. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21048>. Acesso em 05.11.2019.

[103] EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 351.

[104] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias.* 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 647.

constitui elemento fundamental ao procedimento assemblear, indispensável para que o direito de voto seja exercido, de forma consciente e adequada.

O *caput* do art. 124 da LSA determina que a convocação deverá ser realizada por anúncio publicado, no mínimo, 3 (três) vezes, a fim de alcançar a presunção de que pode ser conhecida por todos[105].

Entretanto, nas companhias fechadas com *(i)* menos de 20 (vinte acionistas) e *(ii)* patrimônio líquido inferior a R$10.000.000,00 (dez milhões de reais), a Assembleia Geral poderá ser convocada por anúncio entregue a todos os acionistas, contra-recibo, com a antecedência prevista no artigo 124 da LSA, dispensando-se as formalidades e custos associados à publicação do edital de convocação; tudo conforme o disposto no art. 294, inciso I, da LSA recentemente alterado pela Lei nº 13.818/2019.

A legislação societária exige a disponibilização prévia de documentos para a Assembleia Geral Ordinária, nos termos do artigo 133 da LSA[106]; e para a Assembleia Geral Extraordinária, na forma do artigo 135, §3º, da LSA.

O artigo 133 da LSA determina que sejam colocados à disposição dos acionistas, com 1 (um) mês de antecedência da realização da Assembleia Geral Ordinária, o relatório da administração, as demonstrações financeiras, os pareceres dos auditores independentes e do Conselho Fiscal, quando existente, e os demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia.

Tais documentos poderão ser disponibilizados:

(i) na forma do artigo 289 da LSA, mediante aviso aos acionistas informando-os que os documentos indicados no artigo 133 da LSA estão à disposição para consulta e, conforme o caso, cópia em local designado pela administração da companhia, recomendavelmente, na sede social da companhia e, com o emprego de tecnologias, na página da *internet* mantida

[105] MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado. Parte Especial. Tomo L. *Direito das Obrigações: Sociedades por Ações*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1972, p. 263.
[106] No mesmo sentido, veja o artigo 1.078, §1º, do Código Civil em relação às sociedades limitadas.

pela companhia ou outro aplicativo e/ou sistema de divulgação de informação disponível[107]; ou

(ii) na forma do §5º do artigo 133 da LSA, que prevê a publicação, com 1 (um) mês de antecedência da realização da assembleia geral ordinária, dos documentos a ela referentes, sendo que, em tal hipótese, ficará dispensada de publicar o aviso aos acionistas a que se refere o *caput* do próprio artigo 133 da LSA.

O que se observa na experiência prática é que muitas companhias optam por se valer da prerrogativa conferida no §5º do artigo 133 da LSA. A maioria das companhias publica, já com antecedência de 1 (um) mês, os documentos da Assembleia Geral Ordinária[108].

Sendo assim, nas rotinas societárias, diversas discussões com relação às matérias a serem submetidas à deliberação na Assembleia Geral começam a ocorrer desde o momento da publicação e disponibilização de tais documentos aos acionistas e ao mercado em geral.

Se houver, por exemplo, um ambiente virtual, como por exemplo *chat* e/ou *blog*, em que os acionistas antecipadamente possam iniciar diálogos e pedidos de esclarecimentos sobre tais documentos e informações, a Assembleia Geral estará cumprindo mais eficientemente o seu papel, principalmente se tais diálogos possibilitarem coordenação e estabelecimento de contatos entre os próprios acionistas e destes com a administração.

A Instrução CVM nº 481/2009 determina, ainda, que as companhias abertas que tenham ações de sua emissão admitidas à negociação em mercados regulamentados devem disponibilizar aos acionistas, em até 1 (um) mês de antecedência da data marcada para Assembleia Geral Ordinária, por sistema eletrônico na página da CVM na *internet*, os mesmos documentos previstos no *caput* do artigo 133 e, adicionalmente, *(i)* os comentários dos administradores sobre a situação financeira da companhia; *(ii)* o boletim de voto a distância; *(iii)* o formulário de demonstrações financeiras padronizadas; *(iv)* a proposta de destinação do

[107] Tendo em vista as alterações ao artigo 289 da Lei nº 6.404/76, conforme analisadas nesta Seção 2.4.3.
[108] Tal comportamento é consequência direta da exigência do artigo 133, §3º, da LSA, uma vez que - à exceção dos documentos previstos nos incisos IV e V do artigo 133 da LSA - os demais documentos obrigatoriamente deverão ser publicados, de qualquer forma, até 5 (cinco) dias antes da Assembleia Geral Ordinária.

lucro líquido do exercício; e *(v)* o parecer do comitê de auditoria, se houver (artigo 9º, *caput* e parágrafo único)[109].

A Instrução CVM nº 480/2009 também exigia, nos termos do inciso VI do artigo 21, o envio eletrônico do aviso aos acionistas previsto no *caput* do artigo 133, dispensando tal entrega (§5º do artigo 21) quando os documentos fossem publicados até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da Assembleia Geral Ordinária, incorporando o que preceitua o §5º do artigo 133 da LSA.

Gustavo Machado Gonzalez e Marilia Lopes[110] opinam que tal regra é:

> consequência do que foi decidido pelo Colegiado da CVM no âmbito do Processo CVM SEI nº 19957.000057/2018-75[111] – que tratava de um recurso interposto por companhia aberta em razão de aplicação de multa cominatória pelo não envio do comunicado a que se refere o *caput* do artigo 133 da Lei Societária –, tais dispositivos foram revogados pela Instrução CVM nº 596/2018, não se fazendo mais necessário o envio, por meio do sistema eletrônico na página da CVM na rede mundial de computadores, de tal comunicado.
>
> Isso porque, nos termos do voto proferido nesse processo por um dos coautores deste artigo, "se o aviso previsto no artigo 133 caput perde sua finalidade após a publicação dos documentos da AGO, (...) não há razão para forçar a companhia aberta a publicá-lo depois que tais documentos são divulgados na forma prevista na lei societária e nas normas editadas pela CVM.

A Instrução CVM nº 481/2009, nos artigos 8º a 21, também elenca determinadas matérias de deliberação de Assembleia Geral Extraordinária que devem ser acompanhadas de informações a elas referentes e tornadas disponíveis aos acionistas.

Em regra, tais informações devem ser enviadas, por meio do sistema eletrônico da página da CVM na *internet*, até a data de publicação do primeiro anúncio de convocação da Assembleia Geral (artigo 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 481/2009), mas quando a

---

[109] O inciso VIII do artigo 21 da Instrução CVM nº 480/2009 também prevê que a companhia deve disponibilizar eletronicamente na página da CVM na rede mundial de computadores "*todos os documentos necessários ao exercício do direito de voto nas assembleias gerais ordinárias, nos termos da lei ou norma específica, no prazo de 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembleia geral ordinária*".

[110] GONZALEZ, Gustavo Machado; LOPES, Marília. "Assembleias Gerais nas Companhias Abertas: Visão Geral" *In:* SIQUEIRA, Marcelo; PEREIRA, Atademes Branco; e TREIGER, José Marcos (coords.). Brasil S/A: Guia de Acesso ao Mercado de Capitais para Companhias Brasileiras. 2ª ed. Rio de Janeiro: Donnelley Financial Solutions do Brasil Ltda. (DFIN), 2020, 57-80.

[111] CVM. Processo Administrativo nº 19957.000057/2018-75, Rel. Superintendência de Relações com Empresas – SEP, j. em 30.01.2018. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180130_R1/20180130_D0889.html. Acesso em 05.11.2019.

Assembleia Geral for deliberar sobre matéria que exija a adoção de boletim de voto a distância – ou se a companhia assim optar –, tais documentos deverão ser disponibilizados no mesmo prazo do boletim (*i.e.*, 1 (um) mês antes da data de sua realização).

O direito de acesso à informação e aos documentos sobre os quais a Assembleia Geral deliberará possibilita a fiscalização e, dentre outras consequências positivas, assegura elementos para o adequado desempenho do contraditório por parte dos acionistas, trazendo a fundamentação necessária para que possam se posicionar em relação à proposta da administração sobre os temas em discussão. Essa é uma ferramenta fundamental de proteção da minoria[112] e um dos bens jurídicos que o art. 124 da LSA busca preservar[113]-[114].

Embora o direito de acesso à informação não esteja expressamente previsto dentre os direitos essenciais do art. 109 da LSA, tal direito é *instrumental* em relação ao direito de fiscalização e, portanto, deve ser tratado como direito essencial do acionista. O acesso à informação funciona como instrumento de efetivação do direito de fiscalizar e de outros direitos de acionistas. O direito de acesso à informação tem especial importância para os acionistas não controladores e não relacionados aos órgãos de administração [115].

Tudo poderia ser mais simples, eficiente e menos custoso em relação à disponibilização de documentos, se isso ocorresse de forma eletrônica, sem a necessidade de publicações e incursão em custos e despesas com serviços e intermediários. Essa reflexão é especialmente importante no caso das companhias fechadas, uma vez que - de certa forma - a disponibilização eletrônica de documentos via *internet* já ocorre nas companhias abertas.

---

[112] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2ª ed, rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, pp. 45-46.

[113] EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 351.

[114] Adicionalmente aos já citados art. 133 e art. 135, §3º, da LSA, há diversos outros dispositivos previstos na LSA que buscam assegurar aos acionistas das sociedades anônimas o acesso à informação, destacando-se no contexto das Assembleias Gerais: (a) O direito de solicitar a relação de endereços dos acionistas da companhia, conferido a acionistas que representem 0,5% (meio por cento), no mínimo, do capital social, para os fins de representação de acionistas em Assembleia Geral (art. 126, §3º, LSA); (b) O direito de solicitar cópias autênticas das atas de Assembleia Geral (art. 130 da LSA); e (c) A previsão de que a publicação dos documentos requerida pela legislação será sempre realizada por meio que se possa considerar conhecida de todos (art. 289 da LSA).

[115] RIZZO, Valdo Cestari de; ALMEIDA, Marco La Rosa de. "Do Direito do Acionista à Informação em Companhias Abertas e Fechadas". pp. 594-607 *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. Liber Amicorum. Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

Seria efetivamente positivo e possibilitaria transformações reais se as burocracias para disponibilização de documentos e informações fossem reduzidas na maior extensão possível. Imagina-se, por exemplo, a possibilidade de acesso a plataforma tecnológica que funcione como repositório de documentos e informações da companhia. O acesso a tal plataforma seria concedido apenas aos legalmente habilitados a receberem tais documentos e informações. A conectividade e abrangência da chegada dos documentos e informações aos acionistas seria muito maior, mais fácil e menos custoso.

A divulgação dos documentos previstos no art. 133 da LSA deve ser realizada na forma do art. 289 da LSA. O referido artigo previa que as publicações exigidas pela legislação societária deveriam ser realizadas tanto no Diário Oficial quanto em jornal de grande circulação, conforme localização da sede da companhia. No entanto, a Lei nº 13.818/2019 também alterou este artigo, suprimindo a exigência de publicação dos documentos no Diário Oficial[116]. Com a as alterações promovidas pela Lei nº 13.818/2019, que somente entrará em vigor em 1º de janeiro de 2022, os documentos somente precisam ser divulgados: *(i)* de forma resumida na versão impressa do jornal escolhido e, simultaneamente, *(ii)* de forma integral na página da *internet* deste mesmo jornal, que deverá ter um sistema de certificação digital da autenticidade dos documentos[117].

As alterações da Lei nº 13.818/2019 promoveram significativa e louvável simplificação de processos e redução de custos para as companhias brasileiras, representando importante avanço inicial, aproximando aos poucos a legislação societária dos avanços tecnológicos obtidos nos últimos anos.

A divulgação das informações e publicação dos documentos em páginas na *internet* constitui meio, muitas vezes, mais eficiente para que se assegure o conhecimento de todos do

---

[116] Modesto Carvalhosa entende que "*Seria inteiramente inconcebível que o regime da publicidade oficial pudesse ser substituído pela publicação dos atos societários em outros veículos da imprensa ou da mídia eletrônica. A respeito da função constitutiva da publicação oficial tratam o art. 98 e seu § 1º e o art. 1 35, § 1º. Seria o mesmo que prescindir da publicação das leis e dos atos administrativos no Diário Oficial, contanto que tais publicações fossem feitas em jornais de grande circulação ou pela Internet. Como o próprio nome indica, o Diário Oficial é o órgão que tem precipuamente como função proceder às publicações oficiais dos atos societários, para, assim, configurar-se a presunção legal de conhecimento dos acionistas e de terceiros (arts. 98, § 1º, e 135, § 1º). Os efeitos da publicidade oficial são absolutamente relevantes no ordenamento jurídico*". (CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Vol. II – Artigos 75 a 137. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 832).

[117] Conforme autoridade certificadora credenciada no âmbito da Infraestrutura de Chaves Públicas Brasileiras.

que a obsoleta publicação em jornais e Diários Oficiais. A Lei nº 13.818/2019 trouxe importante alteração ao artigo 289 da LSA.

Analisando especificamente o caso das demonstrações financeiras, cuja publicação sempre envolveu elevados custos, a Lei nº 13.818/2019 permitiu que tal documento seja publicado de forma resumida. Sendo assim, exige-se, no mínimo, informações ou valores globais relativos a cada grupo e a respectiva classificação de contas ou registros, assim como extratos das informações relevantes contempladas nas notas explicativas e nos pareceres dos auditores independentes e do Conselho Fiscal, sempre de forma comparativa à demonstração financeira do ano anterior.

O artigo 3º da Lei nº 13.818/2019 previu que as alterações ao texto do artigo 289 da LSA apenas entrariam em vigor em 01º de janeiro de 2022. Entretanto, subsequentemente, a MP nº 892/2019 alterou novamente o artigo 289 da LSA, a fim de tornar imediatamente vigente tal sistema de publicações, mas, por se tratar de Medida Provisória, é necessária sua conversão em lei, nos termos do artigo 62 da Constituição Federal de 1988[118-119].

Em 30 de setembro de 2019, com o intuito de regulamentar as alterações trazidas pela referida MP, o Ministério da Economia publicou a Portaria nº 529/2019, que determina que as publicações de companhias fechadas deverão ser realizadas, sem custos, na Central de Balanços do Sistema Público de Escrituração Digital[120].

Na mesma data, a CVM editou a Deliberação nº 829, que regulou a forma de publicação de atos societários por companhias abertas, com base nas alterações da MP nº 892/2019. Essa deliberação determina que as publicações previstas na LSA e nas regulamentações da CVM deverão ser realizadas no sistema da CVM – Empresas.NET, sendo

---

[118] Entretanto, a nova Medida Provisória não é isenta de críticas, tanto em relação ao seu conteúdo, como em relação à sua forma. Nesse sentido, ver: UEDA, Andréa Silva Rasga. *As Publicações dos Atos Societários*. Jota. 15.08.2019. Disponível em: https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/as-publicacoes-dos-atos-societarios-15082019. Acesso em 05.11.2019.

[119] Até o presente momento, a constitucionalidade da Medida Provisória nº 892/2019 está sendo analisada pelo Supremo Tribunal Federal, na Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 6.215. (Supremo Tribunal Federal. BRASIL. Supremo Tribunal Federal, Plenário, Ação Direta de Inconstitucionalidade "ADI nº 6.215/DF", Ministro Relator Marco Aurélio, ainda sob julgamento).

[120] O sistema já se encontra disponível em https://www.gov.br/centraldebalancos/#/demonstracoes. Acesso em 05.11.2019.

que os documentos serão considerados devidamente publicados na data da sua divulgação por meio de tal sistema.

Além disso, a CVM dispensou, com base no artigo 289, §3º, da LSA, a necessidade de certificação digital dos documentos publicados por meio do Empresas.NET, bem como nas divulgações de documentos no site das companhias[121]. Entretanto, o tema está momentaneamente dotado de muitas incertezas, uma vez que a MP nº 892/2019 não está mais vigente por decurso de prazo e, por consequência a CVM editou a Deliberação nº 838, que revogou a Deliberação nº 829. Há expectativa de que o Congresso Nacional venha a editar decreto legislativo para regular os efeitos da referida MP.

A prévia publicação dos documentos é necessária independentemente do comparecimento da totalidade dos acionistas (artigo 133, §4º, LSA), sendo a publicação de interesse não somente dos acionistas da sociedade, mas também dos *stakeholders*.

Tem-se nesse ponto o terceiro requisito para a convocação regular da Assembleia Geral, a saber: a forma e a publicidade convocatória[122].

Como se sustenta ao longo deste trabalho e se abordará com maior profundidade na Seção 3, espera-se que a adequação das Assembleias Gerais às novas tecnologias ocorra de forma ainda mais significativa, não apenas dispensando a publicação da convocação e de outros documentos, mas até mesmo tornando disponível plataforma tecnológica em que as companhias possam carregar (*upload*) seus documentos e informações, desmaterializando o aspecto físico e otimizando o fluxo de dados.

---

[121] Dentre os motivos que fundamentaram tal dispensa pela CVM, destacam-se: *(i)* o fato de que o Sistema Empresas.NET, que será utilizado para realizar as publicações, está submetido a controles de acesso lógico (por meio do fornecimento de login e senha ao diretor de relações com investidores indicado pela companhia), que asseguram que as informações inseridas no sistema provêm das companhias registradas; *(ii)* as informações divulgadas nas páginas da internet da CVM e da entidade administradora de mercado organizado por meio do Sistema Empresas.NET não podem ser excluídas pelas companhias após sua inclusão e ficam disponíveis para consulta pelos investidores e pelo público em geral de forma permanente; e *(iii)* o dever da companhia aberta de divulgar em sua página na rede mundial de computadores os documentos cuja publicação é ordenada pela Lei das S.A., objetiva ampliar as fontes de acesso a essas informações, e não se confunde com a própria publicação que será realizada nas páginas na internet da CVM e da entidade administradora de mercado organizado. Conforme notícia publicada pela CVM, disponível em: http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190930-2.html. Acesso em 05.11.2019.

[122] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 647.

O legislador previu expressamente os prazos e as formas de convocação, tratando do tema de modo detalhado na legislação societária. No entanto, o procedimento não acompanhou o desenvolvimento tecnológico da Era Digital.

A legislação societária exalta o *full disclosure* de documentos e informações aos acionistas tanto antes quanto após as Assembleias Gerais. A regulamentação da CVM caminha no mesmo sentido, sendo exemplo disto o dever de divulgar o mapa de votação das deliberações nas companhias abertas, de forma a assegurar aos acionistas a possibilidade de verificar como cada matéria da ordem do dia foi votada, constituindo relevante instrumento para reduzir a assimetria informacional no âmbito das sociedades anônimas[123].

2.4.4 Outros Elementos da Convocação

A LSA prevê que a convocação deverá conter a ordem do dia, o local, a data e a hora da Assembleia Geral e, ainda, no caso de alguma das matérias ser referente a reforma do estatuto social, a indicação específica da matéria a ser deliberada (art. 124 da LSA).

Com relação à ordem do dia, a sua delimitação constitui tema de relevante interesse dos acionistas, seja para que se instruam sobre as matérias que serão deliberadas e, dessa forma, manifestem o seu voto de maneira fundamentada, seja para que se certifiquem de que não haverá deliberação sobre matérias estranhas à ordem do dia.

No que tange ao local de realização, o art. 124, §2º, da LSA prevê que a Assembleia Geral deve realizar-se na localidade da sede, embora pareça-nos que este dispositivo está em desacordo com a realidade atual, conforme exposto na Seção 2.1 acima. Este dispositivo deve ser interpretado de maneira extensiva e evolutiva, com a extensão virtual sendo considerada como localidade válida para a Assembleia Geral[124].

---

[123] CVM. Audiência Pública SDM nº 09/2014. Relatório de Análise – Audiência Pública SDM nº 09/2014 – Processo CVM nº RJ-2011-13930. Rel. Luciana Dias. Publicado em 07.04.2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2014/sdm0914relatorio.pdf>. Acesso em 05.11.2019, p. 4.

[124] Nesse sentido, ver: *(i)* EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada –

Seguindo as discussões e evoluções recentes, sustenta-se que as Assembleias Gerais podem ser realizadas: *(i)* no local físico previsto expressamente no instrumento convocatório e com a presença física dos acionistas participantes; *(ii)* no local físico previsto expressamente no instrumento convocatório e, simultaneamente, em extensão virtual, com presença física de alguns acionistas participantes e com possibilidade de presença a distância de outros; e *(iii)* em ambiente virtual, sem presença física de quaisquer acionistas em local físico comum[125]

Conforme nos posicionamos no início e fundamentaremos no decorrer deste trabalho, neste atual momento evolutivo, somos expressamente contrários à redução das Assembleias Gerais a encontros exclusivamente virtuais (não presenciais), sem debate, sem discussão e/ou com limitações de interação entre participantes presenciais. A adoção de tecnologias é bem-vinda e deve ser feita como uma forma de ampliação de horizontes e, não, como uma limitação da extensão com que direitos podem ser exercidos.

Até que se desenvolva uma tecnologia capaz de assegurar adequadamente esses elementos de interação, parece-nos que as assembleias integralmente virtuais são inadequadas.

Além disso, a transição de um cenário em que a inserção das tecnologias nas Assembleias Gerais é ainda precária para um modelo de assembleias exclusivamente virtuais seria uma ruptura sem uma adaptação gradual, que pode ser inicialmente obtida com o aprimoramento do voto e participação a distância, a fim de que subsista o local físico de realização da assembleia e, simultaneamente, uma extensão virtual. Desse modo, seria possível combinar a presença física de alguns acionistas, com a participação a distância de outros.

Outra questão prática a ser considerada nesta nova realidade de integração promovida pela tecnologia é pensar na conveniência de se possibilitar simultaneamente o comparecimento dos acionistas em 2 (dois) ou mais lugares reputados como aptos à participação na Assembleia Geral. Imagina-se, por exemplo, uma companhia sediada em uma localidade de difícil acesso que, paralelamente ao encontro físico realizado em sua sede, também promovesse extensão da assembleia em outros pontos físicos localizados em centros

---

Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 345; e *(ii)* RIBEIRO, Renato Ventura. "Aplicação de Novas Tecnologias nas Assembleias Gerais de Sociedades Anônimas". *In:* ARAGÃO, Leandro Santos de; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (coord.). Direto Societário: Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 292-293.

[125] EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 313.

urbanos mais acessíveis aos seus acionistas. A tendência seria aumentar a adesão dos acionistas e facilitar o engajamento e participação destes na assembleia.

Tem-se nesse ponto o terceiro requisito para a convocação regular da Assembleia Geral, a saber: a delimitação das formalidades para comparecimento e participação na Assembleia Geral, que deve ser analisada em conjunto com a especificação das matérias que serão objeto de discussão[126], com maior profundidade na subsequente Seção 2.5.

2.5 Ordem do Dia

A LSA prevê que a convocação deverá conter a ordem do dia da Assembleia Geral e, ainda, no caso de uma das matérias ser referente a reforma do estatuto social, a indicação específica da matéria a ser deliberada (art. 124 da LSA).

Gustavo Machado Gonzalez e Marilia Lopes ensinam que:

> o anúncio de convocação destina-se a informar previamente os acionistas acerca das matérias a serem deliberadas, permitindo a sua prévia preparação e ampla participação no conclave.
>
> Por essa razão, deve enumerar de forma completa e precisa as matérias a serem deliberadas na assembleia (...).[127]

Compete, originariamente, à administração convocar as Assembleias Gerais e, consequentemente, definir as matérias as serem incluídas na ordem do dia. Entretanto, nos casos em que a Assembleia Geral vier a ser convocada no exercício das hipóteses legais de competência derivada, como – por exemplo – no caso em que solicitada a convocação (ou convocada diretamente na hipótese de omissão da administração) por acionistas, na forma do artigo 123, parágrafo único, alínea 'c', da LSA, caberá a eles a indicação das matérias a serem tratadas.

---

[126] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 647.

[127] GONZALEZ, Gustavo Machado; LOPES, Marília. "Assembleias Gerais nas Companhias Abertas: Visão Geral" *In:* SIQUEIRA, Marcelo; PEREIRA, Atademes Branco; e TREIGER, José Marcos (coords.). Brasil S/A: Guia de Acesso ao Mercado de Capitais para Companhias Brasileiras. 2ª ed. Rio de Janeiro: Donnelley Financial Solutions do Brasil Ltda. (DFIN), 2020, 57-80.

A legislação societária não veda a retirada de uma matéria da pauta de uma Assembleia Geral, mas veda que a Assembleia Geral delibere sobre matérias não previstas na ordem do dia do respectivo conclave[128]. Em caso de dúvida sobre a previsão de determinada matéria na ordem do dia a interpretação deve ser realizada de forma restritiva[129].

É, nesse sentido, por exemplo, que se veda a utilização da rubrica "assuntos gerais" para matérias que dependam de deliberação assemblear nos editais de convocação de assembleias de companhias abertas, a teor do que estabelecem os itens 3.4.3, 4.2.1 e 13.9.2 do Ofício-Circular/CVM/SEP/Nº03/2019[130], que determinam a necessidade de se enumerar, expressamente, na ordem do dia, todas as matérias a serem submetidas à deliberação da Assembleia Geral. No mesmo sentido também é o teor do parágrafo único do art. 3º da Instrução CVM nº 481/2009.

Todavia, ainda que a convocação delimite as matérias que serão discutidas na Assembleia Geral, os acionistas presentes poderão deliberar a aprovação de determinada proposta com algumas alterações em relação ao sumário que foi divulgado por meio da convocação, sem que isso constitua ofensa ao direito dos acionistas ausentes[131-132], desde que não configure abuso de direito[133-134].

---

[128] Conforme exposto na Seção 2.5, a delimitação da ordem do dia é fundamental para que os acionistas se instruam sobre as matérias que serão deliberadas e, dessa forma, manifestem seu o voto de maneira fundamentada, certificando-se de que não haverá deliberarão sobre matérias não previstas na ordem do dia.

[129] EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 364.

[130] Ofício-Circular/CVM/SEP/Nº03/2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sep/oc-sep-0319.html>. Acesso em 05.11.2019, pp. 56, 66 e 243.

[131] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 657-658.

[132] Conforme destacam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, "*pensar-se o diverso seria prestigiar um formalismo incompatível com o direito moderno, as necessidades da empresa contemporânea e a hierarquia do órgão, além de desmerecer em demasia o valor do debate no seio da Assembléia, do qual podem emergir soluções mais apropriadas do que as originalmente oferecidas. Pior: seria criar uma exclusividade de iniciativa da proposição, na medida em que só aqueles que podem convocar a Assembléia poderiam propor, restando aos demais aceitar ou rejeitar.*" (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 657-658.

[133] Conforme destacam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, "*obviamente, esse entendimento não é absoluto, já que não pode servir de biombo para a má-fé e o abuso, como seria o caso de se convocar a Assembléia para um aumento insignificante do capital e, sem qualquer justificativa sólida, aprovar-se sua substancial elevação, determinante de expressiva diluição daqueles que não subscrevessem as novas ações.*" (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 657-658).

[134] Nessa linha, entende-se que também seriam validas as deliberações sobre matérias que, ainda que não previstas na convocação, decorrem diretamente de deliberações previstas na convocação. Nesse sentido, ver: LAMY

Situação diferente, entretanto, é aquela em que se pretende deliberar em Assembleia Geral sobre matérias não incluídas ou não expressas na ordem do dia. Isto não se admite, até mesmo por segurança jurídica e em respeito ao sistema e ao procedimento assemblear. Esse é, inclusive, o entendimento do STJ sobre a matéria[135].

Conforme o caso, matérias estranhas à ordem do dia até podem ser analisadas e discutidas no conclave, desde que não atrapalhem o bom andamento dos trabalhos assembleares, sendo que – em nenhuma hipótese – as matérias estranhas à ordem do dia serão objeto de deliberação.

A legislação foi expressa e taxativa ao prever as matérias sobre as quais os acionistas poderão deliberar, mesmo que não constantes da ordem do dia[136], quais sejam as deliberações sobre:

(i) propositura de ação de responsabilidade civil contra o administrador, prevendo expressamente no §1º do artigo 159 da LSA, que tal deliberação poderá ser tomada em qualquer Assembleia Geral Ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for consequência direta de assunto nela incluído, também poderá ser tomada em Assembleia Geral Extraordinária; e

(ii) pedido de funcionamento do Conselho Fiscal, quando este não for permanente. O §3º do artigo 161 da LSA prevê que este pedido poderá ser formulado em qualquer Assembleia Geral, que elegerá os seus membros, ainda que tal matéria não conste do anúncio de convocação e dos demais itens da ordem do dia.

Observa-se aqui uma proximidade entre o tratamento da matéria na jurisprudência brasileira e italiana sobre as matérias passíveis de deliberação em Assembleia Geral, mesmo que não contempladas na ordem do dia. Sobre o tema, convém remeter a texto clássico de

---

FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 658.

[135] Nesse sentido, ver: BRASIL, Superior Tribunal de Justiça, Terceira Turma, Recurso Especial "Resp nº 1152849/MG", Ministro Relator João Otávio de Noronha, julgado em 07 de novembro de 2013.

[136] O STJ também já se manifestou sobre as situações em que a Assembleia Geral pode deliberar sobre temas não previstos na ordem do dia, reconhecendo a taxatividade destas hipóteses. Neste sentido, cf. BRASIL, Superior Tribunal de Justiça, Quarta Turma, Recurso Especial "REsp: 654496 RJ", Ministro Relator João Otávio De Noronha, julgado em 05 de novembro de 2009.

Francesco Galgano, explicando que: "*la deliberazione su questi ultimi argomenti, non precisati nell'avviso di convocazione, è ritenuta valida dalla giurisprudenza*"[137].

A licitude da aprovação de matéria submetida à deliberação durante a Assembleia Geral, como desdobramento daquilo que foi divulgado por meio da convocação, ressalta a importância de se viabilizar e estimular o emprego de tecnologias.

O uso de tecnologia nas Assembleias Gerais pode proporcionar dinamismo e flexibilidade aos participantes remotos e, inclusive, promover intercâmbio com os fisicamente presentes. No entanto, como será abordado com maior profundidade na Seção 3 deste trabalho, embora representem uma evolução significativa e inicial, os atuais mecanismos de *voto* a distância são estanques e não constituem instrumento adequado para a efetiva *participação* dos acionistas nas Assembleias Gerais[138], que são dinâmicas.

2.6 Instalação

Além de observar o procedimento convocatório, para que uma reunião de acionistas seja considerada uma Assembleia Geral, esta deverá ser instalada na forma da legislação societária e do Estatuto Social.

Ressalvadas as exceções previstas na legislação, a Assembleia Geral será instalada, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 1/4 (um quarto) do capital social com direito de voto, e, em segunda convocação, com qualquer porcentagem (art. 125 da LSA).

A Assembleia Geral Extraordinária que tiver por objeto a reforma do Estatuto Social somente será instalada, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem 2/3 (dois terços), no mínimo, do capital social com direito de voto, e, em segunda convocação, com qualquer porcentagem (art. 135 da LSA)[139].

---

[137] GALGANO, Francesco. *Diritto commerciale*. 18º ed. Turim: Zanichelli Bologna, 2013, p. 276.
[138] EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 381.
[139] Embora o quórum de deliberação não se confunda de forma alguma com o quórum de instalação, nos casos em

A fim de comprovar o atingimento dos percentuais exigidos pela LSA para a instalação da Assembleia Geral, antes de aberta a assembleia, os acionistas devem assinar o Livro de Presença dos Acionistas (conforme previsto no artigo 100, inciso V, da LSA), indicando seu nome, nacionalidade e residência, bem como a quantidade, espécie e classe de ações de que forem titulares, em conformidade com o disposto no artigo 127, da LSA.

Alinhada com os avanços tecnológicos e com a necessidade de nos adequarmos à realidade presente, a Instrução CVM nº 561/2015 incluiu o artigo 31-A à Instrução CVM nº 480/2009, passando a permitir que as companhias abertas substituam determinados livros obrigatórios previstos no artigo 100 da LSA por registros mecanizados ou eletrônicos, desde que sejam armazenados com segurança e possam ser impressos em papel de forma legível e a qualquer momento. Seria interessante que alguma medida semelhante fosse adotada em relação às companhias fechadas.

A instalação da Assembleia Geral se dá após a verificação do preenchimento do *quórum* com base nas assinaturas constantes do "Livro de Presença", considerando-se para tal cômputo todas as ações com direito a voto de que são titulares os acionistas presentes.

Neste aspecto, é evidente que será positivo quando houver uma tecnologia disponível para gerenciar o "Livro de Presença" e/ou, até mesmo, certificar digitalmente os presentes e tornar esta informação disponível para todos os participantes do conclave, a fim de simplificar verificação do cumprimento do *quórum* de instalação e, conforme o caso, monitorar os resultados das votações assembleares.

O descumprimento do procedimento de convocação ou de instalação da Assembleia Geral de sociedade anônima constitui vício que afeta todas as deliberações da Assembleia Geral

---

que a Assembleia Geral tiver por objeto apenas a reforma do Estatuto Social, o quórum de deliberação será considerado também no momento da verificação do quórum de instalação, de forma a evitar que se instale uma Assembleia Geral sem que se tenha a possibilidade de deliberar qualquer matéria.

convocada ou instalada irregularmente. Tais deliberações são anuláveis, por meio da ação prevista no artigo 286 da LSA[140]-[141]-[142]-[143].

2.6.1 Credenciamento

Antes de declarar instalada a Assembleia Geral, para o cômputo do quórum de deliberação, os acionistas presentes devem assinar o "Livro de Presença", indicando seu nome,

---

[140] Conforme destaca Erasmo Valladão, "*o legislador confundiu, na referida disposição legal* [art. 286 da Lei nº 6.404/76], *três espécies diversas de vícios, a saber: (a) Vícios da própria assembleia – que pode ter sido irregularmente convocada (ou, mesmo, não convocada) ou instalada, por força de violação da lei ou do estatuto, hipótese em que o vício, obviamente, atingirá todas as deliberações que nela forem tomadas, (b) Vícios das deliberações – nessa hipótese os vícios dizem respeito às próprias deliberações assembleares, que podem ter sido tomadas, todas ou algumas delas apenas, com violação da lei ou do estatuto, (c) Vícios do voto – nessa hipótese, um ou alguns votos que concorreram para a formação da deliberação (ou mesmo todos eles, em alguns casos) podem ter sido viciados em razão de erro, dolo, fraude ou simulação (ou, ainda, em virtude da incapacidade dos votantes ou de violação do disposto nos §§ 1º do art. 115 e do art. 134, ou no § 2º do art. 228*" e segue "*os vícios do voto só terão relevância, todavia, para o efeito de invalidara deliberação se o voto ou os votos viciados foram determinantes para a formação da maioria. Essa verificação é que se denomina, na doutrina, de 'prova de resistência' da deliberação*" (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2ª ed, rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, pp. 97-98, e nota 45).

[141] Embora a legislação societária possibilite a anulação da deliberação tomada em Assembleias Gerais com vícios no procedimento de convocação ou de instalação, direito de ação de anulação está sujeito a prazo decadencial (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2ª ed, rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, pp. 144-146), a fim de assegurar, ao menos em certa medida, a estabilidade das deliberações assembleares e evitar incertezas decorrentes da possibilidade de propositura da ação de anulação por prazo longo.

[142] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2ª ed, rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 101.

[143] Conforme destaca Erasmo Valladão, "*Não podem restar dúvidas sobre o caráter imperativo das supra aludidas disposições legais. No entanto, a lei declara, às expressas, ser simplesmente anulável a assembleia-geral (ou especial) irregularmente convocada ou instalada (art. 286). Por quê? A razão de ser dessa disposição, que será melhor compreendida no desenvolvimento deste Item 19, está, segundo tudo indica, no interesse tutelado pelo legislador. Perante uma determinada assembleia em concreto, na qual houve desrespeito às formalidades legais ou estatutárias relativas a convocação e instalação, não estão em jogo senão interesses dos próprios acionistas à época em que se realizou a reunião. A eles compete, pois, se assim o desejarem, propor ação anulatória no prazo legal. Aqui se leva em conta, sobretudo, o já mencionado interesse na estabilidade das deliberações assembleares, as quais não poderiam ficar em perpétuo expostas aos ataques dos acionistas. Outra consideração, ademais, de não menos importância, leva à conclusão exposta no parágrafo anterior. Trata-se de que, a se entender diversamente – ou seja, a se entender que o desprezo às referidas formalidades, por serem cogentes, acarretaria a nulidade absoluta das assembleias -, ter-se-ia, então, que o regime de anulabilidades delineado no art. 286 – que é o único regime previsto expressamente pelo legislador – teria aplicação 'pouco menos que excepcional'. Consequência, essa, manifestamente absurda, e que, como tal, deve ser afastada pelo intérprete", reconhecendo como exceção, no entanto, a hipótese de ausência de convocação*" (FRANÇA, *Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais.* 2ª ed, rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, pp. 101-102). Trata-se, no entanto, de tema controvertido na doutrina nacional.

nacionalidade, residência e a quantidade, espécie e classe das ações de emissão da sociedade de que é titular, constituindo ato de natureza preparatória. O acionista que participar a distância também será reputado presente para todos os fins e efeitos de cômputo de quórum[144].

Neste cenário de convivência entre participantes presenciais e remotos, seria recomendável que o credenciamento pudesse ser realizado eletronicamente, possibilitando monitoramento e controle pela Mesa da Assembleia Geral e, conforme o caso, acesso à informação aos presentes. Este é um dos principais desafios a serem enfrentados pela tecnologia, uma vez que seria ideal a existência de algum sistema capaz de credenciar e autenticar, seja por biometria digital, reconhecimento facial, identificação de retina e íris ou outro método, que os acionistas e/ou os representantes deste últimos, que venham a participar remotamente são efetivamente as pessoas legítimas. Uma vez que esta barreira tecnológica tenha sido ultrapassada, é provável que estejamos em cenário apto à efetivamente permitir a participação assemblear a distância.

A legislação societária não especificou o procedimento a ser adotado com relação tanto ao acionista que ingressa na Assembleia Geral após a assinatura do livro e da declaração de instalação da Assembleia Geral quanto ao acionista que se retira do conclave antes de tomadas todas ou algumas deliberações previstas na ordem do dia.

Para a primeira hipótese, entendemos que o Estatuto Social poderá regular a matéria permitindo ou proibindo o acesso do acionista, mas no silêncio do Estatuto Social deve-se permitir a participação do acionista.

Para a segunda hipótese, entendemos que a retirada do acionista do conclave não deve afetar o quórum de instalação[145], sendo o abandono da assembleia uma opção do acionista, que produz efeitos práticos semelhantes à abstenção.

---

[144] O cômputo da presença dos acionistas que votam a distância é tema polêmico, que será cuidadosamente examinado na Seção 3.4.1.2.7. abaixo.

[145] EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 392-3693.

2.6.2 Legitimação para participar na Assembleia

Enquanto órgão deliberativo, interno e de natureza permanente por meio do qual os acionistas contribuem para a formação da vontade social sobre assuntos de interesse social, a princípio, devem comparecer à Assembleia Geral apenas os acionistas ou representantes validamente constituídos[146].

Também devem comparecer à Assembleia Geral administradores, conselheiros fiscais e auditores para prestar esclarecimento sobre as matérias previstas na ordem do dia (art. 134, §1º, e art. 164 da LSA).

Para participarem da Assembleia Geral e assinarem o "Livro de Presença de Acionistas" (ou, conforme o caso, registrarem presença a distância), as pessoas presentes à Assembleia Geral devem provar a sua qualidade de acionista ou de representante validamente constituído.

Os acionistas titulares de ações nominativas registradas devem apresentar documento comprobatório de sua identidade e, no caso dos acionistas titulares de ações nominativas escriturais, estes devem apresentar também comprovante expedido pela instituição financeira depositária[147]. Usualmente, os Estatutos Sociais exigem que esses comprovantes sejam depositados na sede da companhia com antecedência e, inclusive, geralmente solicitam certificados emitidos com 3 (três) dias de antecedência à data da Assembleia Geral[148]. De forma geral, esta é uma medida adotada com vistas a organizar previamente o procedimento assemblear, mas que não deve limitar o exercício de direitos por aqueles acionistas que não tenham a adotado antecipadamente.

---

[146] Sobre o tema cumpre ressaltar que a CVM se manifestou por meio do Parecer CVM SJU nº 37/1981 no sentido de que "*a presença de não acionista da companhia em assembleia geral não acarreta, por si só, a nulidade da assembleia, podendo ensejar ação de responsabilidade civil se apurado prejuízo decorrente da quebra de sigilo de assuntos internos da companhia*".

[147] Nos termos do art. 35 da Lei nº 6.404/76, "*Art. 35. A propriedade da ação escritural presume-se pelo registro na conta de depósito das ações, aberta em nome do acionista nos livros da instituição depositária.*".

[148] Esse prazo decorre do fato de que a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), entidade responsável por liquidar e consignar as operações realizadas no mercado a vista da B3, leva 3 (três) dias úteis para registrar uma compra e venda. Seria ótimo se o certificado pudesse ser expedido na própria data da Assembleia Geral, na certeza de que isto inclusive traria mais confiabilidade e evitaria que acionistas eventualmente pudessem emitir o certificado, vender as ações e usarem esse certificado para participarem de assembleia de companhia em que eles não são sequer mais acionistas.

Caso a escrituração das ações seja realizada com suporte de tecnologia, seria fácil a comprovação da condição de acionista e o acompanhamento da quantidade de ações detidas, inclusive no contexto da Assembleia Geral. Este é um dos motivos pelos quais propomos a adoção da tecnologia *blockchain* para escrituração das ações em substituição aos obsoletos livros societários[149].

2.6.3 Representação do Acionista

Qualquer acionista pode ser representado em Assembleia Geral por procurador constituído há menos de 1 (um) ano, que seja acionista, administrador da sociedade ou advogado. Quando o acionista é pessoa jurídica, além de se admitir o procurador, a representação pode ser feita diretamente pelo representante legal (art. 126, §4º, LSA)[150-151]. Nas

---

[149] Conforme exposto em mais detalhes na Seção 4.2.4 abaixo. Sobre o tema, leiam-se também os artigos indicados na nota de rodapé nº 357.

[150] Conforme destaca Nelson Eizirik, "*Para os representantes legais, a Lei das S.A. não estabeleceu requisitos necessários. De acordo com o §4º, são representantes legais, e podem, nessa qualidade, comparecer à assembleia geral, os pais do menor impúbere, o sindico, o curador, o tutor, o liquidantes, o inventariante, bem como todo administrador de bens de terceiros e os diretores de pessoas jurídicas que sejam titulares de ações, observadas as regras constantes do estatuto social*". (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 389).

[151] Conforme observa Nelson Eizirik, "*a Lei das S.A. determina que, para participar das assembleias gerais, os acionistas titulares de ações nominativas registradas exibirão, se exigido, documento hábil de sua identidade; os titulares de ações escriturais, além do documento de identidade, exibirão ou depositarão na companhia, se o estatuto exigir, comprovante expedido pela instituição financeira depositária*" (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 370-371) e complementa: "*se as ações estiverem em custódia, deverá o acionista exibir, além do documento de identidade, o comprovante expedido pela instituição financeira depositária*" (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 371), sendo certo que "*a transferência da propriedade fiduciária não outorga às instituições depositárias o direito de votar com as ações custodiadas. Embora haja presunção de propriedade das ações nominativas com a inscrição do nome do acionista no 'Livro de Registro de Ações' ou no extrato emitido pela instituição depositária, na qualidade de proprietária fiduciária das ações, de acordo com o § 4º do artigo 41, a propriedade das ações em custódia fungível é provada pelo contrato firmado entre o proprietário das ações e a instituição financeira depositária. Sem a exibição dos documentos acima mencionados, o acionista não pode assinar a 'Lista de Presença' e participar da assembleia geral, observada a regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários face à introdução, ´pela Lei nº 12.431/2011, de parágrafo único ao artigo 121*" (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 371).

companhias abertas, o procurador pode ser, ainda, instituição financeira, cabendo ao administrador de fundos de investimento representar os condôminos (art. 126, §1º, LSA)[152].

O Colegiado da CVM, no Processo Administrativo CVM RJ nº 2014/3578[153-154], entendeu que os acionistas que são pessoas jurídicas podem ser representados nas assembleias de acionistas por seus representantes legais ou por procuradores validamente constituídos, de modo que não há necessidade desse procurador ser acionista ou administrador da sociedade ou advogado[155].

A norma que trata dos requisitos para a representação dos acionistas prevista no §1º do artigo 126 da LSA se impõe de forma cogente, de modo que será nulo qualquer ato praticado por procurador constituído em violação ao dispositivo[156].

O Estatuto Social pode exigir que o instrumento de procuração para a representação dos acionistas em Assembleia Geral seja depositado na sociedade com antecedência[157],

---

[152] Conforme destacam Alfredo Lamy Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, "*Os fundos de investimentos são patrimônios de afetação, e o domínio sobre esse patrimônio é exercido de forma condominial entre os quotistas, cabendo ao administrador a sua gestão, na forma do respectivo regulamento. Daí se conclui que esse administrador não é mandatário dos quotistas ou do fundo, mas sim seu representante legal – ou seja, ele exerce uma representação orgânica do fundo (nesse sentido, CARVALHOSA, 2003, v. 2, p. 695), que, sem o ser, muito se assemelha a uma pessoa jurídica*" (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 675).

[153] Sobre o julgado proferido no Processo CVM nº RJ2014/3578, Gustavo Machado Gonzalez e Marilia Lopes "(…) o Colegiado da CVM decidiu que a exigência legal de que os mandatários de acionistas sejam necessariamente acionistas, administradores da companhia ou advogados recai somente aos mandatários de acionistas pessoa física. Segundo tal entendimento, o acionista pessoa jurídica pode ser representado tanto por seus representantes legais quanto por mandatários devidamente constituídos na forma dos atos constitutivos da sociedade e da regra geral sobre representação constante do Código Civil, não sendo necessário que tal procurador ostente uma das qualidades descritas no § 1º do artigo 126 da Lei Societária (isto é, que seja acionista, administrador da companhia ou advogado)." (GONZALEZ, Gustavo Machado; LOPES, Marília. "Assembleias Gerais nas Companhias Abertas: Visão Geral" *In:* SIQUEIRA, Marcelo; PEREIRA, Atademes Branco; e TREIGER, José Marcos (coords.). Brasil S/A: Guia de Acesso ao Mercado de Capitais para Companhias Brasileiras. 2ª ed. Rio de Janeiro: Donnelley Financial Solutions do Brasil Ltda. (DFIN), 2020, 57-80).

[154] Em linha semelhante, também já se posicionaram em outra ocasião: CODORNIZ, Gabriela; LOPES, Marília. *A Representação de Acionista em Assembleia Geral de Sociedade*: Observações sobre o Posicionamento da CVM. RSDE. Revista Semestral de Direito Empresarial, v. 13, pp. 83-112, 2013.

[155] CVM. Processo Administrativo nº RJ2014/3578, Rel. DAN, j. em 04.11.2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20141104_R1.html>. Acesso em 05.11.2019.

[156] EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 374-375.

[157] Para Alfredo Lamy Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, "*o estatuto que exige depósito da procuração antes da data da Assembléia deve dispor que a antecipação com que deve ser publicado o primeiro aviso de convocação da Assembléia seja ao menos o da lei acrescido do número de dias entre o do depósito da procuração e a data da reunião. Essa norma evitará que algum acionista pretenda que o depósito antecipado do instrumento de procuração implique, na prática, redução do prazo legal mínimo de publicação antecipada do edital*" (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 678).

acompanhado dos demais documentos eventualmente requeridos para a verificação da qualidade de acionista.

Nesse sentido, o artigo 5º da Instrução CVM nº 481/2009 determina que o anúncio de convocação deve listar os documentos exigidos para que os acionistas sejam admitidos à assembleia, podendo a companhia, a fim de agilizar o trâmite de verificação da adequação da documentação, solicitar o depósito prévio dos documentos mencionados no edital.

De todo modo, o §2º do mesmo artigo 5º da Instrução CVM nº 481/2009 esclarece que o acionista que comparecer à Assembleia Geral munido do instrumento de procuração (e, conforme o caso, dos demais documentos requeridos pelo instrumento convocatório) poderá participar e exercer o direito de voto, independentemente do prévio depósito dos documentos na companhia.

A legislação prevê que as procurações poderão ser outorgadas por instrumento eletrônico, desde que seja capaz de assegurar a autoria e a integridade da procuração e seja admitido como instrumento válido pela sociedade.

A MP nº 2.200/2001 expressamente reconhece a validade dos documentos assinados por meio eletrônico, desde que sejam produzidos em conformidade com processo de certificação da Infraestrutura de Chaves Públicas Brasileira[158].

Há, ainda, o Pedido Público de Procuração previsto no §2º do artigo 126 da LSA e regulamentado pela Instrução CVM nº 481/2009, que se aplica às companhias abertas e prevê possibilidade de adoção de esforço coletivo para obtenção de procurações com instrução de voto. Este tema será abordado na Seção 3.4.2.

---

[158] Nos termos do art. 10 da Medida Provisória nº 2.200-2/2001, "*Art. 10. Consideram-se documentos públicos ou particulares, para todos os fins legais, os documentos eletrônicos de que trata esta Medida Provisória. §1º As declarações constantes dos documentos em forma eletrônica produzidos com a utilização de processo de certificação disponibilizado pela ICP-Brasil presumem-se verdadeiros em relação aos signatários, na forma do art. 131 da Lei no 3.071, de 1o de janeiro de 1916 - Código Civil. §2º O disposto nesta Medida Provisória não obsta a utilização de outro meio de comprovação da autoria e integridade de documentos em forma eletrônica, inclusive os que utilizem certificados não emitidos pela ICP-Brasil, desde que admitido pelas partes como válido ou aceito pela pessoa a quem for oposto o documento*".

2.7 Mesa

Instalada a Assembleia Geral, os trabalhos serão dirigidos, salvo disposição diversa do Estatuto Social, por mesa composta de presidente e secretário, escolhidos pelos acionistas presentes, de acordo com o art. 128 da LSA.

O primeiro ato a ser desempenhado pela mesa é a confirmação ou não do atingimento do quórum de instalação da Assembleia Geral[159]. Sendo assim, caberá inicialmente ao presidente da Assembleia Geral anunciar se o quórum de instalação está satisfeito ou não para prosseguimento nos demais procedimentos assembleares.

A mesa possui a função de disciplinar, manter a ordem, conduzir a Assembleia Geral e redigir a ata, que constitui a memória escrita dos trabalhos, discussões e votos realizados no âmbito da Assembleia Geral[160]. Por essa razão, a prática societária tem revelado que a maioria dos Estatutos Sociais busca reservar a estratégica função de presidir a Assembleia Geral ao Presidente do Conselho de Administração ou, conforme o caso, a pessoas a ele relacionadas.[161]

Na omissão do Estatuto Social, caberá aos acionistas, em Assembleia Geral, escolher e nomear dentre os presentes alguém para ocupar as funções de presidente.

Em qualquer caso, o Presidente da Assembleia Geral escolherá, dentre os presentes, o secretário da mesa, que auxiliará com os trabalhos e atividades da Assembleia Geral.

A legislação societária não estabelece qualquer restrição quanto à qualidade do indivíduo a ser designado para presidir e/ou secretariar a mesa, desde que seja acionista ou procurador de acionista devidamente constituído na forma do art. 126, §1º, LSA. A propósito, é comum que advogados de acionistas relevantes, na condição de procuradores, sejam

---

[159] EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 395.

[160] MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado. Parte Especial. Tomo L. *Direito das Obrigações: Sociedades por Ações*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1972, pp. 326-327.

[161] Usualmente, o estatuto social determina que a Assembleia Geral será instalada e presidida pelo Presidente do Conselho de Administração ou, na ausência deste, por qualquer outro membro do Conselho de Administração que venha a ser escolhido por deliberação da maioria dos acionistas presentes, ou, na ausência de todos os membros do Conselho de Administração, o presidente será escolhido, dentre os acionistas presentes, por deliberação majoritária.

nomeados para conduzir tais trabalhos, que muitas vezes envolvem questões técnicas de alta complexidade a serem resolvidas, rápida ou imediatamente, na própria Assembleia Geral.

Após verificado o atingimento do quórum de presença previsto em lei, cabe ao presidente da mesa declarar instalado o conclave. Em seguida, deve informar os acionistas acerca da regularidade da convocação e solicitar ao secretário da mesa que proceda à leitura da ordem do dia.

Nos termos do §4º do artigo 21-W da Instrução CVM nº 481/2009, no caso de companhias abertas, deve o presidente da mesa, logo no início da Assembleia Geral, ler o mapa de votação consolidado divulgado pela companhia na véspera da assembleia (conforme §3º do mesmo do artigo 21-W da Instrução CVM nº 481/2009), disponibilizando-o para consulta dos acionistas presentes na Assembleia Geral.

Após, iniciam-se os trabalhos, cabendo ao presidente colocar em discussão os itens da ordem do dia, a fim de que os acionistas com direito de voto presentes ao conclave possam exercer tal direito.

Conforme preceitua o §5º do artigo 21-W da Instrução CVM nº 481/2009, a mesa da Assembleia Geral deve desconsiderar a instrução de voto a distância de acionistas ou seus representantes que, comparecendo fisicamente à assembleia, solicitem exercer o voto presencialmente.

Como será mencionado mais adiante, submetidos à apreciação todos os itens constantes na pauta, cumpre ao presidente da mesa declarar que recebeu as declarações de voto ou dissidências e protestos, a serem devidamente autenticadas, numeradas e arquivadas na sede da companhia.

Também é função da mesa verificar a adequação do voto do acionista à eventual acordo de acionistas devidamente arquivado na sede da companhia a que as ações do acionista estejam vinculadas. Os votos exercidos em Assembleia Geral em descumprimento a acordo de acionistas (e/ou, conforme o caso, à instrução de voto havida em reunião prévia estabelecida

em acordo de acionistas) serão considerados ineficazes[162] e não poderão ser computados pelo presidente da Assembleia Geral, de acordo com o art. 118, §8º, LSA.

O acionista prejudicado pela infração a acordo de acionistas devidamente arquivado na sede da companhia (incluindo, se for o caso, as hipóteses de ausência ou abstenção) poderá votar com as ações do acionista infrator, ausente ou omisso, nos termos do artigo 118, §9º, LSA, sendo que a instrução de voto estabelecida no acordo de acionistas (ou em reunião prévia estabelecida em acordo de acionistas) funcionará como mandato legal. Caberá à mesa da Assembleia Geral diligenciar para que tal procedimento seja adequadamente realizado.

É função da mesa declarar suspensos os trabalhos da Assembleia Geral, a fim de que o secretário possa proceder à elaboração da ata que será, então, submetida à apreciação dos acionistas e assinadas por aqueles quantos bastem para constituir a maioria necessária para as deliberações tomadas na Assembleia Geral.

A utilização de elementos de tecnologia pode trazer benefícios diversos para atuação da mesa, inclusive promovendo confiabilidade na gestão de informações relevantes como o cômputo de quórum de instalação, contabilização de votos, redução da necessidade de intervenção humana em aspectos essencialmente formais do procedimento assemblear, que possam ser minimizados pelo uso da tecnologia.

2.8 Deliberação

Após a regular convocação e instalação da Assembleia Geral, a mesa conduzirá o procedimento assemblear visando a deliberação das matérias previstas na ordem do dia da Assembleia Geral. A condução desse procedimento em conformidade com a legislação societária e o Estatuto Social também é condição para que uma reunião de acionistas seja considerada uma Assembleia Geral.

---

[162] FRANÇA, *Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2ª ed, rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 133 e nota 129.

2.8.1 Conceito e Procedimento

Deliberar é tomar uma decisão ou uma resolução por votação majoritária ou unânime após discussão colegiada. Nesse sentido, declarada instalada a Assembleia Geral, a mesa procederá, se requerida por qualquer acionista presente, à leitura dos documentos relacionados às deliberações previstas na ordem do dia da Assembleia Geral, que foram previamente publicados e disponibilizados aos acionistas, os quais serão submetidos pela mesa à discussão e votação.

Pelo menos um administrador da sociedade (e, se houver, o conselheiro fiscal e o auditor independente) deve estar presente à Assembleia Geral Ordinária para atender a pedidos de esclarecimentos dos acionistas presentes, mas os administradores não poderão votar, seja como acionistas, seja como procuradores, em matérias que digam respeito aos documentos da administração, conforme preveem os artigos 115, §1º, e 134, §1º, da LSA[163].

Independentemente da prestação ou não de esclarecimentos pelos administradores da sociedade, caso a discussão da matéria submetida à deliberação seja considerada insuficiente para que os acionistas deliberem de forma refletida e ponderada sobre a matéria, a mesa submeterá à deliberação da Assembleia Geral a suspensão, com ou sem previsão da data em que será retomada, ou, conforme o caso, o encerramento da Assembleia Geral[164].

O procedimento da Assembleia Geral pode ser descrito pela seguinte ordem:

(1º) assinatura do Livro de Presença;

(2º) contabilização dos presentes e verificação do quórum necessário à instalação;

(3º) leitura ou, conforme o caso, dispensa da leitura da ordem do dia e documentos relevantes para a deliberação,

(4º) prestação de esclarecimentos acerca das matérias (ou documentos relacionados) previstas na ordem do dia, podendo – conforme o caso – contemplar

---

[163] Os documentos da administração são aqueles listados nos incisos do art. 133 da Lei nº 6.404/76.

[164] MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado. Parte Especial. Tomo L. *Direito das Obrigações: Sociedades por Ações*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1972, p. 327.

exposições por parte de assessores e terceiros quanto a documentos e informações referentes aos temas a serem enfrentados na ordem do dia;

(5º) submissão das matérias à discussão dos acionistas, respeitando a sequência com que a ordem do dia houver sido originalmente proposta;

(6º) votação; e

(7º) contagem dos votos, com apuração e proclamação do resultado da deliberação em relação a cada uma das matérias, na certeza de que – conforme o caso – o resultado de determinada deliberação pode tornar desnecessária a deliberação sobre outra matéria na sequência da ordem do dia.

O procedimento de deliberação das Assembleias Gerais compreende o *debate* e a *votação*. No primeiro, os acionistas podem exercer o direito de voz, solicitar esclarecimentos à mesa, aos administradores, aos membros do Conselho Fiscal, aos auditores independentes e aos consultores presentes. Na segunda, a mesa reúne as propostas apresentadas e procede à fase de votação e, após, anuncia o resultado[165].

Apesar de essa ser a ordem tradicional das Assembleias Gerais, com base nas disposições legais que as regulam, essas fases sofreram algumas alterações, principalmente em decorrência do surgimento do mecanismo do voto a distância. Com esse novo instrumento, percebe-se que as Assembleia Gerais iniciam com a divulgação, pela companhia, do boletim de voto a distância, e terminam apenas com a revelação dos mapas de votação. Assim, com a votação antecipada de alguns acionistas, a dinâmica das Assembleias Gerais foi significantemente alterada, inclusive dando origem a novas estratégias de votação decorrentes justamente dessa votação antecipada pelos participantes a distância.

[165] EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 399.

2.8.2 Natureza da Deliberação

A doutrina não é uníssona com relação à natureza jurídica da deliberação. De um lado, parte da doutrina entende as deliberações de Assembleias Gerais como atos coletivos[166], embora essa posição venha perdendo força. De outro lado, outra parte da doutrina entende que as deliberações de Assembleias Gerais se caracterizam como atos colegiais[167].

A distinção entre atos coletivos e atos colegiais é centrada no fato de que o ato colegial é caracterizado como um único ato decorrente da união das manifestações de vontade dos membros (no caso, os acionistas) de um mesmo órgão (a Assembleia Geral), de modo que constituem atos unilaterais de um único sujeito (a pessoa jurídica).

As deliberações das Assembleias Gerais constituem atos unilaterais da sociedade, constituídos pela vontade unitária, formada pela manifestação de vontade da maioria dos acionistas[168].

A doutrina não é uníssona com relação ao enquadramento das deliberações de Assembleias Gerais na classificação tradicional dos atos jurídicos, especialmente atos jurídicos *stricto sensu* e negócios jurídicos[169]. As deliberações assembleares não possuem uma classificação global e genérica, devendo ser analisadas caso-a-caso[170].

---

[166] CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. II – Artigos 75 a 137. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 924; e LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Vol. II. Pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 550.

[167] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2ª ed, rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, pp. 202-203.

[168] Conforme destaca Pontes de Miranda, "*mesmo quando o ato da assembleia geral extraordinária entra no mundo jurídico como ato-fato jurídico, não se pode deixar de atender a que ela, em si, supõe regramento legal ou estatutário da vontade, de modo que, antes de ser o negócio jurídico, o ato jurídico stricto sensu, ou o ato-fato jurídico, foi manifestação de vontade de muitos, embora unitariamente tratada.*" (MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado. Parte Especial. Tomo L. *Direito das Obrigações: Sociedades por Ações*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1972, pp. 281-282).

[169] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2ª ed, rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, pp. 55-57.

[170] Para uma análise detalhada com relação ao enquadramento das deliberações de Assembleias Gerais de sociedades anônimas previstas expressamente na legislação societária na classificação tradicional dos atos jurídicos, ver: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2ª ed, rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, pp. 55-61; e MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado. Parte Especial. Tomo L. *Direito das Obrigações: Sociedades por Ações*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1972, p. 343-344.

O que é absolutamente importante é a distinção entre os contratos e as deliberações societárias, uma vez que naqueles os contratantes se vinculam na forma e na medida de suas manifestações de vontade, enquanto nestes os acionistas encontram-se vinculados pela deliberação tomada pela maioria, independentemente de terem manifestado sua vontade ou, até mesmo, terem votado contrariamente[171].

Proclamado o resultado da votação acerca de algum ponto da ordem do dia, a matéria não poderá ser revista na mesma reunião, sob pena de se ferirem os direitos dos que deixaram a Assembleia Geral após a votação da referida matéria, salvo se todos os acionistas que tomaram parte na deliberação continuarem presentes e a maioria decidir pela revisão da deliberação[172].

2.8.3 Quórum de Deliberação

As deliberações da Assembleia Geral serão tomadas, salvo disposição diversa do Estatuto Social, por maioria dos votos, não se computando os votos em branco (art. 129 da LSA)[173].

É necessária a aprovação de acionistas titulares de ações que representem metade, no mínimo, do capital social com direito de voto, se maior quórum não for exigido pelo Estatuto

---

[171] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2ª ed, rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 201.

[172] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 691-692.

[173] Com relação às ações dos acionistas ausentes ou que se abstenham de votar e que estejam vinculadas à acordo de acionistas, deve-se conferir o direito de a parte prejudicada exercer o direito de voto com essas ações em conformidade com a direção do voto previamente pactuada (art. 118, §9º, Lei n. 6.404/76), estabelecendo-se um mandato inerente ao acordo do voto em bloco.

Social, para as deliberações previstas nos incisos do artigo 136 da LSA e no *caput* do artigo 136-A da LSA[174]-[175].

As deliberações tomadas em Assembleia Geral vinculam todos os acionistas, mesmo que dissidentes ou ausentes[176], conforme agora dispõe claramente o artigo 1.072, §1º, do Código Civil. A vinculação de todos os acionistas às deliberações tomadas em Assembleia Geral decorre da natureza da deliberação[177].

Embora as sociedades anônimas sejam governadas pelo princípio majoritário, a LSA prevê algumas regras para impedir que qualquer maioria baste para a formação da vontade social e, consequentemente, para a vinculação de todos os acionistas, como o quórum de instalação em primeira convocação, o quórum de deliberação ordinário e o quórum de deliberação extraordinário[178-179].

A LSA faculta às companhias fechadas a possibilidade de aumento do quórum de deliberação, desde que a matéria seja especificada no estatuto social (artigo 129, §1º, LSA).

A legislação societária faculta a possibilidade de a CVM vir a reduzir os quórum de deliberação para as matérias listadas no artigo 136 da LSA, no caso de companhias abertas com dispersão acionária e cujas 3 (três) últimas assembleias tenham sido realizadas com a presença

---

[174] No direito inglês, as deliberações podem ser classificadas como "*ordinary resolutions*" e "*special resolutions*", a depender do quorum necessário para a sua aprovação. Gower e Davies apontam que: "*An ordinary resolution is one passed by a simple majority of those voting, and is to be used for all decisions required under the Act, unless the Act specifies a special resolution. However, the articles may specify a higher level of approval, up to and including unanimity, obviously in the case of resolutions required by the articles but also in the case of resolution required by the companies legislation. A special resolution is one passed by a three-fourths majority*." (GOWER, Laurence Cecil Bartlett e DAVIES, Paul Lyndon. *Principles of Modern Company Law*. 8ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008, p. 438).

[175] Além das matérias de unanimidade, já citadas na nota de rodapé 73.

[176] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2ª ed, rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, pp. 47-48.

[177] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 587.

[178] Refere-se como quórum de deliberação ordinário o quórum de maioria previsto no art. 129 da Lei nº 6.404/76, que é a regra geral aplicável às sociedades anônimas. Consequentemente, refere-se como quórum de deliberação extraordinário qualquer outro quórum de deliberação previsto na legislação societária, tais como quórum qualificado de ações que representem metade, no mínimo, do capital social com direito de voto previsto no art. 136 da Lei nº 6.404/76 e o quórum de unanimidade.

[179] Há legislação societária também prevê restrições com relação à eficácia de determinadas deliberações, submetendo-as à ratificação ou cumprimento de formalidades, tais como: *(i)* art. 51 da Lei nº 6.404/76; *(ii)* art. 136, §§ 1º e 4º, da Lei nº 6.404/76; *(iii)* art. 174, §§ 1º e 2º, da Lei nº 6.404/76; *(iv)* art. 174, § 3º, da Lei nº 6.404/76; *(v)* art. 231 da Lei nº 6.404/76; e (iv) art. 256 da Lei nº 6.404/76.

de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto (art. 136, §2º, LSA)[180]. Essa autorização deve constar dos instrumentos convocatórios da Assembleia Geral e a deliberação com quórum reduzido somente poderá ser adotada em terceira convocação.

A lei também prevê o procedimento a ser observado em caso de empate em deliberações assembleares de sociedades anônimas, embora permita que o Estatuto Social trate do tema de forma diversa (artigo 129, §2º, LSA). A previsão legal brasileira sobre o procedimento a ser adotado em caso de empate constitui lei praticamente inexistente no direito comparado[181].

Parte da doutrina nacional critica esse dispositivo por, supostamente, ter criado uma "terceira e desnecessária situação" entre a aprovação e a rejeição[182].

É importante analisar a hipótese de deliberações tomadas na forma do artigo 129, *caput*, da LSA e aquelas tomadas na forma do art. 136 da LSA, uma vez que no segundo caso a redação do dispositivo[183] poderia dar alguma margem para interpretação de que o empate resultaria na aprovação da matéria.

A nosso ver, o entendimento de que o empate resultaria em aprovação da deliberação pode causar desarrazoados entraves e impedir o regular funcionamento da sociedade. Se o empate resultasse em aprovação, a metade que manifestou voto contrário à

---

[180] Sobre esse tema, ver: ROBERT, Bruno. *As Assembleias das S/A: exercício do direito de voto, pedidos públicos de procuração e participação à distância*. São Paulo: Singular, 2016, pp. 130-132.

[181] Conforme destaca Pedro Paulo Cristofaro: "*A decisão por maioria (do capital votante ou dos presentes às reuniões), é expressamente consagrada pela lei, certamente dentre outros países, na Itália (Código Civil, art. 2368), na França (Código Comercial, arts. L-225-96, L-225-98 e L-225-99), Argentina (Lei 19.550, de 03.04.1972, arts. 243 e 244), na Espanha (Real Decreto Legislativo 1/2010, de 02.07.2010, que aprova a Lei de Sociedades de Capital, arts. 159-I, 198 e 201), na Inglaterra (Companies Act de 2006, art. 281[3][b], 282[1][2][3]e[4]), na Alemanha (parágrafo 133[1] da Lei de Sociedades Anônimas, de 06.09.1965, com a redação aprovada pela reforma de 09.12.2010), nos Estados Unidos (Model Business Corporation Act, adotado em 24 estados, parágrafo 25; Delaware General Corporation Act, par. 216(a); New York Code – Business Corporation Section 614[b]). Em nenhum desses países a lei prevê uma saída para o caso de empate nas deliberações. Portugal, que consagra o princípio da maioria no art. 386º-1 do Código das Sociedades Comerciais, é exceção, mas assim mesmo exclusivamente para o caso específico de empate na aprovação de contas ou distribuição de lucros, conforme dispõe o art. 263º-3*" (CRISTÓFARO, Pedro Paulo. "O Empate nas Deliberações das Assembleias Gerais das Companhias". *In:*VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (org.). In: *Lei das S.A. em seus 40 anos*. pp. 331-343. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 333).

[182] CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. II – Artigos 75 a 137. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 927; e LUCENA, José W. *Das Sociedades Anônimas: Comentários à Lei* (arts. 121 a 188). Vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, pp. 130-131.

[183] "Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre"

deliberação tomada em uma Assembleia Geral pode ser a mesma metade que manifesta voto favorável à deliberação diametralmente oposta em Assembleia Geral posterior.

Em respeito ao princípio majoritário, nos casos de deliberações binárias (*i.e.*, aquelas cuja decisão a ser possivelmente adotada admita apenas duas opções disponíveis, como – por exemplo – *sim* ou *não*; *aprovar* ou *rejeitar*), o empate resulta na não aprovação da deliberação proposta (*i.e.*, *não* ou *rejeição*), uma vez que – com o empate – não foi alcançado o quórum necessário à aprovação da matéria. O mesmo raciocínio não se aplica às deliberações que admitem múltiplas opções de decisão (*i.e.*, fixar a remuneração global dos administradores; definir o valor do aumento do capital *etc*.). Em tais casos, o empate representará efetivamente a ausência de decisão. Em ambas hipóteses não haveria a aprovação de qualquer deliberação, mas por motivos diversos: no primeiro caso, pela rejeição, e, no outro, a ausência de uma decisão.

Portanto, a despeito de nosso entendimento de que – nas decisões binárias o empate funciona como rejeição à proposta submetida à deliberação – entendemos também que o legislador não errou ao prever a hipótese de empate e o meio de desempate[184], devendo este ser aplicado aos casos de empate em deliberações não binárias. Talvez a questão pudesse ser esclarecida, em reforma pontual do artigo 129, §2º, LSA.

2.8.4 Votação

O direito de voto constitui direito de caráter político, exercido por meio da manifestação de vontade e destinado à formação da deliberação coletiva, devendo ser exercido

[184] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 695-696.

pelo acionista ou por pessoa legitimada e em conformidade com as normas legais e estatutárias[185-186-187].

O direito de voto não se limita à manifestação do voto. Compreende também todos os demais direitos necessários à efetiva manifestação de vontade na Assembleia Geral.

Esses demais direitos são compreendidos como direitos acessórios ao direito de voto, que compreendem os direitos de ingresso e presença na Assembleia Geral, o direito de apresentar propostas de deliberação, o direito de usar a palavra, o direito de apresentar questões de ordem, manifestações de voto em separado e até mesmo protestos, o direito de pedir informações e esclarecimentos, tanto à mesa quanto à administração, e de forma ampla o direito de se expressar, verbalmente ou por escrito[188], com a nossa ressalva de que o exercício desses direitos não pode ser realizado de forma abusiva, a fim de sempre assegurar o andamento regular da Assembleia Geral.

De forma geral, há diversos tipos de sistemas de voto.

O *voto por cabeça*, usual no sistema eleitoral de estados democráticos de direito, no qual cada sócio tem direito a um voto, independentemente da participação no capital social. Essa é justamente a grande barreira que o sistema de voto por cabeça encontra para ser aplicado nas sociedades de capital, uma vez que não assegura direito de voto de forma proporcional ao capital investido e risco assumido.

---

[185] RIBEIRO, Renato Ventura. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 157.

[186] Em que pesem as divergências doutrinárias da doutrina com relação à natureza do direito de voto como direito subjetivo ou como direito-função, entendemos que no caso brasileiro, como em tantos outros, a legislação societária conferiu ao direito de voto a natureza de um direito-função ao impor a obrigação de que o voto seja exercido no interesse social (art. 115, Lei nº 6.404/76). Nesse sentido, ver: RIBEIRO, Renato Ventura. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 183.

[187] Com relação ao direito de voto, Renato Ventura Ribeiro destaca: "*Discute-se se o ato de emissão do voto é uma declaração de verdade, vontade, verdade e vontade ou pode ser de verdade ou vontade, dependendo da deliberação. Cuida-se de saber se a declaração de voto é imperativa, representando a vontade do emissor, ou informativa, dando ciência de um fato como verdade. A importância da distinção consiste nos efeitos jurídicos que cada tipo de declaração produz. Na declaração de verdade, a pessoa limita-se a afirmar um fato, sem produzir efeitos, pois não há uma finalidade a ser buscada. Na declaração de vontade, o agente manifesta sua intenção para alcançar determinado fim, tornando-a vinculante e gerando ato jurídico. Na primeira, tem-se ato de fazer saber, na segunda, de fazer fazer* [sic.]" (RIBEIRO, Renato Ventura. Direito de Voto nas Sociedades Anônimas. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 197) e conclui que "*a maioria dos autores parece tender a classificar o voto como declaração de verdade ou vontade, dependendo da decisão ou seu objeto.*" (RIBEIRO, Renato Ventura. Direito de Voto nas Sociedades Anônimas. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 199).

[188] FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Direito Comercial*, v. 4. São Paulo: Saraiva ,1963, p. 810. No mesmo sentido, (i) MAIA, Pedro. *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a Sociedade Anônima.* Coimbra: Almedina, 2019, p. 102; e (ii) RIBEIRO, Renato Ventura. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 163.

Outro sistema de voto usual é o *voto por ação*, no qual cada acionista tem direito a voto conferido de forma proporcional a participação no capital social, de forma que – em regra[189] – é também proporcional ao capital investido e risco assumido. Esse é o modelo adotado no Brasil e é o sistema adotado, de forma geral, em sociedades de capital ao redor do mundo.

Cada ação ordinária corresponde um voto nas deliberações da Assembleia Geral, conforme estabelece o *caput* do artigo 110 da LSA (*one share one vote*). Embora constitua tema controvertido na doutrina nacional, entendemos que a legislação societária não veda que o acionista distribua os votos conferidos às suas ações, dividindo-os e votando de forma diferente com cada grupo[190].

O Estatuto Social poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o direito de voto, ou conferi-lo com restrições (artigo 111 da LSA). Sendo assim, na ausência de disposição estatutária específica, também caberá um voto a cada ação preferencial.

Além dos já destacados sistemas de voto por cabeça e voto por ação, há também alternativas de sistemas de votação que podem, conforme o caso, ser utilizadas para atender a determinadas particularidades. É esse o caso, por exemplo, do limite ao número máximo de votos por acionista, independentemente de sua participação societária. A *limitação ao número de votos* consiste em previsão estatutária, nos termos do artigo 110, §1º, da LSA, que estabelece o número máximo de votos a ser exercido, independentemente da participação acionária[191].

Em sentido oposto à limitação ao número de votos, há a possibilidade de se atribuir *voto plural* a determinadas classes de ações. No Brasil, o artigo 110, §2º, da LSA proíbe a

---

[189] Como se sabe, há exceções a essa regra, destacando-se as ações preferenciais sem direito de voto, que fazem com que o seu titular adquira participação societária na companhia, assumindo os riscos decorrentes desse investimento, sem que lhe seja conferido direito de voto (desde que isso esteja previsto estatutariamente).

[190] A CVM também já se posicionou nesse sentido no âmbito da Audiência Pública SDM nº 09/2014. CVM. Audiência Pública SDM nº 09/2014. Relatório de Análise – Audiência Pública SDM nº 09/2014 – Processo CVM nº RJ-2011-13930. Rel. Luciana Dias. Publicado em 07.04.2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2014/sdm0914relatorio.pdf>. Acesso em 05.11.2019, p. 39.

[191] Para maiores informações sobre o tema, ver: NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 229-232.

adoção do voto plural, mas a doutrina nacional tem seguido as inovações das leis estrangeiras, que permitem voto plural.

Somos favoráveis à adoção do voto plural entre nós, desde que feitas as necessárias adequações na legislação. Isso porque o voto plural é capaz de dissociar o direito de voto do capital aplicado em uma sociedade, de modo que seria mais fácil atrair investidores que estivessem interessados apenas no lucro que a atividade poderia render[192].

Nesse sentido, o PL nº 10.736/2018 pretende autorizar a atribuição de voto plural a uma única classe de ações de emissão de companhias fechadas, por meio da alteração dos artigos 16 e 110, e por meio da revogação do §2º do artigo 110 da LSA[193].

---

[192] Francisco Antunes Maciel Müssnich, principal defensor da inclusão do voto plural entre nós, tem feito reflexões nesse mesmo sentido sobre os benefícios do voto plural, e a sua legalidade em outros ordenamentos: "*Optou-se então pelo sistema em que haveria dois grupos de ações, em que o grupo das ações de classe A estaria submetido ao sistema de voto proporcional, estando tais ações livres para serem negociadas no Mercado, enquanto o grupo de classe B de titularidade de investidores de longo prazo estaria sob o sistema de voto plural. Nesse último caso, as ações de classe B poderiam ser negociadas no mercado, mas, caso transferidas, perderiam o benefício do voto plural. [...] Eventual mudança na legislação brasileira, análoga a de outras jurisdições, poderia ser válvula de escape para recuperar companhias. A França, por meio da Lei Florange (Lei nº 2014-384) passou a aceitar o voto plural como reação à crescente perda de espaço das empresas francesas no mercado. Com tal mudança, hoje é possível conferir dois votos para cada ação (i) ao acionista que mantiver seus papéis por, no mínimo, dois anos em uma companhia fechada e (ii) ao acionista que mantiver suas ações por quatro anos em uma companhia aberta, desde que haja previsão estatutária autorizativa*." (MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. "*Voto Plural: quebrando paradigmas*", artigo publicado em 15/12/2017 no jornal Valor Econômico. Disponível em: <https://www.valor.com.br/legislacao/5228253/voto-plural-quebrando-paradigmas>. Acesso em 05.11.2019).

[193] O PL nº 10.736/2018 propõe a inclusão do artigo 110-A à Lei nº 6.404/76, que possui o seguinte teor: "Art. 110-A. Fica autorizado atribuir voto plural a uma única classe de ações ordinárias na companhia fechada. Atualmente, o referido Projeto de Lei ainda está em análise sob a Comissão de Desenvolvimento Econômico, Indústria, Comércio e Serviços, a Comissão de Constituição e Justiça, e a Comissão de Cidadania, da Câmara dos Deputados

§1º O prazo máximo de vigência do voto plural não excederá três anos, permitida uma única prorrogação pelo mesmo período.

§2º A criação da única classe de ações ordinárias e a eficácia da deliberação de sua prorrogação dependem de prévia aprovação ou de ratificação, em prazo improrrogável de noventa dias contados da assembleia geral extraordinária, de acionistas titulares de mais da metade das ações ordinárias em circulação, reunidos em assembleia especial convocada e instalada com as formalidades desta Lei, não computados os votos dos titulares de ações com voto plural.

§3º Findo o prazo de vigência, as ações ordinárias com voto plural voltarão a ter apenas 1 (um) voto nas deliberações da assembleia-geral.

§4º No caso de atribuição de voto plural a classe de ações de titularidade de empreendedor ou fundador da companhia, é lícito estipular o início da respectiva vigência ao término da execução do plano de negócios contratado desde que por prazo não superior a seis anos. § 5º O voto plural conferido a uma única classe de ações ordinárias permanecerá em vigor ainda que a companhia tenha seus valores mobiliários admitidos a negociação em quaisquer segmentos de listagem de bolsa de valores ou de mercado de balcão organizado". O inteiro teor do PL nº 10.736/2018 está disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=66C9371FA3CC2453A89DE4327C181DFA.proposicoesWebExterno1?codteor=1680750&filename=PL+10736/2018>. Acesso em 05.11.2019.

Na França, por exemplo, o ordenamento societário permite a concessão do direito de voto plural a qualquer acionista que tenha detido sua participação há pelo menos dois anos. O critério de dois anos pode ser majorado pela própria companhia ao máximo de quatro anos[194].

Por fim, há também o *voto múltiplo*, que no Brasil está expressamente previsto no artigo 141 da LSA. De forma resumida, o voto múltiplo é a forma de contabilização do número de votos aplicável especificamente na eleição de membros do Conselho de Administração, na qual se atribui ao votante tantos votos quantos sejam os assentos disponíveis para preenchimento no Conselho de Administração, sendo permitida a sua livre alocação, inclusive o acúmulo de todos em uma mesma opção. Esse processo de votação está legalmente previsto, apenas e tão somente, para a eleição dos membros do Conselho de Administração.

Tanto o sistema de *voto por cabeça* quanto o sistema de *voto por ação* podem ser utilizados para casos em que há votações por chapas ou individuais, sendo que, independentemente do sistema adotado, as votações por chapas devem preservar os direitos relacionados ao voto múltiplo e à eleição em separado[195].

A LSA não disciplina o processo de contagem de votos e apuração das deliberações. Assim, o voto pode ser manifestado de várias formas, desde que previamente anunciada a modalidade de manifestação expressa de vontade adotada pela mesa: levantar a mão, permanecer sentado ou levantar-se, dizer "sim", "não" ou “abstenção”; “aprovar”, “rejeitar” ou “se abster”. O essencial é que seja possível a identificação precisa de quem vota e qual o sentido do voto, bem como que se permita apurar o resultado de forma eficiente e confiável[196]. Tais

---

[194] *“En cas d'OPA, le droit de vote double attaché à certaines actions présente un second avantage: il revêt un caractère défensif. En effet, l'initiateur perd le droit de vote double attaché aux actions acquises et doit affronter les droits de vote double qui restent détenus par les actionnaires non cédants. Il risque donc, a posteriori, de voir son pouvoir fortement dilué”*. (PERRIER, Arnaud; SCACCHI, Raphaëlle. *Les Stratégies anti-OPA*. Paris: Economica, 1995, pp. 59-60).

[195] ROBERT, Bruno. *As Assembleias das S/A: exercício do direito de voto, pedidos públicos de procuração e participação à distância*. São Paulo: Singular, 2016, p. 137.

[196] Sobre o tema da apuração dos votos, Renato Ventura Ribeiro destaca uma situação comum, “*na qual o presidente da assembleia solicita que quem vota sim, permaneça como está. Neste caso, o silêncio indica manifestação de vontade. Mas não se deve deduzir como tácitas manifestações nas quais há outras alternativas. Uma hipótese é a utilização do chamado método da subtração. Neste caso, coloca-se determinada matéria em votação, indagando-se primeiro quem vota em sentido contrário e depois quem se abstém. Porém, não se deve considerar que os presentes que não votaram nem sentido nem em outro sejam favoráveis à proposta, já que há a possibilidade de abstenção. Por isso, deve-se ter muito cuidado com a condução da votação, para evitar indução a erro do votante ou contagem de voto em desacordo com a vontade. E, para evitar dúvidas e manipulação quanto*

parâmetros são fundamentais para se delimitar, por exemplo, a possibilidade de se adotar eletronicamente opções de voto pressionando botão tendente a replicar os mesmos efeitos havidos quando fisicamente se diz "sim", "não" ou “abstenção”; “aprovar”, “rejeitar” ou “se abster”.

De forma geral, tem-se como formas alternativas de voto na Assembleia Geral o voto aberto ou secreto, que também trazem as clássicas discussões no âmbito da ciência política para o direito societário.

O direito de *voto aberto* viabiliza a fiscalização do exercício do direito de voto, o que é especialmente relevante para que se avalie o cumprimento dos deveres sociais pelos administradores e acionistas, enquanto o *voto secreto* possibilita o exercício do direito de voto de forma sincera e sem constrangimentos.

Há casos em que a legislação societária parece impor que a deliberação seja tomada por meio de voto aberto, como nas hipóteses em que confere direito de recesso aos acionistas dissidentes. Outra hipótese que parece ser incompatível com o voto secreto é a possibilidade de estabelecimento de acordo de votos, na medida em que é necessário que se avalie se o signatário do acordo de votos está votando em conformidade com o previsto no acordo de votos ou com a reunião prévia dos signatários do acordo de votos. Por outro lado, o exercício do direito de voto de forma secreta também parece ser adequado para os casos em que há divergências com relação à ordem de votação, nos quais a revelação antecipada do voto proferido atribui vantagem aos que ainda não votaram e propicia formação de estratégias de votação para alcançar resultados desejados, como – por exemplo – nos casos de eleição de membros do Conselho de Administração pelo sistema do voto múltiplo.

A representação por meio de procuração também parece ser incompatível com o voto secreto, por inviabilizar que se avalie se o procurador está votando conforme orientação do acionista. A procuração pode ter por objeto a representação do acionista e o exercício do direto de voto em todas as matérias previstas na ordem do dia ou em apenas parte das matérias previstas na ordem do dia, que devem ser especificadas no instrumento de procuração. O procurador deverá exercer o direito de voto conforme a orientação do acionista outorgante nas

---

à vontade, o legislador deve estipular, de maneira taxativa, todas as formas pelas quais a votação pode ser conduzida, sempre deixando as possibilidades de voto favorável, desfavorável, em branco e abstenção de voto” (RIBEIRO, Renato Ventura. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 166).

matérias abrangidas pela procuração e, caso não sejam todas, o procurador deverá se abster de votar nas demais[197].

Caso o procurador exerça o direito de voto do acionista outorgante em violação ao estipulado no instrumento de procuração, o voto proferido na Assembleia Geral não será considerado ineficaz, mas caberá ao acionista outorgante reparação pelos danos decorrentes da violação, pelo procurador, dos termos do mandato.

Sobre o tema, convém referir-se ao mapa final de votação detalhado exigido nas companhias abertas. Segundo o art. 21-W, §6º, inciso II, da Instrução CVM nº 481/2009, o mapa final de votação detalhado deve conter os votos proferidos individualmente pelos acionistas, acompanhado dos 5 (cinco) primeiros números do CNPJ/CPF. De certa forma, ao não se exigir o número completo e/ou o nome do acionista, a CVM acaba admitindo a possibilidade de o voto ser secreto. No entanto, justamente para evitar a falta de responsabilização pelo voto proferido e permitir a identificação do voto em meio a todas as manifestações, a Autarquia solicita a inclusão desta informação dos 5 (cinco) primeiros números do CNPJ/CPF, propiciando assim a identificação posterior. O voto não fica identificado pelo acionista, mas fica identificável.

A depender do caminho que a adoção das tecnologias venha a seguir, talvez seja possível que ao final do processo de votação fosse impresso um comprovante e/ou recibo de votação, para que o acionista e/ou representante do acionista consiga comprovar que votou e qual foi o sentido do voto proferido.

De um lado, a LSA não disciplina o processo de votação, assegurando flexibilidade aos acionistas, mas, de outro lado, prevê a obrigação do voto ser exercido nos limites do interesse social (conforme artigo 115 da LSA), que traz importante contenção de abusos de direito de voto e conflito de interesses.

O emprego de tecnologias nas Assembleias Gerais amplia as formas de manifestação do voto, conferindo agilidade e, espera-se que também, conceda segurança ao procedimento e à contabilização dos votos.

---

[197] EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 374.

2.9 Ata, Encerramento e Formalização da Assembleia Geral

O artigo 130 da LSA estabelece que deverá ser lavrada, em livro próprio (*i.e.*, Livro de Atas de Assembleias Gerais) a ata assinada pelos membros da mesa e pelos acionistas presentes, consignando os trabalhos e deliberações havidos na Assembleia Geral.

Sendo assim, uma vez deliberadas as matérias constantes da ordem do dia, cabe ao presidente da mesa declarar suspensos os trabalhos para a elaboração da ata pelo secretário que, ao final, irá proceder à leitura de seu inteiro teor e submeter à aprovação dos acionistas.

Após a proclamação do resultado, lavratura da ata e aprovação de seu texto final, a ata será assinada pelos membros da mesa e pelos acionistas presentes, esclarecendo-se que, com a adoção do sistema de participação a distância, reputar-se-á igualmente assinada a ata pelos acionistas que participarem remotamente da Assembleia Geral.

A ata da Assembleia Geral poderá ser lavrada em forma de sumário dos fatos ocorridos, inclusive dissidências e protesto, e conter transcrição apenas das deliberações tomadas, nos termos do artigo 130, §1º, da LSA.

Se a ata da Assembleia Geral não for lavrada em forma de sumário dos fatos ocorridos, a mesma deverá ser produzida de forma circunstanciada, com as declarações de voto ou de dissidência e os protestos devendo ser integralmente transcritos na ata. Todavia, mesmo na hipótese da ata circunstanciada, poderá ser publicado apenas o extrato da ata, com o sumário dos fatos ocorridos e a transcrição das deliberações tomadas, mas devendo fazer referência a eventuais declarações de voto e votos dissidentes[198].

No entanto, caso a ata seja lavrada de forma sumária, manifestações (declarações de voto, dissidência e protestos) constantes da ata devem ser numeradas, autenticadas pela mesa (e por qualquer acionista que solicitar), e arquivadas na companhia, nos termos do artigo 21, inciso X da Instrução CVM nº 480/2009.

---

[198] Conforme a prática societária, em regra, as atas das Assembleias Gerais são lavradas em forma de sumário dos fatos ocorridos e a publicação é realizada apenas com um breve extrato da ata.

Devem constar de todas as atas de Assembleias Gerais: *(i)* a espécie de assembleia (ordinária e/ou extraordinária); *(ii)* o local, data e hora de realização da assembleia, bem como os jornais e as datas em que o edital de convocação foi publicado; *(iii)* o quórum de instalação; *(iv)* o nome do presidente e secretário da mesa; *(v)* a ordem do dia; *(vi)* os fatos ocorridos e as deliberações tomadas; e *(vii)* o fechamento, fazendo referência ao encerramento dos trabalhos, à lavratura da ata, à sua leitura e aprovação, seguindo-se as assinaturas do presidente, do secretário da mesa e dos acionistas.

Nos termos do §6º do artigo 21, bem como do §4º do artigo 30 da Instrução CVM nº 480/2009, a ata da Assembleia Geral deve indicar quantas aprovações, rejeições e abstenções cada deliberação recebeu, bem como o número de votos conferidos a cada candidato, quando houver eleição de membro para o Conselho de Administração ou para o Conselho Fiscal.

As atas de Assembleia Geral devem ser arquivadas na Junta Comercial e publicadas, sob pena de não produzirem efeitos perante terceiros[199]. A Assembleia Geral pode autorizar a publicação da ata com a omissão das assinaturas dos acionistas.

Caso a ata venha a ser submetida a registro dentro do prazo de 30 (trinta) dias contados da lavratura, os efeitos do arquivamento retroagirão à data de assinatura, mas o arquivamento fora deste prazo fará com que a produção de efeitos perante terceiros somente se inicie após a concessão do registro, nos termos do art. 1.151 do Código Civil (na mesma linha dispunha o art. 36 da Lei nº 8.934/94).

A LSA prevê a obrigatoriedade de arquivamento das atas de Assembleia Geral em determinados casos, tais como: *(i)* Assembleia Geral de Constituição (artigo 87, §4º, artigo 95 e artigo 97, todos da LSA); *(ii)* Assembleia Geral Ordinária (artigo 134, §5º, da LSA); *(iii)* Assembleia Geral que reformar o estatuto social (artigo 135, §1º, da LSA); *(iv)* Assembleia Geral que eleger administradores (artigo 146, §1º, da LSA); e *(v)* Assembleia Geral que alterar o capital social (artigos 166, §1º e 174 c/c artigo 135, §1º, da LSA).

Em razão do arquivamento das atas na Junta Comercial, o fato de não figurarem no livro próprio não acarreta a nulidade da Assembleia Geral, caracterizando mera irregularidade

---

[199] Conforme: *(i)* o artigo 54 da Lei nº 8.934 de 18 de novembro de 1994; e *(ii)* artigo 77 do Decreto nº 1.800 de 30 de janeiro de 1996. Além disso, é importante ressaltar as alterações nas regras sobre a publicação de documentos societários previstas na Medida Provisória nº 892 de 05 de agosto de 2019, analisadas na Seção 2.4.3.

na sua formalização. A ata, entretanto, é documento essencial para a eficácia das deliberações tomadas em Assembleia Geral, de modo que, caso não seja elaborada, não haverá qualquer deliberação válida, ou que poderia ser ratificada em uma segunda Assembleia Geral[200].

Ressalte-se, por fim, que o §2º do artigo 100 da LSA e o já mencionado artigo 31-A da Instrução CVM nº 480/2009, incluído pela Instrução CVM nº 561/2015, também autorizam que o Livro de Atas de Assembleias Gerais possa ser substituído por registros mecanizados ou eletrônicos, obedecidos os requisitos constantes do referido dispositivo.

---

[200] Compartilham desse entendimento: *(i)* CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. II – Artigos 75 a 137. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 944; e *(ii)* FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2ª ed, rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 109, nota nº 63.

3 ASSEMBLEIAS VIRTUAIS E NOVOS INSTRUMENTOS APLICÁVEIS ÀS ASSEMBLEIAS DE S/A

3.1 A Importância da Modernização

Após ter sido, de certa forma, deixado de lado nos últimos anos, o estudo das Assembleias Gerais novamente se torna imperativo para a evolução do Direito Societário. Pode-se dizer que o renascimento do interesse e a importância do estudo do tema devem-se, dentre outros aspectos, especialmente à globalização e aos avanços tecnológicos da Era Digital.

A globalização promove incentivos e induz modificações em legislações locais, a fim de permitir que acionistas exerçam seus direitos de participação e votação em Assembleias Gerais realizadas a nível mundial. As relações econômicas globais tornam cada vez mais comuns os investimentos em companhias abertas por estrangeiros.

Em um cenário de globalização, desenvolvimento dos mercados de capitais e pluralidade de investimentos, os custos de acesso e análise das informações e efetiva participação nas Assembleias Gerais tendem a ser superiores ao benefício individual esperado por tal comportamento[201], na medida em que há obstáculos no processo de votação tendentes a fazer com que a presença de acionistas em Assembleias Gerais seja reduzida, especialmente acionistas estrangeiros e minoritários, cuja participação assemblear não é capaz de influenciar no resultado das deliberações.

Em paralelo, os avanços tecnológicos oferecem soluções que anteriormente não eram disponíveis e que atualmente são capazes de reduzir os custos necessários ao exercício

---

[201] "*Small shareholder in particular consider the costs of participating in the AGM too high and are reluctant to vote according to economic theory. Thus, turnout rates, especially of small shareholders, are generally considered to be quite low*" (LAFARRE, Anne. *The AGM In Europe: Theory and Practice of Shareholder Behavior*. Bingley: Emerald Publishing Limited, 2017, p. 4). "*Whereas widely dispersed ownership contributes to the liquidity of the market, it also causes problems since no individual small shareholder has incentives to engage in direct monitoring* [..] *A second related economic problem is the free-rider problem. In (partly) widely dispersed ('oceanic') ownership structures (Leech, 2002), shareholder monitoring can be considered a public good*" (LAFARRE, Anne. *The AGM In Europe: Theory and Practice of Shareholder Behavior*. Bingley: Emerald Publishing Limited, 2017, p. 8).

desses direitos. É fato que as tecnologias estão cada vez mais acessíveis ao grande público e isso deve ser aproveitado também na esfera do Direito Societário.

Somado a tudo isso, a dinâmica empresarial no mundo moderno demanda decisões rápidas e precisas, que – em diversos momentos – podem ser viabilizadas pelo emprego de tecnologias.

A nível mundial, esses fatores são apontados, por exemplo, como indutores para a revisão dos princípios de governança corporativa da OCDE[202], que estabelecem regras sobre disponibilização de mecanismos para votação remota e/ou eletrônica por acionistas estrangeiros.

Há, atualmente, um esforço por parte da OCDE em fazer com que as companhias adotem tecnologias e/ou, de alguma forma, disponibilizem mecanismos eletrônicos para participação em Assembleias Gerais e para exercício do direito de voto em tais ocasiões.

A despeito de todas as iniciativas de modernização, aperfeiçoamento e, em algumas localidades, padronização da legislação, de forma geral, as legislações societárias permanecem sendo confusas e incompletas no que se refere às temáticas da modernização de direitos de participação em Assembleias Gerais, notadamente no que se refere ao emprego de tecnologias, aplicativos e soluções alternativas aos métodos tradicionais.

As Assembleias Gerais se submetem às legislações societárias dos países em que as companhias têm as suas respectivas sedes, sujeitando-se ainda, em companhias abertas, às regulamentações dos órgãos locais de supervisão do mercado de capitais e das bolsas de valores em que os seus valores mobiliários são negociados. No caso dos países membros da União Europeia, há ainda a aplicação de regras de direito comunitário, como as diretivas da Comunidade Europeia, que coexistem com as legislações nacionais.

Aos poucos, o que se observa é uma transição gradual e/ou adoção em etapas de mecanismos modernos, que se valem da *internet*, de aplicativos e da tecnologia de forma geral para viabilizar o exercício remoto de direitos de acionistas em Assembleias Gerais.

Em análise histórica, pode-se dizer que a partir da década de 1990, com o *boom* da *internet* e a proliferação dos computadores pessoais em todo o mundo, algumas companhias

---

[202] OECD. G20/OECD Principles of Corporate Governance. Paris: OECD Publishing, 2015. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>. Acesso em 05.11.2019.

passaram a utilizar ferramentas de tecnologia para complementar e/ou subsidiar as Assembleias Gerais.

Com o objetivo de ampliar a participação dos acionistas nas Assembleias Gerais, algumas companhias passaram a adotar mecanismos de transmissão de tais conclaves pela *internet* e/ou, até mesmo, por canais de televisão fechada (a cabo). Da mesma forma, se desenvolveram e se tornaram cada vez mais aplicados em diferentes contextos os pedidos públicos de procuração, a participação a distância, a votação a distância e, em alguns países, até mesmo a realização de Assembleias Virtuais e/ou combinando características das Assembleias Gerais físicas tradicionais com Assembleias Gerais realizadas de forma remota.

Tradicionalmente, diz-se que as Assembleias Gerais possuem importante papel no monitoramento realizado coletivamente pelos acionistas, uma vez que, por meio dessas: *(i)* os acionistas recebem da companhia informações sobre relevantes e diversos temas pertinentes à companhia *(information function)*; *(ii)* são oferecidos aos acionistas um local para discussões e formulação de questões *(forum function)*; e *(iii)* os acionistas se reúnem para, coletivamente, tomarem decisões *(decision-making function)*, que – em última análise – corresponderão à formação da vontade social.

Estas 3 (três) funções – *i.e.*, *information function; forum function*; e *decision-making function* – desempenhadas pelas Assembleias Gerais têm sofrido importantes transformações recentes e, indiscutivelmente, precisam ser repensadas, pelos seguintes motivos:

Primeiro: Devido às regulações do mercado de capitais e outras obrigações de realização de divulgações públicas, todas (e/ou, praticamente, todas) as informações relevantes precisam ser reveladas com antecedência em relação à data de realização das Assembleias Gerais. Sob o ponto de vista do fornecimento de informações, mudanças havidas na estrutura de realização das Assembleias Gerais permitem dizer que, de certa forma, a formação da vontade social já se inicia bem antes do encontro efetivo dos acionistas.

Segundo: A prática demonstra que os acionistas possuem uma necessidade limitada (e/ou, praticamente, inexistente) em relação ao ambiente para discussões que proporciona o *forum function*. Usualmente, o tempo de duração das Assembleias Gerais é restrito e a interação entre os acionistas é pequena. Na prática, a maior parte dos acionistas já comparece às

Assembleias Gerais com a manifestação de voto previamente formulada e ciente da forma como irá proferir o seu voto, independentemente de eventuais conversas, debates e/ou discussões a serem havidas na ocasião. É como se – no cenário atual em que as informações são disponibilizadas com bastante antecedência – as coordenações entre acionistas e entre estes e a companhia acontecessem antes da data da própria Assembleia Geral, pois esclarecimentos, composições de votos e até mesmo negociações entre acionistas ocorrem muitas vezes antes da realização física da Assembleia Geral. Isso se dá especialmente quando há acordo de voto entre os acionistas que compõem a maioria que detém o controle societário.

Terceiro e por último: Na prática, a função de promover a tomada de decisões *(decision-making function)*, que – em última análise – corresponderá à formação da vontade social também é limitada. Os acionistas minoritários possuem poucos incentivos para participar da formação da vontade social, uma vez que os custos associados à participação em Assembleias Gerais são usualmente superiores aos benefícios a serem potencialmente auferidos por esses acionistas individualmente.

A modernização de determinados elementos das Assembleias Gerais pode aprimorar o desempenho de todas estas funções.

Os avanços tecnológicos permitem que a função de informação (*information function)* seja observada não somente no âmbito da Assembleia Geral, mas também em momentos anteriores, a partir da divulgação dos documentos relacionados aos assuntos previstos na ordem do dia do conclave, o que tem ocorrido com antecedência cada vez maior. Na experiência concreta, o que se observa é que a forma como as informações são produzidas e disseminadas, por meio da *internet* e aplicativos, faz com que a função de informação ocorra até mesmo fora do encontro assemblear.

A função de fórum (*forum function)* evidentemente pressupõe a efetiva participação dos acionistas nas Assembleias Gerais, com a intervenção no processo deliberativo, de forma que o emprego de tecnologias nas Assembleias Gerais deve viabilizar a participação efetiva dos acionistas, com possibilidade de exercer todos os direitos relacionados ao voto, sob pena de esvaziar as discussões e mecanizar as Assembleias Gerais.

A função de tomada de decisão (*decision-making function)*, enfraquecida na perspectiva da democracia acionária pelo comportamento absenteísta dos acionistas, poderá ser

aprimorada na medida em que a utilização de tecnologias possibilita a participação de um maior número de acionistas nas Assembleias Gerais das companhias.

Em que pesem as relevantes funções assumidas pela Assembleia Geral na estrutura das sociedades anônimas, cumpre ressaltar que:

> ao longo dos últimos anos, a assembleia geral vem, na prática, perdendo espaço como o principal centro decisório da companhia, tendo em vista o absenteísmo dos acionistas minoritários, uma vez que, em geral, apenas os controladores comparecem ao conclave.[203-204]

Adicionalmente, como se disse, o exercício de poder de controle por meio de acordo de voto entre os acionistas e, principalmente, a realização de reuniões prévias às Assembleias Gerais também acabam reduzindo a importância das Assembleias Gerais, na medida em que as reuniões prévias acabam funcionando como assembleias antecipadas[205].

Se, de um lado, os princípios de governança corporativa, o emprego das tecnologias, e até mesmo o ativismo societário apresentam um contexto de valorização do direito de voto e das Assembleias Gerais, de outro lado, a composição acionária das companhias, o fenômeno do absenteísmo e os acordos de voto apresentam um contexto de desvalorização da Assembleia Geral e do próprio exercício do direito de voto.

---

[203] EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S A Comentada*. Vol. 3. Quartier Latin, 2015. pp. 303-304.

[204] "*Como explicar o absenteísmo dos acionistas minoritários? Por que eles não se interessariam em participar do processo decisório que pode afetar os seus patrimônios? A chamada "apatia racional" descreve o comportamento dos acionistas quando o custo de manter-se informado e participar nas assembleias gerais é superior ao benefício individual esperado por tal comportamento. Ou seja, vale mais a pena, do ponto de vista econômico, manter-se apartado da participação informada nas decisões coletivas do que nelas se envolver. Numa sociedade em que o sócio detém 100% (cem por cento) do capital, ao investir seu tempo para tomar uma decisão ele receberá 100% (cem por cento) dos benefícios decorrentes dessa decisão. Quando o acionista detém apenas 10% (dez por cento) do capital, ele também deve aplicar seu tempo para informar-se, já que não pode ler apenas 10% (dez por cento) dos documentos necessários, mas não recebe mais do que 10% (dez por cento) dos benefícios de uma boa decisão. Ou seja, quando o custo de informar-se para participar no processo decisório é desproporcional aos benefícios esperados, os quais, além de tudo, serão repartidos com outros que neles não incorreram (os free riders ou "caronas"), o acionista pode racionalmente decidir não tomar parte das decisões da sociedade*." (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S A Comentada*. Vol. 3. Quartier Latin, 2015. pp. 303-304).

[205] Nesse sentido, ver: *(i)* EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 308; e *(ii)* CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. II – Artigos 75 a 137. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 756-757.

3.2 Formatações Modernas da Assembleia Geral

Uma Assembleia Geral inteiramente virtual é aquela em que todos os rituais e procedimentos assembleares são realizados eletronicamente e/ou utilizam meios eletrônicos e/ou de comunicação remota para serem realizados.

As Assembleias Virtuais podem assumir diversas formas, mas, na maioria dos casos, não há encontro físico entre os acionistas e, consequentemente, não há utilização de nenhuma localização física e/ou adoção dos elementos típicos do sistema tradicional das assembleias.

A Assembleia Virtual substitui os métodos assembleares clássicos, propondo que as interações, dos acionistas entre si e/ou destes com os membros da administração, sejam realizadas de forma remota, valendo-se da *internet* e/ou outros meios eletrônicos, em fases prévias e preparatórias, durante a reunião e nas obrigações posteriores.

Sendo assim, convocação, divulgação de informações, outorga de mandatos, abertura dos trabalhos, verificação do quórum de instalação, formação da mesa, deliberações e verificação do quórum de deliberação em relação a cada matéria da ordem do dia; encerramento dos trabalhos; divulgação de resultados – entre outros aspectos – seriam realizados com o emprego de tecnologias, aplicativos e/ou meios eletrônicos.

Em 2000, o estado americano de Delaware, que hospeda a imensa maioria das companhias norte-americanas[206] e é conhecido por seu pioneirismo e posição de vanguarda no tratamento de questões de Direito Societário e Mercado de Capitais, sancionou legislação local[207], que, desde então, autoriza a realização de Assembleia Geral valendo-se, apenas e tão somente, de meios eletrônicos e instrumentos de comunicação remota, em substituição ao ambiente físico e aos padrões tradicionais dos conclaves.

---

[206] De acordo os dados oficiais dos registros de empresas do Estado de Delaware (EUA), atualmente, mais de 50% das companhias abertas norte-americanas e mais de 60% das principais empresas contempladas na lista do Fortune 500 foram constituídas e são sediadas no Estado de Delaware. Disponível em: <http://www.corp.delaware.gov/aboutagency.shtml>. Acesso em 05.11.2019.

[207] Conforme previsto no Del. Code Ann. Tit. 8, § 211 (2019), que é a legislação societária aplicável às companhias constituídas e sediadas no Estado de Delaware (EUA).

A partir de tal ocasião, inúmeros outros estados norte-americanos e até mesmo diferentes países do mundo passaram a refletir sobre o tema e, em alguns casos, seguiram o exemplo de Delaware e promoveram modificações legais semelhantes.

Neste contexto, a própria Ordem dos Advogados dos EUA (*American Bar Association*) propôs adequação à legislação geral e nacional aplicável às sociedades anônimas (*Model Business Corporation Act*), a fim de prever alguma forma de realização de Assembleias Virtuais e/ou, conforme o caso, adoção de elementos inerentes às mesmas nas assembleias tradicionais.

Como consequência, algumas disposições do *Model Business Corporation Act* foram reformadas, sendo que essa matéria passou a estar regulada entre os §§7.01 a 7.09[208].

Em 2003, na Europa, por meio da Comunicação da Comissão Europeia[209] ao Conselho e ao Parlamento Europeu, datada de 21 de maio de 2003 e intitulada "Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia - Uma estratégia para o futuro", iniciaram-se reflexões sobre a necessidade de novas iniciativas específicas – em âmbito europeu – com vistas a reforçar os direitos dos acionistas de companhias abertas com relação a temas relacionados à votação em companhias localizadas em outros países dentro da UE.

Tais reflexões culminaram, em 2007, na Diretiva nº 2007/36/CE sobre a adoção de tecnologias visando a aprimorar procedimentos de votação em Assembleias Gerais, especialmente no caso de votações relacionadas por acionistas estrangeiros da CEE em companhias abertas localizadas em outros países da própria UE.

Pode-se dizer que, respeitadas as características de cada país e seus respectivos Mercados de Capitais, o mundo inteiro está atento às transformações empreendidas pelas tecnologias nas Assembleias Gerais.

---

[208] Model Bus. Corp. Act §§ 7.01-7.09 (2016).

[209] A Comissão Europeia é um dos órgãos componentes da União Europeia. Trata-se de órgão com função executiva, cuja principal atribuição é a execução das decisões do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia. A Comissão Europeia é composta por 28 (vinte e oito) comissionários, um de cada país da EU. Mais informações encontram-se disponíveis em: https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-commission_pt#o-que-faz-a-comiss%C3%A3o?. Acesso em 05.11.2019.

Até onde se tem notícia, a realidade no Brasil está longe de ser a das Assembleias Virtuais, mas as ponderações também se colocam entre nós.

O tema das Assembleias Virtuais é bastante polêmico e por diversas razões a serem exploradas adiante, as Assembleias Gerais realizadas exclusivamente em formato *virtual* não se entendem como sendo positivas. Aquilo que deveria ser avanço e modernismo, tem se revelado – nos locais em que colocada em prática – como retrocesso e atraso, que em vez de ampliar a eficiência da Assembleia Geral na prática tem reduzido o acesso a tais direitos e o exercício destes.

Sabemos que a evolução tecnológica aprimorou muito as comunicações e o fluxo da informação, mas – até onde se tem conhecimento – ainda não há solução tecnológica disponível que seja capaz de replicar e mimetizar exatamente as características da interação pessoal e do contato cara-a-cara entre os participantes de uma reunião.

Esses elementos são necessários ao pleno funcionamento das Assembleias Gerais, razão pela qual as Assembleias Virtuais ainda são enxergadas com muitas restrições e desconfiança.

O que se discute atualmente, e nós nos posicionamos favoravelmente, é sobre a adoção de tecnologias, aplicativos e usos de meios eletrônicos para aperfeiçoar e complementar determinados aspectos das Assembleias Gerais.

De maneira geral, a questão da aplicação das tecnologias às Assembleias Gerais pode ser endereçada por alguma das seguintes maneiras:

(i) Assembleia Virtual *(Remote Only Shareholder Meeting)*: Algumas legislações em determinados países do mundo já autorizam que companhias realizem Assembleias Gerais inteiramente virtuais, valendo-se apenas e tão somente de comunicação remota e de meios eletrônicos em substituição à realização de Assembleias Gerais físicas tradicionais; e

(ii) Assembleia com Votação e Participação Remota *(Remote Shareholder Participation)*: Algumas legislações atribuem aos acionistas a possibilidade de participarem de Assembleias Gerais por meios eletrônicos e/ou por comunicação remota, ainda que a Assembleia Geral também ocorra presencialmente.

Em relação a Assembleia com Votação e Participação Remota *(Remote Shareholder Participation)*, esta é gênero do qual os seguintes métodos são espécies:

(i) Votação Eletrônica Direta (*Electronic Direct Voting - EDV*), que são as Assembleias Gerais que fornecem mecanismos eletrônicos para que os acionistas possam diretamente e em seu próprio nome participarem e enviarem seus votos, embora não estejam fisicamente presentes, tal como ocorre, por exemplo, com o *Voto a Distância*; e

(ii) Votação Eletrônica por Representantes (*Electronic Proxy Voting - EPV*), que são as Assembleias Gerais em que mecanismos eletrônicos são utilizados para a autenticação e/ou submissão de procurações com indicação de mandatários (*proxies*) para atuarem como representantes dos acionistas na Assembleia Geral[210].

Sendo assim, a questão das tecnologias aplicadas às Assembleias Gerais tem sido encaminhada por alguma das seguintes vertentes Assembleia Virtual *(Remote Only Shareholder Meeting)*; ou Assembleia com Votação e Participação Remota *(Remote Shareholder Participation)*, podendo esta última modalidade variar entre a Votação Eletrônica Direta *(EDV)* e a Votação Eletrônica por Representantes *(EPV)*.

Inicialmente, faremos a análise acerca da Assembleia Virtual *(Remote Only Shareholder Meeting*), que é a forma mais contestável de adoção de tecnologia às Assembleias Gerais e, felizmente, a mais distante da realidade brasileira.

Em seguida, falaremos sobre a Assembleia com Votação e Participação Remota *(Remote Shareholder Participation)*, que – inclusive – aos poucos já vem se manifestando entre nós por conta das mudanças promovidas pela Lei nº 12.431/2011 na LSA e das modificações havidas na Instrução CVM nº 481/2009[211].

---

[210] Em países como os EUA, há uma enorme indústria de prestação de serviços de consultoria e representação em Assembleias Gerais, que é explorada pelas chamadas *proxy advisory firms* sobre as quais falaremos em mais detalhes na Seção 3.2.2 abaixo.

[211] Conforme alterada pelas Instruções CVM nº 552/2014, 561/2015, 565/2015, 567/2015 e 594/2017.

Sem dúvida nenhuma, a Assembleia Virtual *(Remote Only Shareholder Meeting)* é mais polêmica e controvertida[212] do que a Assembleia com Votação e Participação Remota *(Remote Shareholder Participation)*, seja por meio da Votação Eletrônica Direta *(EDV)* ou da Votação Eletrônica por Representantes *(EPV)*.

Isso ocorre principalmente pelo fato de que a Assembleia Virtual tem o condão de substituir os mecanismos assembleares tradicionais, enquanto as Assembleias com Votação e Participação Remota possuem caráter adicional e complementar aos métodos tradicionais[213].

As Assembleias com Votação e Participação Remota têm sido chamadas de "assembleias híbridas", por combinarem elementos das Assembleias Gerais físicas tradicionais com características das Assembleias Virtuais; em contraposição às assembleias puramente virtuais, em que se admite apenas a participação remota.

Os debates recentemente ocorridos no caso dos EUA demonstram divergência de opiniões em relação às assembleias puramente virtuais.

De acordo com estudo seminal de Lisa Fairfax sobre o tema das Assembleias Virtuais nos EUA[214], 33 (trinta e três) das 50 (cinquenta) legislações societárias estaduais dos EUA previam a possibilidade de realização de Assembleias Gerais com participação eletrônica, das quais apenas 21 (vinte e uma) aceitavam que tais deliberações fossem tomadas em ambiente puramente virtual.

Dentre as legislações estaduais que permitem a realização de assembleias puramente virtuais, algumas delas exigem contrapartidas quase proibitivas, como é o caso da

---

[212] Em opinião semelhante, veja-se Lisa Fairfax, no sentido de que: "*although electronic shareholder meeting may take two forms – remote-only meeting and remote shareholder participation – (...) remote only-meeting (...) appear to be the more controversial of the two forms*" (FAIRFAX, Lisa M. *Virtual Shareholder Meetings Reconsidered* (2010). Seton Hall Law Review, Vol. 40, Nº 1367, 2010; GWU Legal Studies Research Paper Nº 539; GWU Law School Public Law Research Paper Nº 539. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1787297>. Acesso em 05.11.2019).

[213] "While both EPV and EDV are 'add-ons' to a physical shareholder meeting, a virtual shareholder meeting does not take place at any physical place. Rather, it takes place in 'the web' – wherever this is. Shareholders would not be able to attend the meeting physically". (ZETZSCHE, Dirk A. School. *Virtual Shareholder Meetings and the European Shareholder Rights Directive* - Challenges and Opportunities (Junho 26, 2007). CBC-RPS Nº 0029. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=996434>. Acesso em 05.11.2019 ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.996434>. Acesso em 05.11.2019).

[214] FAIRFAX, Lisa M., *Virtual Shareholder Meetings Reconsidered* (2010). Seton Hall Law Review, Vol. 40, Nº 1367, 2010; GWU Legal Studies Research Paper Nº 539; GWU Law School Public Law Research Paper Nº 539. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1787297>. Acesso em 05.11.2019).

legislação estatual da Califórnia[215], em que se exige a autorização expressa de todos os acionistas para que as Assembleias Virtuais sejam efetivadas na companhia. Outras legislações, como a do Estado de Delaware, impõem que determinados princípios sejam atendidos para realização de Assembleias Gerais pela via remota.

Nesse sentido, a Seção 211 de *Delaware General Corporation Law* permite a realização de Assembleias Virtuais, desde que:

(i) a companhia implemente medidas razoáveis para verificar se os acionistas que se fizerem presentes remotamente para votar são acionistas ou detentores de procuração para tal;

(ii) a companhia implemente medidas razoáveis para conferir aos votantes a oportunidade de participar das reuniões e votar em matérias da ordem do dia, inclusive sendo dada a oportunidade de acompanhar a Assembleia Geral de modo concomitante à sua realização; e

(iii) a companhia mantenha registros dos votos e demais manifestações expressas pelos votantes durante a realização da Assembleia Geral.

Em contraposição, as legislações de estados como Nova York[216] e Massachussets[217] proíbem a realização de assembleias puramente virtuais, por entenderem que essa forma de deliberação traz prejuízo aos acionistas minoritários.

O principal motivo para se exigirem Assembleias Gerais "híbridas" nesses estados está relacionado à capacidade de participação e mobilização efetiva dos acionistas minoritários. Entende-se que a possibilidade de registrar manifestações, mobilizar e coordenar outros acionistas ou questionar os acionistas controladores e administradores da companhia nas Assembleias Gerais Ordinárias, por exemplo, poderiam ficar prejudicadas em caso de assembleias puramente virtuais. Ao comparecerem aos conclaves, diretamente e/ou por procuradores, os acionistas acabam se conhecendo e se relacionando, estabelecendo relações

[215] Cal. Corp. Code § 600 (Deering 2019).
[216] N.Y. Bus. Corp. Law § 602 (Consol. 2019).
[217] Mass. Gen. Laws Ann. ch. 156D, § 7.08 (2016).

fundamentais para que possam eventualmente se coordenar e atuar de forma estratégica e conjunta em determinados casos.

Além disso, os acionistas controladores ou administradores das companhias – que normalmente assumem a coordenação das Assembleias Virtuais – poderiam se utilizar dos sistemas virtuais, de modo a censurar e limitar a participação e a interação dos acionistas.

A verdade é que, indiscutivelmente, por conta da influência das tecnologias, as Assembleias Gerais sofreram substanciais modificações, que fazem com que os desdobramentos da aplicação de tecnologias tenham que ser estudados.

É nessa direção que propomos o entendimento e distinção entre as vertentes da Assembleia Virtual *(Remote Only Shareholder Meeting)* e da Assembleia com Votação e Participação Remota *(Remote Shareholder Participation)*.

3.2.1 Assembleia Virtual (*Remote Only Shareholder Meeting*)

Como exposto acima, o estado norte-americano de Delaware sancionou no ano 2000 a legislação local[218] que passou a autorizar a realização de Assembleias Gerais valendo-se, apenas e tão somente, de meios eletrônicos e instrumentos de comunicação remota *(Remote Only Shareholder Meeting)*.

Tal modificação legislativa ocorreu, em grande parte, como consequência de articulação política de companhias do setor de tecnologia e inovação em geral.[219]

Se, por um lado, a demanda pela criação de tal legislação veio de companhias atuantes no setor de tecnologia e inovação em geral, por outro lado, na experiência prática havida no Estado de Delaware, as Assembleias Gerais acabaram sendo conduzidas não apenas por companhias atuantes em tal setor.

---

[218] A este respeito, referir-se ao Del. Code Ann. Tit. 8, § 211 (2019).
[219] FAIRFAX, Lisa M., *Virtual Shareholder Meetings Reconsidered* (2010). Seton Hall Law Review, Vol. 40, Nº 1367, 2010; GWU Legal Studies Research Paper Nº 539; GWU Law School Public Law Research Paper Nº 539. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1787297>. Acesso em 05.11.2019).

Não há uma definição específica com relação ao procedimento e/ou ao método a ser adotado para promover a realização da Assembleia Virtual. Sendo assim, abrem-se inúmeras possibilidades sobre forma de realização de tais conclaves.

Há a opção das assembleias integralmente virtuais, sem uso de nenhuma localidade física, em que as companhias limitam a participação remota por meio da utilização da *internet* e, muitas vezes, estabelecendo canal de transmissão ao vivo pela *internet* (*web-cast*) da Assembleia Geral. Em tal modelo, todos os interessados em participar da Assembleia Geral devem obrigatoriamente fazê-lo pela *internet*, sem encontro presencial e sem nenhum local físico que sirva de base para o encontro, ainda que existente uma plataforma física em que esteja a mesa da assembleia e de onde sejam transmitidas e originadas as imagens.

E, há, também outras formulações, que a despeito de serem chamadas de assembleias virtuais nos parecem mais Assembleias com Votação e Participação Remota (e que deveriam ser chamadas de "assembleias hibridas"), por combinarem elementos das assembleias físicas-tradicionais com características das assembleias virtuais.

Nesse sentido, citam-se exemplificativamente como supostas Assembleias Virtuais[220] aquelas realizadas por meio da *internet*, por telefone e/ou vídeo conferência, em que se faculta aos acionistas a opção de se conectarem remotamente à reunião, a fim de participar, acompanhar, ouvir e se manifestar sobre tudo o que estiver sendo exposto e/ou discutido. Em tal formato, há possibilidade, inclusive, de exercício dos direitos de voz e de voto para que cada acionista possa falar e interagir com todos os demais participantes.

Adicionalmente, mencionam-se também como Assembleias Virtuais os encontros realizados entre acionistas que estejam localizados em diversas salas de reunião e/ou outros recintos, sem nenhuma conexão física; porém interligados por mecanismos de áudio, vídeo e/ou *links* na *internet*, que permitam que os participantes consigam se ver e ouvir reciprocamente com clareza e de forma instantânea *(ao vivo)*[221].

---

[220] Embora pareça-nos que nestes casos o correto seria referir-se como "assembleias híbridas".

[221] O posicionamento dos países de Common Law é pela validade e admissibilidade das assembleias realizadas em diferentes recintos em que esses mecanismos de conexão estejam disponíveis. A este respeito, cite-se julgado paradigmático da *English Court of Appeal* (Byng v London Life Ass'n Ltd., 1990 Ch. 170, 183 (C.A.). "*In Byng v London Life Association Ltd (1990), the Court of Appeal held that it was appropriate to adjourn a meeting that*

Nessas muitas variações possíveis, pode-se pensar também em casos em que adicionalmente à realização da Assembleia Virtual, permite-se que os acionistas outorguem eletronicamente mandato acompanhado ou não da instrução de voto a ser exteriorizada na Assembleia Geral.

Todavia, parece que a tendência mais recente é permitir e criar mecanismos para que os acionistas votem por meio da *internet* durante as Assembleias Gerais. Em tais formas de interação remota ao vivo e imediata, há também a possibilidade de que os acionistas modifiquem e/ou revoguem mandatos e/ou instruções de voto previamente estabelecidas. Por meio dessa nova tendência, permite-se que os acionistas efetivamente participem de forma remota da Assembleia Geral, em vez de simplesmente votarem a distância e/ou encaminharem procuração com instrução de voto.

Outro tema que tem chamado bastante atenção nos casos concretos do exterior são as Assembleias Gerais realizadas com adoção de mecanismos de Perguntas e Respostas *(Q&A – Questions and Answers)*, antes e/ou durante a Assembleia Geral.

Faculta-se aos acionistas enviarem perguntas por *e-mail* com alguns dias de antecedência em relação à Assembleia Geral e/ou durante a própria Assembleia Geral, com previsão de que tais perguntas devam ser respondidas pela administração.

No caso concreto, alguns cuidados devem ser respeitados, como limite máximo em relação ao número de perguntas a serem realizadas por cada acionistas vis-à-vis a sua respectiva participação acionária, bem como algumas precauções para evitar que se estabeleça cenário de assimetria de informação entre os acionistas no que tange ao conteúdo de cada uma das perguntas.

A modernização das regras atinentes às sociedades anônimas deve ser analisada não somente do ponto de vista da redução de custos para companhias, mas também do ponto de vista da proteção aos direitos dos investidores.

---

was being held in the Barbican Centre in London. As a single room was not large enough to accommodate the meeting, there was an audiovisual linking system between rooms. The system broke down and the Chairman adjourned the meeting." (BOURNE, Nicholas. *Bourne on a Company Law*. 7ª ed. Nova Iorque: Routledge, 2016, p. 266).

No âmbito das alterações empreendidas pela Lei nº 12.431/2011 na LSA, o respectivo PL nº 2.097/2015[222] que resultou em tal lei pretendia promover também a inclusão do artigo 121, §2º, a fim de atribuir faculdade às companhias, sejam elas abertas ou fechadas, de incluir previsão no seu Estatuto Social, de modo que todas as Assembleias Gerais e reuniões sejam realizadas em forma eletrônica.

Pelo texto proposto no PL nº 2.097/2015, o atual parágrafo único do artigo 121 da LSA passaria a ser §1º, com a inclusão de novo §2º ao artigo 121 da LSA, com o seguinte texto:

> Art. 121 da LSA. (…) (§2º) O estatuto poderá prever que todas as assembleias e reuniões previstas nesta Lei sejam realizadas em forma eletrônica, nos termos do regulamento.

O texto proposto foi acertadamente vetado. A participação remota do acionista em Assembleias Gerais deve ser interpretada como um direito do acionista (e não uma faculdade da própria companhia), razão pela qual não deve ser afastado pela companhia por meio de seu Estatuto Social e/ou de outra forma.

A exigência de que o Estatuto Social preveja a realização de Assembleias Gerais em forma eletrônica poderia levar à errônea interpretação de que a participação e votação a distância em Assembleia Geral seria uma faculdade das companhias, e não um direito do acionista, o que não nos parece ter sido a intenção do legislador ao propor o referido dispositivo.

Com isso, a adoção de tecnologias nas Assembleias Gerais passaria a depender da vontade do acionista controlador – que, por sua vez, iria deliberar a inclusão ou não de tal previsão no Estatuto Social – se afastando da interpretação anteriormente exposta de que a participação e o voto a distância são direitos da pluralidade dos acionistas.

Além disso, a remoção do suposto artigo 121, §2º, que seria incluído na LSA é adequada, uma vez que tal dispositivo poderia ser interpretado como uma autorização para adoção de Assembleias Gerais puramente virtuais, ainda que tal interpretação seja conflitante com a redação do §2º do artigo 124 da LSA, que exige a realização da Assembleia Geral na sede da companhia.

---

[222] A CVM foi instada a se manifestar sobre tal PL nº 2.097/2015. Nesse sentido, ver: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Parecer 20/2017 sobre o Projeto de Lei Ordinária 2.097/2015, que dispõe sobre a realização, registro e publicidade de atos societários por meio eletrônico*.

A realização de assembleias puramente virtuais não é desejável, uma vez que – até onde se tem conhecimento neste momento – as tecnologias que possibilitam a participação remota dos acionistas ainda não estão suficientemente desenvolvidas para garantir a participação plena dos investidores nessas Assembleias Gerais[223].

Outro detalhe interessante a ser analisado em relação à inclusão vetada, refere-se ao fato de que as Assembleias Virtuais passariam a ser possíveis também em companhias fechadas, que – por razões estruturais – não dispõem da mesma rede de prestadores de serviços (*i.e.*, depositários centrais, custodiantes e escrituradores), que as companhias abertas. Sendo assim, algumas regras de funcionamento e monitoramento ficariam prejudicadas.

O primeiro passo para avançarmos acertadamente nessa direção, seria adaptar as regras aplicáveis às companhias fechadas, notadamente no que tange ao incentivo para que as ações passem da forma nominativa para a forma escritural e os arcaicos livros societários sejam substituídos por registros eletrônicos, a fim de que seja possível a utilização da tecnologia para automação de procedimentos relativos ao registro da titularidade das ações e ao exercício dos direitos inerentes a essas.

3.2.2 Assembleia com Votação e Participação Remota *(Remote Shareholder Participation)*

As Assembleias com Votação e Participação Remota *(Remote Shareholder Participation)* são gênero do qual são espécies: (a) a Votação Eletrônica Direta *(EDV)*; e (b) a Votação Eletrônica por Representantes *(EPV)*.

No caso da Votação Eletrônica Direta *(EDV)*, tal como ocorre – por exemplo – no sistema do Voto a Distância, permite-se que os acionistas votem diretamente a distância, por

---

[223] Tal posição confirma a posição expressa pela CVM no âmbito do Edital de Audiência Pública nº 09/2014 segundo o qual "*a CVM considera que essas tecnologias de participação e votação remota não foram suficientemente testadas para que se tornem mandatórias para todas as companhias e assembleias*" (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Edital de Audiência Pública nº 09/2014, que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte realizada com dispensa de registro na Comissão de Valores Mobiliários e por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo na rede mundial de computadores. Disponível em <www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm0616edital.pdf>. Acesso em 05.11.2019).

meio da *internet* e/ou por aplicativo em celulares e/ou computadores, sendo que os acionistas que enviarem as suas manifestações de voto remotas terão a sua presença presumida na Assembleia Geral que estiver ocorrendo fisicamente, facultando-se (porém não se exigindo) a presença e/ou a outorga de procuração para nenhum representante que venha a participar física e/ou virtualmente da Assembleia Geral[224].

Embora devida e expressamente autorizada pelo parágrafo único do artigo 127 da LSA, há controvérsia em relação a esta presunção de participação do acionista que envia o voto a distância.

No caso italiano, a legislação societária foi alterada para substituir o termo *presenza* pelo termo *intervento*, conforme atual art. 2.370 do *Codice Civile*[225], distinguindo expressamente a interveniência remota da presença física[226].

---

[224] "*EDV systems enable shareholders to vote directly over the Internet, without a proxy connecting the "web-" and the "physical sphere". With regard to EPV, two different legal relationships exist: on the one hand, the relationship between the shareholder and his representative, a relationship that is primarily governed by agency law; on the other hand, the corporate law-based relationship between the shareholder and the corporation. In contrast, no intermediary/representative is involved in EDV. Merely one legal relationship exists between the corporation and its shareholders*". (ZETZSCHE, Dirk A. School. *Virtual Shareholder Meetings and the European Shareholder Rights Directive* - Challenges and Opportunities (Junho, 2007). CBC-RPS Nº 0029. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=996434>. Acesso em 05.11.2019 ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.996434>. Acesso em 05.11.2019)

[225] *Art. 2370. Diritto d'intervento all'assemblea ed esercizio del voto. Possono intervenire all'assemblea coloro ai quali spetta il diritto di voto. Lo statuto delle società le cui azioni non sono ammesse alla gestione accentrata, può richiedere il preventivo deposito delle azioni presso la sede sociale o presso le banche indicate nell'avviso di convocazione, fissando il termine entro il quale debbono essere depositate ed eventualmente prevedendo che non possano essere ritirate prima che l'assemblea abbia avuto luogo. Qualora le azioni emesse dalle società indicate al primo periodo siano diffuse fra il pubblico in misura rilevante il termine non può essere superiore a due giorni non festivi. Se le azioni sono nominative, le società di cui al secondo comma provvedono all'iscrizione nel libro dei soci di coloro che hanno partecipato all'assemblea o che hanno effettuato il deposito. Lo statuto può consentire l'intervento all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione ovvero l'espressione del voto per corrispondenza o in via elettronica. Chi esprime il voto per corrispondenza o in via elettronica si considera intervenuto all'assemblea. Resta fermo quanto previsto dalle leggi speciali in materia di legittimazione all'intervento e all'esercizio del diritto di voto nell'assemblea nonché in materia di aggiornamento del libro soci nelle società con azioni ammesse alla gestione accentrata*.

[226] Sempre que o Estatuto Social permitir, o acionista pode exercer seu voto por correspondência ou por via eletrônica e, nesses casos, o sócio é considerado *intervenuto* (interveniente) na Assembleia Geral. Busca-se, por meio da regulamentação do voto à distância ou por representação, evitar os inconvenientes do absenteísmo dos membros, bem como mitigar a concentração de poder que ocorria antes da reforma de 1974 do *Codice Civile*. (GALGANO, Francesco. *Diritto Commerciale: Le società*. Torino: Zanichelli Bologna, 2013, p. 284). Apesar disso, na hipótese de Assembleias Gerais realizadas inteiramente por meio virtual, todos os acionistas são considerados como se estivessem presentes fisicamente, visto que, nesses casos, os meios de telecomunicação permitem que os acionistas discutam os temas da ordem do dia simultaneamente, como se todos estivessem reunidos fisicamente (VISENTINI, Gustavo. *L'Assemblea dela Società per Azioni*. Roma: DIKE Giuridica Editrice, 2017, p. 83).

A Votação Eletrônica Direta *(EDV)*[227] pode ocorrer antecipadamente à Assembleia Geral, ou simultaneamente ao conclave no caso de Assembleias Gerais realizadas também com transmissão pela internet (*web-cast*), podendo assumir inúmeras e diferentes formas.

Algumas dessas formas oferecem a possibilidade de que acionistas localizados remotamente tenham a oportunidade de "participar" da Assembleia Geral submetendo questões e perguntas por *e-mail*, com a promessa de que elas serão respondidas pela administração da companhia.

Quando esses elementos são combinados com votação por procurador, há pouca complexidade e divergência jurídica, uma vez que os rituais e procedimentos típicos da Assembleia Geral realizada da forma tradicional estão sendo respeitados e, adicional e supletivamente, também está sendo fornecida a oportunidade da formulação de perguntas e obtenção de respostas a distância.

Entretanto, a polêmica aumenta quando os acionistas que não estão "presentes" – pessoalmente e/ou por procuração – estão aptos a votar. Nessas situações, há uma aproximação muito grande entre a Votação Eletrônica Direta *(EDV)* e o que se convencionou chamar de Assembleia Virtual.

A Votação Eletrônica por Representantes *(EPV)* é aquela que fornece soluções de tecnologia para que os acionistas possam outorgar procurações a mandatários que comparecerão às Assembleias Gerais para representá-los.

O componente eletrônico na Votação Eletrônica por Representantes *(EPV*) se refere-, dentre outros aspectos, à possibilidade de outorga eletrônica e/ou virtual do mandato, com a autenticação e a indicação dos representantes realizada de forma eletrônica, usualmente valendo-se da inserção de Número de Identificação Pessoal (PIN)[228], por meio da *internet* e/ou por aplicativo em celulares e/ou computadores, em substituição à necessidade de outorga de uma procuração tradicional, impressa e com assinatura física.

---

[227] Assim como ocorre com as Votação Eletrônica por Representantes (*i.e.*, *Electronic Proxy Voting - EPV*).
[228] O Número de Identificação Pessoal (PIN) é um código secreto e/ou senha de acesso, que é utilizada para identificação pessoal e verificação da identidade do usuário. A terminologia é oriunda do original em inglês *PIN - Personal Identification Number*.

A Votação Eletrônica por Representantes *(EPV)* é largamente utilizada em várias legislações, sendo que recebe este nome em virtude do processamento eletrônico da autenticação e da submissão da nomeação de procuradores à companhia[229].

Adicionalmente, há aplicação de tecnologia na Votação Eletrônica por Representantes *(EPV)* também na forma como são submetidas as procurações para a companhia, que – no mais das vezes – valem-se também da internet e/ou de aplicativo em celulares e/ou computadores, em substituição à postagem por correios e/ou a outras formas de assinatura física.

Esse método suscita pouca controvérsia, especialmente quando – em paralelo a este formato – sejam também disponibilizados mecanismos alternativos para exercer os mesmos direitos aos acionistas que não tenham acesso à tecnologia, seja valendo-se dos procedimentos e sistemáticas tradicionais e/ou de outros meios tendentes a evitar assimetrias e tratamentos não equitativos.

No Brasil, a Votação Eletrônica por Representantes *(EPV)* aproxima-se do Pedido Público de Procuração, conforme previsto no art.126, §2º, da LSA e regulamentado pela Instrução CVM nº 481/2009 (notadamente o artigo 22 e seguintes), mas na realidade tais institutos designam fenômenos diferentes.

Para ser mais exato, a Votação Eletrônica por Representantes *(EPV)* é usualmente desempenhada por empresas de consultoria e representação em assembleias *(proxy advisory firms)*, que fazem estudos e relatórios sobre o mercado em geral e oferecem-se para prestar serviços de representação dos acionistas nas assembleias, concedendo inclusive orientações sobre o sentido do voto a ser proferido.

Essas empresas surgiram com o objetivo principal de coletar procurações de acionistas de companhias, em todo o mundo, a fim de representá-los nas Assembleias Geral. Complementarmente à representação, tais empresas passaram a prestar serviços de consultoria com orientações sobre o sentido dos votos a serem proferidos, com base em análise das respectivas companhias. Com a evolução destas atividades, as empresas de consultoria e

---

[229] ZETZSCHE, Dirk A. School, *Corporate Governance in Cyberspace - a Blueprint for Virtual Shareholder Meetings* (June 19, 2005). CBC-RPS No. 0011, p. 21. Disponível em: SSRN: https://ssrn.com/abstract=747347. Acesso em 05.11.2019.

representação em Assembleias Gerais *(proxy advisory firms)* se aperfeiçoaram e passaram a funcionar como importante instrumento de redução nos custos de outorga de mandatos e representação assemblear. Atualmente, as *proxy advisory firms* prestam serviços tanto para as companhias (*i.e.*, reduzindo os custos que estariam envolvidos na representação de seus acionistas) quanto para seus acionistas (*i.e.*, por meio da utilização de procurações)[230] e, por conta desta atuação para os dois lados da relação, assumem posições polêmicas e quiçá conflituosas em alguns casos.

Sob a ótica jurídica, a atividade consiste em procedimento para outorga de procuração, pelos acionistas da companhia (*mandantes*) para que os procuradores (*mandatários*) possam praticar os atos assembleares em nome dos acionistas, em aplicação concreta do mandato previsto no artigo 653 do Código Civil.

Há formulações modernas[231] da Votação Eletrônica por Representantes *(EPV)*, que combinam a utilização de métodos de disponibilização e disseminação de informação com o uso efetivo dos mandatos em Assembleia Geral. Aos poucos, começam-se a observar no Brasil estas manifestações.

3.3 Assembleias Virtuais

Como exposto anteriormente, as Assembleias Virtuais são aquelas em que a reunião é realizada inteiramente de forma virtual, por meio de instrumentos eletrônicos que permitem comunicações remotas. Não há encontro físico entre os acionistas e, consequentemente, não há utilização de nenhuma localização física e/ou adoção dos elementos típicos do sistema tradicional das Assembleias Gerais de acionistas.

---

[230] Para uma análise mais aprofundada das *proxy advisory firms*, ver: ROBERT, Bruno. *As assembleias das S/A: exercício do direito de voto, pedidos públicos de procuração e participação a distância*. São Paulo: Singular, 2016, pp. 177-181.

[231] "*An advanced model of EPV combines modern methods of information dissemination (web-cast) with EPV. Under this model (...) shareholders may direct their representative through the use of the Internet until the ballots are cast within the physical meeting. Under this model, the proxy's function is limited to that of a messenger*." (ZETZSCHE, Dirk A. School, *Virtual Shareholder Meetings and the European Shareholder Rights Directive* - Challenges and Opportunities (Junho, 2007). CBC-RPS Nº 0029. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=996434> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.996434>. Acesso em 05.11.2019).

A Assembleia Virtual substitui os métodos assembleares tradicionais, propondo que as interações, seja dos acionistas entre si ou até mesmo destes com os membros da administração, sejam realizadas remotamente, valendo-se da *internet* e/ou outros meios eletrônicos.

Em tal contexto, são utilizadas tecnologias, aplicativos e/ou soluções alternativas aos métodos tradicionais em todas as etapas da Assembleia Geral, inclusive no que tange às suas fases prévias e preparatórias, aos aspectos relativos ao curso da própria Assembleia Geral e às obrigações a serem cumpridas após a sua realização.

Temos opinião de que tal formatação ainda não é adequada à realidade brasileira, sendo que essa opinião foi estabelecida após ponderação sobre as vantagens e desvantagens decorrentes das Assembleias Virtuais, que passamos a expor abaixo.

3.3.1 Vantagens associadas às Assembleias Virtuais

O principal benefício usualmente associado à realização das Assembleias Virtuais é a capacidade de ampliar a participação de acionistas que, de outra forma, não poderiam comparecer e participar em uma Assembleia Geral presencial tradicional[232].

Tal benefício tende a ser mais provável no caso de companhias com dispersão acionária, tendo em vista que os acionistas dessas companhias não possuem vínculo pessoal. Nesses casos, a participação dos acionistas seria facilitada, uma vez que não precisariam consumir recursos financeiros com custos e despesas de viagem e deslocamento, nem gastariam

[232] Veja-se, por exemplo: *(i)* FAIRFAX, Lisa M., *Virtual Shareholder Meetings Reconsidered* (2010). Seton Hall Law Review, Vol. 40, Nº 1367, 2010; GWU Legal Studies Research Paper Nº 539; GWU Law School Public Law Research Paper Nº 539. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1787297>. Acesso em 05.11.2019; *(ii)* BOROS, Elizabeth. Virtual Shareholder Meetings, 3 *Duke Law & Technology Review* 1-10 (2004); *(iii)* BOROS, Elizabeth, Virtual Shareholder Meetings: *Who Decides How Companies Make Decisions?* Melbourne University Law Review, Vol. 28, Nº 2, pp. 265-289, 2004. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=883566>. Acesso em 05.11.2019; e *(iv)* ZETZSCHE, Dirk A. School. Virtual Shareholder Meetings and the European Shareholder Rights Directive - Challenges and Opportunities (Junho, 2007). CBC-RPS Nº 0029. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=996434>. Acesso em 05.11.2019.

tempo no deslocamento para o evento societário. A Assembleia Virtual seria uma opção rápida e de baixo custo, sem limitação geográfica[233].

Outro potencial benefício relacionado às Assembleias Virtuais é que elas supostamente seriam capazes de ampliar a qualidade da participação dos acionistas, notadamente quando se faculta a possibilidade de formulação de perguntas e de obtenção das respectivas respostas por *e-mail*.

Ao permitirem a formulação de perguntas, tais Assembleias Gerais ampliam as matérias que podem ser discutidas e aprofundam as discussões sobre temas de relevância para a companhia. Temas que seriam discutidos de forma superficial, tendem a ser analisados de forma mais detida e detalhada, com consignação por escrito da visão e do entendimento da companhia sobre dúvidas suscitadas pelos acionistas.

Além disso, sustenta-se que as Assembleias Virtuais poderiam proporcionar economias para a companhia, que não precisaria incorrer em custos e despesas típicos da Assembleia Geral realizada pelos meios tradicionais. A este respeito, o encontro virtual torna desnecessária, por exemplo, eventual locação de espaço físico, instalações e infraestrutura para a realização de uma Assembleia Geral presencial. Além disso, dispensa contratação de serviços de secretariado, *buffet*, segurança e outros aspectos acessórios para que uma Assembleia Geral possa ser realizada em condições de acomodar adequadamente uma grande quantidade de acionistas.

Entretanto, essa vantagem precisa ser limitada às companhias que tenham uma quantidade efetivamente massiva de acionistas que participem das Assembleias Gerais. Não são em todas as companhias que tais custos e despesas estão presentes nas Assembleias Gerais tradicionais.

Se por um lado esses custos diretos das Assembleias Gerais físicas são reduzidos, por outro lado, a companhia também incorre em outros custos com investimento em sistemas e tecnologia para poder realizar as Assembleias Gerais no formato virtual. Caberia, *in casu*, fazer

---

[233] Veja-se por exemplo a opinião de Elizabeth Boros: "*There is great potential for electronic communication to enhance the traditional physical gathering by providing a low-cost and geographically unlimited means for many more shareholders to participate*." (BOROS, Elizabeth, Virtual Shareholder Meetings: *Who Decides How Companies Make Decisions?* Melbourne University Law Review, Vol. 28, Nº 2, pp. 265-289, 2004. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=883566>. Acesso em 05.11.2019).

uma ponderação sobre a magnitude de cada um desses custos e despesas dentro da realidade concreta de cada uma das companhias.

Outro ponto que talvez deva ser considerado é o fato de que as companhias que decidem realizar Assembleias Virtuais se posicionam no mercado estrategicamente como líderes em temas de tecnologia, conectividade e acessibilidade, colocando-se como disponíveis, próximas e conectadas com seus acionistas.

Por fim, cita-se também a vantagem de que os mecanismos relacionados à Assembleia Virtual permitem o benefício incidental de criar um mecanismo para auditar a forma como estão sendo exercidos os direitos de voto, sendo essa vantagem especialmente importante para investidores institucionais que usualmente exercem esses direitos por meio de terceiros[234].

3.3.2 Desvantagens associadas às Assembleias Virtuais

A principal objeção suscitada contra as Assembleias Virtuais se relaciona à redução da interação e à diminuição da capacidade de coordenação e composição entre os acionistas.

A depender da forma como vierem a ser utilizadas, em vez de ampliarem as formas de aproximação e fluxo de informações entre os acionistas, as Assembleias Virtuais acabam erigindo "barreiras virtuais" para esses relacionamentos e servindo como instrumento para preservar certo distanciamento entre a administração e os acionistas[235].

Sabe-se que o fortalecimento dos vínculos existentes entre os acionistas é importante para o adequado desempenho das funções de monitoramento exercidas pela

---

[234] "*Such means may also have the incidental benefit of providing an auditable trail of how voting rights are exercised, which may be particularly valuable to institutional shareholders*". (BOROS, Elizabeth. *Virtual Shareholder Meetings*. 3 Duke Law & Technology Review 1-10 (2004).

[235] "*The primary objection to remote-only meetings raised by shareholders and their advocates is that such meetings reduce shareholders ability to interact with management and are a mechanism for management to insulate themselves from shareholders*" (FAIRFAX, Lisa M., *Virtual Shareholder Meetings Reconsidered* (2010). Seton Hall Law Review, Vol. 40, Nº 1367, 2010; GWU Legal Studies Research Paper Nº 539; GWU Law School Public Law Research Paper Nº 539. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1787297>. Acesso em 05.11.2019).

Assembleia Geral em relação aos órgãos de administração em geral da Companhia (*i.e.*, Conselho de Administração e Diretoria).

Reduzir as Assembleias Gerais a encontros não presenciais em vez de aproximar os acionistas entre si, os afasta, e acaba diminuindo o contato e a capacidade da sua organização de forma coletiva em prol da satisfação de objetivos comuns e conjuntos[236]. A interação presencial e o contato nas Assembleias Gerais permitem que os acionistas estabeleçam diálogos, aproximações, coordenações e alianças entre si, relacionando-se também com administradores e outros eventuais participantes da Assembleia Geral[237].

As Assembleias Virtuais e a aplicação das tecnologias aos procedimentos assembleares podem servir como elemento positivo no fluxo de informação e, até mesmo, aproximar distâncias, mas, na prática norte-americana, em que as Assembleias Virtuais são mais comuns, especialmente no Estado de Delaware, o que se observa é que muitas vezes as companhias acabam se valendo desses métodos para se esconder dos seus próprios acionistas[238].

A modernização das regras atinentes às sociedades anônimas deve ser analisada não somente do ponto de vista da redução de custos para companhias, mas também do ponto de vista da proteção aos direitos dos investidores. Entendemos que, no *status quo* atual e diante das tecnologias disponíveis no momento presente, as assembleias tão somente virtuais ainda não são uma realidade factível.

Há importantes barreiras tecnológicas a serem superadas, a fim de assegurar a devida autenticação, seja por biometria digital, reconhecimento facial, identificação de retina e íris ou outro método, de que os acionistas e/ou os representantes destes últimos, são efetivamente as pessoas legítimas identificadas como tal.

---

[236] Neste sentido, BOROS, Elizabeth, *Virtual Shareholder Meetings: Who Decides How Companies Make Decisions?* Melbourne University Law Review, Vol. 28, Nº 2, pp. 265-289, 2004. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=883566>. Acesso em 05.11.2019.

[237] Há inúmeras críticas na doutrina nacional e estrangeira sobre o tema. Neste sentido, veja-se exemplificativamente Ettore Bottoselli: "Existem críticas que um fórum de discussão eletrônico, mesmo que permita debates e discussões, não se assemelha ao debate presencial, no qual participantes podem ver e sentir a linguagem corporal dos seus interlocutores. Ou seja, acaba-se perdendo a interação pessoal entre os acionistas e a administração, o que levaria, em tese, a debates mais aprofundados por todos os presentes na assembleia." (BOTTOSELLI, Ettore. Assembleia Geral Eletrônica. *RDB*, nº 75, 2017, p. 161-184).

[238] "*companies can use technology to be open and transparent with their stakeholders, or they can deploy it to go underground*." (MORGENSON, Gretchen. *Meet the Sharesholders? Not at These Shareholder Meetings*. Artigo publicado no jornal The New York Times, em 31 de março de 2017, disponível em <https://www.nytimes.com/2017/03/31/business/corporate-virtual-shareholder-meetings.html>. Acesso em 05.11.2019).

As Assembleias Virtuais e os procedimentos de limitação de interações entre acionistas e administradores no que diz respeito à formulação de perguntas e respostas reduzem a pessoalidade e a interação entre os agentes, substituindo as formas sensoriais de diálogo gestual por comunicação simplesmente textual e a distância. Dessa forma, reduz as conversas, interações e reações não verbais (*body language*) na interação e eventual confrontamento *cara-a-cara* entre os acionistas e os administradores[239]. Sendo assim, em qualquer cenário, tanto quanto possível, a adoção de tecnologias deveria buscar prestigiar e preservar estes elementos.

É difícil replicar a interação *cara-a-cara* por meio de um formato eletrônico, especialmente quando o principal mecanismo posto à disposição para as Assembleias Virtuais é a formulação de perguntas e respostas por *e-mail*.

Alguns dizem que, inclusive, tal formatação de Assembleia Virtual com perguntas e respostas por *e-mail* criaria mecanismos para abusos por parte dos administradores, uma vez que tal formato os permite ignorar questões complexas, difíceis e/ou polêmicas, que tenham sido suscitadas por acionistas; e façam uma triagem de modo a concentrarem-se apenas em questões sobre aspectos positivos e favoráveis no que se refere às questões formuladas, deixando de lado temas negativos e/ou adversos[240].

Entendemos que essa não seria uma questão relacionada às Assembleias Virtuais, mas sim ao mecanismo de perguntas e respostas. A fim de contornar tal problema, poderia ser adotada, por exemplo, a obrigação de *disclosure* de todas as perguntas formuladas. Com essa medida, a administração poderia ser questionada por ter optado por não responder determinados questionamentos, reduzindo a polêmica em torno da possível priorização de respostas convenientes em detrimento de outras menos atrativas à administração.

A temática da formulação de perguntas por *e-mail*, faz com que as questões suscitadas sejam dirigidas apenas aos administradores, sem que o tema seja debatido e/ou

---

[239] "*There is also potential for both the virtual meeting and the written consent option to be detrimental to retail shareholders because both procedures remove the face-to-face accountability of management to shareholders*." (BOROS, Elizabeth, *Virtual Shareholder Meetings*, 3 D*uke* L*aw* & T*echnology* R*eview* 1-10, 2004).

[240] "*Managers presiding at virtual only confabs, critics say, can cherry-pick which shareholders' questions to answer and prevent investors from communicating one on one with management*." (MORGENSON, Gretchen. *Meet the Sharesholders? Not at These Shareholder Meetings*. Artigo publicado no jornal The New York Times, em 31 de março de 2017, disponível em <https://www.nytimes.com/2017/03/31/business/corporate-virtual-shareholder-meetings.html>. Acesso em 05.11.2019).

trazido ao conhecimento da generalidade de acionistas. Nessa lógica, há sugestões inclusive de que as questões sejam colocadas em um foro de convivência, influência mútua e intercâmbio de ideias.

O receio mais abrangente é de que as Assembleias Virtuais reduzirão a interação entre administração e acionistas reduzindo a participação efetiva dos acionistas nas Assembleias Gerais. Por conta de tal receio, há campanhas em algumas companhias para que ninguém participe remotamente e retenha os votos, no sentido de mostrar contrariedade em relação a esta forma de Assembleia Geral.[241]

Associações de investidores institucionais e acionistas tidos como ativistas têm feito reclamações em relação à realização de assembleias puramente virtuais, que seriam utilizadas por administradores de companhias abertas com a finalidade precípua de restringir o direito dos investidores de participarem da Assembleia Geral, diminuindo o grau da prestação de contas entre a companhia e seus respectivos acionistas.[242]

3.4 Assembleias com Votação e Participação Remota

3.4.1 Voto e Participação a Distância

A Votação Eletrônica Direta *(EDV)* altera o significado da expressão reunião, ampliando o conceito tradicional da reunião física para um entendimento que considera como presentes aqueles que estejam participando pela *internet* e/ou tenham enviado o voto a distância,

---

[241] Veja-se: (i) MORGENSON, Gretchen. *Meet the Sharesholders? Not at These Shareholder Meetings*. Artigo publicado no jornal The New York Times, em 31 de março de 2017, disponível em <https://www.nytimes.com/2017/03/31/business/corporate-virtual-shareholder-meetings.html>. Acesso em 05.11.2019; e (ii) DEHONDT, Joseph R. *Is it time to switch to virtual shareholder meetings?*. Artigo publicado no jornal Lexology, em 27 de janeiro de 2017, disponível em https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=1a4e2429-feb5-4b77-8168-64f9e835ccc1. Acesso em 05.11.2019.

[242] MORGENSON, Gretchen. *Meet the Sharesholders? Not at These Shareholder Meetings*. Artigo publicado no jornal The New York Times, em 31 de março de 2017, disponível em <https://www.nytimes.com/2017/03/31/business/corporate-virtual-shareholder-meetings.html>. Acesso em 05.11.2019.

os quais são considerados presentes, mas – em uma acepção lógica do conceito de presença ao encontro físico – estão de fato ausentes.

A este respeito, cabe inicialmente propor uma diferenciação entre *votar a distância* e *participar a distância*.

Por razões práticas, o exercício do direito de voto a distância é algo menos controvertido e desafiador do que participar a distância de Assembleias Gerais.

O ato de votar a distância pode assumir diferentes formatações, mas – como ponto comum a estas formas possíveis – corresponderá ao ato de preencher um formulário[243] e enviar para um consolidador de informações, que contabilizará todos os votos que forem exercidos. Tal ato pode ocorrer antes e/ou, conforme o caso, concomitantemente à Assembleia Geral, desde que respeitados procedimentos previamente divulgados à pluralidade de acionistas e que respeitem o princípio do tratamento igualitário.

Por sua vez, a participação a distância dos acionistas nas Assembleias Gerais impõe complexidades práticas muito maiores do que aquelas atinentes ao exercício do direito de voto a distância. Neste sentido, a participação a distância demanda sistema capaz de assegurar que todos os participantes, presenciais e/ou remotos, possam interagir entre si se valendo desse mesmo sistema, que deve ser capaz de assegurar tratamento igualitário e funcionamento instantâneo e imediato em benefício de todos os acionistas, estejam eles participando presencialmente ou não.

Sendo assim, de um lado, o exercício do direito de voto a distância admite por exemplo que cada um dos acionistas possa se manifestar ao seu respectivo tempo e sem a necessidade de que esses o façam concomitantemente; e, de outro lado, a participação a distância obrigatoriamente requer que as ferramentas sejam postas à disposição de todos os participantes ao mesmo tempo.

[243] No Brasil, tal formulário é justamente o boletim de voto a distância também referido como "BVD" sobre o qual trataremos na Seção 3.4.1.2.1 abaixo.

Endossamos expressamente os dizeres de Bruno Robert, no sentido de que "o exercício do direito de voto por meio eletrônico exige menos da tecnologia do que a participação virtual"[244]. Complementando que:

> 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 se pode considerar usualmente viável e culturalmente absorvido pela sociedade [245].

A participação remota de acionistas em Assembleia Geral apresenta questões de confiabilidade quando se pensa em uso simultâneo por centenas ou milhares de acionistas, como restrições sobre técnicas de biometria, reconhecimento facial e outros elementos técnicos exigíveis para a *participação* à distância, mas que não são necessárias para o *voto* a distância.

3.4.1.1 Art. 121, parágrafo único, e Art. 127, parágrafo único, da LSA

O parágrafo único do artigo 121 da LSA, incluído na legislação acionária pela Lei nº 12.431/2011, reconhece e legitima, nas companhias abertas, a possibilidade de participação e de votação a distância dos acionistas em Assembleia Geral, nos termos da regulamentação da CVM.

Neste mesmo compasso e de forma consistente e complementar ao parágrafo único do artigo 121 da LSA, o parágrafo único do artigo 127 da LSA, também incluído na legislação acionária pela Lei nº 12.431/2011, prevê que serão considerados presentes em Assembleia Geral, para todos os efeitos da LSA, o acionista que registrar a distância sua presença.

A redação tanto do parágrafo único do artigo 121 da LSA quanto do parágrafo único do artigo 127 da LSA é propositalmente flexível e genérica, a fim de que exista espaço para que o detalhamento seja feito pela regulamentação da CVM[246].

---

[244] ROBERT, Bruno. *As assembleias das S/A: exercício do direito de voto, pedidos públicos de procuração e participação a distância*. São Paulo: Singular, 2016, p. 344.
[245] Ibidem.
[246] Neste mesmo sentido, veja-se opinião de Luciana Pires Dias e Lucas Santanna de Almeida Silva que, ao referir-se ao artigo 121, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76 e ao artigo 127, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76 entendem

A participação e o voto a distância em Assembleia Geral de companhias abertas estão atualmente regulados pelos artigos 21-A a 21-X da Instrução CVM nº 481/2009[247].

A sistemática de participação e de votação a distância se restringem, atualmente, às companhias abertas, uma vez que não há autorização e/ou previsão legal para acontecer nas companhias fechadas.

O PL nº 2.097/2015[248] dispunha sobre a realização, registro e publicidade de atos societários por meio eletrônico, propunha a ampliação de tal escopo também para as companhias fechadas.

Em resumo, o PL nº 2.097/2015[249] buscava alterar o artigo 121 da LSA, a fim de *(i)* ampliar a possibilidade de participação e votação a distância para as companhias fechadas; e *(ii)* autorizar que todas as Assembleias Gerais e reuniões fossem realizadas em forma eletrônica, desde que previsto no estatuto social.

Como política pública, ponderando sobre o fato de que na prática as companhias abertas representam uma pequena parcela das sociedades anônimas regularmente constituídas no Brasil, para que o uso do sistema de voto e participação a distância se tornasse efetivamente abrangente, seria necessário que o mesmo também pudesse ser adotado nas companhias fechadas.

O PL nº 2.097/2015 buscava atualizar as regras sobre a formalização de atos societários aos avanços tecnológicos dos tempos atuais, buscando ampliar o escopo dos atos

---

que "a redação [daqueles] dispositivos era bastante aberta e comportava um amplo e variado arranjo de regras cujo objetivo deveria ser, independentemente do caminho regulamentar escolhido, facilitar e simplificar o exercício do direito de voto pelos acionistas, bem como incrementar seu envolvimento com os assuntos da companhia" (DIAS, Luciana Pires; SILVA, Lucas Santanna de Almeida. Avanços Legais e Regulamentares em Matéria de Participação e Votação a Distância nas Assembleias Gerais de Companhias Abertas. In: Governança Corporativa. Avanços e Retrocessos. ROSSETTI, Maristela Abla; PITTA, Andre Grunspun (Coords). São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 491).

[247] A regulamentação sobre a participação e o voto a distância em Assembleia Geral de companhias abertas foi introduzida pela Instrução CVM nº 561/2015 na Instrução CVM nº 481/2009, que à época já existia, porém centrava-se em regras sobre "*informações e pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto em assembleias de acionistas*".

[248] O PL nº 2.097/2015 era de autoria do então Deputado Alexandre Baldy, tendo sofrido alterações posteriores feitas pelo substitutivo apresentado pela então Deputada Jozi Araújo.

[249] Adicionalmente, o PL nº 2.097/2015 também pretendia alterar o Código Civil, com a finalidade de permitir que as deliberações nas sociedades simples e nas sociedades limitadas também pudessem ser realizadas por meio eletrônico e não presencial, desde que: *(i)* tal previsão estivesse contida no Contrato Social (da sociedade simples e/ou da sociedade limitada, conforme o caso); e *(ii)* alguns requerimentos mínimos para participação eletrônica dos sócios fossem atendidos.

societários passíveis de serem praticados por meio eletrônico e não presencial, mas não avançou na tramitação na Comissão de Finanças e Tributação da Câmara dos Deputados e acabou sendo arquivado em virtude do encerramento da legislatura[250].

É plenamente possível argumentar, ainda, que não há razão para que a lei societária diferencie "companhias abertas" de "companhias fechadas" no que diz respeito a esta matéria, motivo pelo qual entendemos que não deveria ser proibida a participação e a votação a distância nas companhias fechadas. Ao contrário, entendemos que seria recomendável que tal mecanismo também estivesse disponível nas companhias fechadas, que são a imensa maioria das sociedades anônimas existentes no Brasil.

Entretanto, atualmente, nas companhias fechadas a propriedade de ações ainda são presumidas no Brasil com base nos assentamentos constantes do Livro de Registro de Ações Nominativas (art. 31 da Lei n. 6.404/76), embora essa seja uma presunção relativa ou condicional (*juris tantum*), que admite prova em contrário[251].

Como regra geral[252], não há custodiantes, depositários centrais ou escrituradores em companhias fechadas. Portanto, o sistema da participação e da votação a distância – conforme originalmente concebido para as companhias abertas – teria enormes dificuldades de ser efetiva e adequadamente implementado nas companhias fechadas.

Além disso, seria necessário o desenvolvimento de algum mecanismo que permitisse, aos acionistas de uma companhia fechada, a verificação de que seu voto proferido a distância foi devidamente contabilizado. Nas companhias abertas, essa fiscalização é viabilizada pela divulgação do mapa final de votação detalhado, nos termos do artigo 21-W,

---

[250] Nos termos do art. 105 do Regimento Interno da Câmara dos Deputados "Art. 105. Finda a legislatura, arquivar-se-ão todas as proposições que no seu decurso tenham sido submetidas à deliberação da Câmara e ainda se encontrem em tramitação, bem como as que abram crédito suplementar, com pareceres ou sem eles, salvo as: I - com pareceres favoráveis de todas as Comissões; II - já aprovadas em turno único, em primeiro ou segundo turno; III - que tenham tramitado pelo Senado, ou dele originárias; IV - de iniciativa popular; V - de iniciativa de outro Poder ou do Procurador-Geral da República. Parágrafo único. A proposição poderá ser desarquivada mediante requerimento do Autor, ou Autores, dentro dos primeiros cento e oitenta dias da primeira sessão legislativa ordinária da legislatura subsequente, retomando a tramitação desde o estágio em que se encontrava." (grifo nosso). No entanto, o PL nº 2.097/2015 ainda não foi reapresentado.

[251] EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 ao 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 109.

[252] Ressalvados poucos casos de companhias que adotam ações escriturais, mantendo-as em contas de depósito, em nome de seus titulares em instituição financeira autorizada pela CVM, na forma do art. 34 e parágrafos da Lei nº 6.404/76.

§6º, inciso II da Instrução CVM nº 481/2009[253]. Como exemplo de solução, as companhias fechadas poderiam ser obrigadas a disponibilizar, em sua página na *internet*, as mesmas informações presentes em tal mapa de votação. Alternativamente, no caso de companhias fechadas que eventualmente não possuam página na internet, este mesmo efeito poderia ser alcançado com o envio dos documentos por e-mail aos acionistas e/ou outra forma de entrega, com comprovação de recebimento. Desse modo, todos os acionistas poderiam verificar se, de fato, seu voto foi devidamente computado, valendo-se de simples consulta na *internet* e/ou por comunicação virtual mantida com a companhia.

Observe-se, por exemplo, que a Instrução CVM nº 561/2015 procurou tratar o voto a distância como um direto do acionista, que poderia ser exercido por meio do envio do boletim de voto diretamente à companhia ou aos prestadores de serviço autorizados a receberem tal boletim (*i.e.*, escrituradores e custodiantes, sendo no último caso repassados aos depositários centrais antes de serem transmitidos para as companhias abertas).

Pela regulamentação adotada em relação às companhias abertas, os custodiantes, escrituradores e depositários centrais integram a cadeia de voto a distância, responsáveis por coletar, processar, consolidar e transmitir às companhias abertas os votos proferidos pelos acionistas.

A cadeia de votação a distância procurou se utilizar de sistemas e mecanismos já existentes nos prestadores de serviços relacionados às companhias abertas, que já funcionavam para o exercício de outros direitos dos acionistas, como, por exemplo, o direito de preferência para subscrição de novas ações e o direito de recebimento de dividendos.

De modo a adequar os sistemas e mecanismos já existentes às necessidades específicas da cadeia do voto a distância, houve intensa interação da CVM e da B3 com tais prestadores de serviço.

Caso a participação e a votação a distância venham a ser adotadas em companhias fechadas, as regras a serem estabelecidas precisarão levar em consideração a estrutura delas, tendo em vista que, em regra, são muito menores quando comparadas às companhias abertas. Assim, seria necessário viabilizar uma votação a distância com sistema menos custoso, capaz

[253] Conforme analisado na Seção 3.4.1.2.6.

de conferir os benefícios da participação remota em Assembleias Gerais de companhias fechadas, porém sem impor custos desproporcionais à realidade de tais sociedades.

Dentre as adequações a serem feitas, as regras atualmente existentes para registro da propriedade e da transferência de ações, que ainda são feitas por meio de livros societários, certamente precisarão ser modernizadas e atualizadas à realidade presente.

A LSA já prevê outra forma de registro de ações em companhias fechadas, que dispensa os livros societários, desde que sejam adotadas ações escriturais (em vez das ações nominativas registradas no Livro de Registro de Ações Nominativas), fazendo com que tais ações sejam mantidas em contas de depósito, em nome de seus titulares perante instituição financeira autorizada pela CVM a prestar serviços de escrituração, conforme art. 34 da LSA). Ocorre que os custos de contratação e manutenção de tais serviços de escrituração nem sempre são adequados à realidade das companhias fechadas.

Sobre o tema, endossamos a proposição de Carolina Sussekind e Juliana Paiva pela utilização da tecnologia *blockchain* para o registro de ações e de suas transferências:

> (…) faz sentido que companhias fechadas também se submetam aos custos de contratação de instituição financeira apenas para escapar da formalidade arcaica dos livros?
> (…)
> É possível que a utilização dos livros societários continuasse sendo a forma mais segura e adequada na época da edição da atual Lei das S.A. em 1976. Mas, de lá para cá, o mundo se modernizou muito e há alguns anos temos nos perguntado se não haveria uma maneira mais eficiente e segura de registrar os valores mobiliários de companhia fechada.
> (…)
> Eis que surge a *blockchain*!
> Os especialistas em *blockchain* defendem a segurança dessa tecnologia (…).
> Confirmada a sua segurança, essa tecnologia representaria uma modernização mais do que bem-vinda à forma de registro atual (…). Ao oferecer uma maneira mais moderna e segura de registro das ações e de suas transferências, a *blockchain* contribuiria positivamente na rotina das companhias e facilitaria operações societárias e diligências legais. [254]

Todas as vezes que começamos a ponderar sobre modernizações e adequações à atualidade de alguns institutos societários (tal como o esforço que estamos fazendo neste

---

[254] SUSSEKIND, Carolina S.; PAIVA, Juliano. "Blockchain e registro de ações: o que podem ter em comum? Tecnologia pode ter inúmeras aplicações, inclusive no campo do direito societário". JOTA, 26 de abril de 2018. Disponível em: <https://www.jota.info/paywall?redirect_to=//www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/blockchain-e-registro-de-acoes-o-que-podem-ter-em-comum-26042018>. Acesso em 05.11.2019.

trabalho em relação às Assembleias Gerais de sociedades anônimas), inevitavelmente, para manter a harmonia e consistência do belíssimo sistema originalmente concebido para as sociedades anônimas no Brasil, faz-se necessário refletir sobre a conveniência e necessidade de que tal remodelagem seja feita de forma compatível com a estrutura como um todo. Portanto, pondera-se – por exemplo – sobre adaptações adicionais a serem feitas em outros institutos societários (como, por exemplo, os retrógrados livros societários das companhias).

E, neste contexto de modernizações e adequações à nova realidade, a tecnologia *blockchain* tem se apresentado, de forma versátil, como inovação tecnológica capaz de assumir diversas funções na vida societária das companhias, podendo ser aplicada a favor das companhias (e de seus acionistas) para diferentes finalidades.

Há diversos estudos propondo que a escrituração e registro das ações de emissão de companhias, abertas e fechadas, passe a ser realizado por meio de *blockchain*[255]. Nós somos fervorosos defensores desta ideia.

3.4.1.2 Instrução CVM nº 481/2009

O artigo 21-A da Instrução CVM nº 481/2009 determina que o acionista pode exercer o voto em Assembleias Gerais, por meio do preenchimento e entrega do boletim de voto a distância.

Sendo assim, a análise do voto e participação a distância sob a égide da Instrução CVM nº 481/2009 pressupõe, antes de qualquer outra coisa, a compreensão do próprio boletim de voto a distância.

[255] Ver nota de rodapé nº 357.

3.4.1.2.1 Boletim de Voto a Distância

O boletim de voto a distância, que, em sua aplicação prática, vem sendo recorrentemente chamado de BVD, é o documento eletrônico, cuja forma reflete o Anexo 21-F da Instrução CVM nº 481/2009, o qual deverá conter:

(i) todas as matérias constantes da agenda da respectiva Assembleia Geral;

(ii) orientações sobre a possibilidade de envio direto à companhia e menção à possibilidade de utilização de prestadores de serviços autorizados;

(iii) orientações sobre o seu envio por correio postal ou eletrônico, quando o acionista optar por enviá-lo diretamente à companhia; e

(iv) orientações sobre as formalidades necessárias para que o voto enviado diretamente à companhia seja considerado válido, observado o disposto nos §§ 2º e 3º do art. 30 da LSA.

Além de direcionamentos para recebimento por correio postal ou eletrônico, a companhia deve inserir no BVD orientações sobre o sistema eletrônico de participação em Assembleia Geral, caso admita tal forma de participação, a teor do que determina o §2° do artigo 21-F da Instrução CVM nº 481/2009.

O §3° do artigo 21-F da Instrução CVM nº 481/2009 determina que a companhia deverá disponibilizar aos acionistas o BVD em versão passível de impressão e preenchimento manual, por meio de sistema eletrônico na página da CVM e, também, em sua própria página na *internet*.

Há quem sustente que o BVD deveria ser mais flexível e não padronizado, de modo a poder lidar com diferentes situações que surjam na Assembleia Geral. A este respeito, parece-nos que eventual flexibilidade deveria ser proporcionada pela tecnologia e não propriamente pelo documento (*in casu* o BVD) utilizado para colocar em prática a participação e votação a distância. Isso porque, caso uma companhia decida emitir BVDs mais flexíveis, será necessário ainda mais cuidados no tratamento e interpretação das informações por meio deles recebidas pelas companhias, tendo em vista que, nesse caso, as chances de erros no preenchimento e no cômputo de votos seriam maiores.

Além disso, deve-se ponderar que "os esforços de fazer com que o boletim de voto à distância permita ao acionista dizer como quer votar em cada um dos possíveis cenários torna[m] o documento cada vez maior, mais complexo e, consequentemente, difícil de ser preenchido"[256]. Esse é um aspecto a ser cuidadosamente considerado, uma vez que a regulamentação do voto e participação a distância foi no sentido de simplificar e tornar acessível o voto exercido desta forma.

Caso a forma do BVD deixe de ser padronizada, mais facilmente os acionistas cometerão equívocos ao expressar suas intenções de voto por meio do BVD e, de igual maneira, provavelmente também há maior probabilidade de imprecisões no cômputo dos votos pela companhia. Dessa forma, somos da opinião de que a flexibilização na forma do BVD pode ocasionar mais prejuízos do que benefícios[257].

Se possível, na medida em que a tecnologia esteja apta a fazê-lo, seria positivo se o método promovesse interação presencial e remota, de modo que os acionistas pudessem conformar sua manifestação no BVD às mudanças e desdobramentos eventualmente havidos na Assembleia Geral[258].

Para o momento atual,

> [a] padronização que o boletim de voto a distância representa é uma contrapartida à simplificação, à facilitação e ao pequeno custo que ele traz para o exercício do direito de voto. O acionista que desejar exercer o direito de voto em sua plenitude sempre poderá fazê-lo, comparecendo à assembleia e arcando com os respectivos custos[259].

---

[256] Manifestação de Voto do Diretor Gustavo Gonzalez no julgamdno do Processo Administrativo nº 19957.004385/2019-21. Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 05.11.2019.

[257] O Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho, na ocasião do julgamento do Processo Administrativo CVM SEI nº 19957.004385/2019-21, entendeu que a formatação do BVD deverá ser atualizada conforme as dificuldades enfrentadas pelos agentes de mercado: "*(...) somente a experiência adquirida com a aplicação das normas e as contribuições trazidas pelos participantes do mercado nos permitem identificar falhas ou, ainda, situações inicialmente não contempladas no BVD*". CVM. Processo Administrativo CVM SEI nº 19957.004385/2019-21. Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 05.11.2019.

[258] A tecnologia ideal será aquela capaz de viabilizar a participação do acionista simultaneamente à ocorrência da Assembleia Geral. Com isso, os acionistas poderiam efetivamente participar nas discussões, debates e deliberações e não ficariam restritos à forma do BVD ou, eventualmente, poderiam também fazer modificações no próprio BVD durante a Assembleia Geral.

[259] DIAS, Luciana Pires; SILVA, Lucas Santanna de Almeida. Avanços Legais e Regulamentares em Matéria de Participação e Votação a Distância nas Assembleias Gerais de Companhias Abertas. In: Governança Corporativa. Avanços e Retrocessos. ROSSETTI, Maristela Abla; PITTA, Andre Grunspun (Coords). São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 502.

De modo a assegurar o tempo necessário para que os acionistas votando por meio do BVD possam adequadamente exercer os seus direitos, o §4° do artigo 21-F da Instrução CVM nº 481/2009 determina que as informações e documentos previstos nos arts. 8° a 21 da Instrução CVM nº 481/2009 devem ser disponibilizados na mesma data da divulgação do BVD.

Sendo assim, o efeito prático dessa regra é antecipar inúmeros procedimentos assembleares, notadamente no que se refere à preparação dos documentos e informações que serão postos à disposição dos acionistas por ocasião da divulgação do BVD [260].

Gustavo Machado Gonzalez e Marilia Lopes, analisando as transformações no sistema das Assembleias Gerais, especialmente em companhias abertas, diante da introdução do sistema de participação e votação a distância, trazem interessantes reflexões sobre as consequências da adoção do BVD.

> É certo que, se de um lado, o boletim de voto à distância tende a incentivar a participação dos acionistas nas assembleias gerais, de outro, é incapaz de antever todas as inúmeras possibilidades que podem se apresentar quando da realização do conclave. É que as assembleias gerais são marcadas por certo dinamismo, e o boletim de voto à distância – por mais méritos que se lhe possa atribuir – não está apto a acompanhar eventuais questões que possam surgir no curto prazo ou até mesmo no momento da assembleia [261].

As ponderações feitas pelos referidos autores são muito coerentes e alinhadas com a prática atual das Assembleias Gerais, especialmente em companhias abertas. Deve-se esclarecer que essa característica da impossibilidade de o sistema de voto e participação a distância antever situações fáticas que ocorrerão na Assembleia Geral, não é simplesmente uma limitação do sistema, mas sim uma questão concreta da própria dinâmica assemblear.

A Assembleia Geral é dinâmica, ativa e sujeita a modificações o tempo todo. No decorrer dos procedimentos, passos preparatórios e até na própria ocasião da Assembleia Geral,

---

[260] Nesse mesmo sentido, o Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho, em seu voto no julgamento do Processo Administrativo nº 19957.004385/2019-21, afirmou o seguinte: "*A experiência revela – e o Caso BRF mencionado ao longo deste processo é um bom exemplo dessa afirmativa – que os acontecimentos 'pré assembleia' se desenrolam até as vésperas do conclave. Mais do que isso, certas discussões e eventuais arranjos entre acionistas ocorrem no curso dos trabalhos da assembleia*". CVM. Processo Administrativo nº 19957.004385/2019-21. Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 05.11.2019.

[261] GONZALEZ, Gustavo Machado; LOPES, Marília. "Assembleias Gerais nas Companhias Abertas: Visão Geral" *In:* SIQUEIRA, Marcelo; PEREIRA, Atademes Branco; e TREIGER, José Marcos (coords.). Brasil S/A: Guia de Acesso ao Mercado de Capitais para Companhias Brasileiras. 2ª ed. Rio de Janeiro: Donnelley Financial Solutions do Brasil Ltda. (DFIN), 2020, 57-80.

os debates e reflexões podem sempre atuar de forma propositiva, promovendo novos encaminhamentos de temas a serem deliberados[262]. O BVD é estanque e incapaz de acompanhar esses movimentos, a menos que a tecnologia seja capaz de promover uma interação entre os participantes presenciais da Assembleia Geral e aqueles que tenham submetido participação e voto pelo BVD[263].

Há uma inerente assimetria de informações entre administradores e acionistas. Além disso, em muitos casos, os acionistas outorgam mandato com poderes específicos para seus representantes, que comparecem aos conclaves com instruções do voto delimitadas. Na maioria das ocasiões, estas instruções de voto são simplórias no sentido de "rejeitar", "aprovar" ou "se abster" o respectivo item da ordem do dia. Os mandatários têm pouca ou nenhuma margem para promover alterações no curso da Assembleia Geral[264].

O artigo 21-G da Instrução CVM nº 481/2009 determina que a descrição das matérias a serem deliberadas em Assembleia Geral no BVD:

(i) deve ser elaborada com linguagem clara, objetiva e que não induza o acionista a erro;

(ii) deve conter, no máximo, 2.100 (dois mil e cem) caracteres, incluindo espaços, por matéria a ser deliberada;

(iii) deve ser formulada como uma proposta e indicar o seu autor, de modo que o acionista precise somente *aprová-la*, *rejeitá-la* ou *abster-se*; e

---

[262] Sobre o tema, convém referir-se à manifestação de voto proferida pelo Presidente da CVM Marcelo Barbosa no Processo Administrativo nº 19957.003630/2018-01: "*Não é dificil imaginar situações supostamente inesperadas que em verdade já são parte do cotidiano das assembleias. Há registros de surgimento de chapa, alternativa àquelas indicadas na proposta da administração, proposta poucos dias antes ou mesmo durante a realização da assembleia (...). É importante lembrar, a este respeito, que, na prática, muitas dessas discussões se dão nos últimos instantes ou mesmo durante a reunião, momentos antes do qual, inclusive, nem todos os acionistas conseguem estabelecer contato com tantos outros acionistas quanto gostariam.*". CVM. Processo Administrativo nº 19957.003630/2018-01, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 09.10.2019.

[263] O Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho, em seu voto no julgamento do Processo Administrativo nº 19957.004385/2019-21, afirmou o seguinte: "*Neste cenário, não resta dúvida de que o acionista presente à assembleia se encontra em melhor posição para discutir as matérias objeto da ordem do dia e manifestar o seu voto do que aquele que envia a sua orientação de voto com antecedência mínima de sete dias, nos termos do art. 21-B da ICVM 481*". CVM. Processo Administrativo nº 19957.004385/2019-21. Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 05.11.2019.

[264] A esse respeito, confira-se a manifestação de voto proferida pelo próprio Diretor Gustavo Machado Gonzalez no âmbito do Processo Administrativo nº 19957.005749/2017-29, j. em 26.09.2017.

(iv) pode conter indicações de páginas na *internet* nas quais as propostas estejam descritas de maneira mais detalhada ou que contenham os documentos previstos nos arts. 8° a 21 da Instrução CVM nº 481/2009, informações complementares e traduções para outros idiomas.

No contexto da Audiência Pública SDM nº 09/2014, a B3 sugeriu que fosse incluído "um parágrafo único dispondo que o boletim de voto a distância deverá conter manifestação do conselho de administração sobre os candidatos ou propostas apresentadas pelos acionistas" ao artigo 21-L da Instrução CVM nº 481/2009.

Tal sugestão seguiria, em termos, o exemplo do que ocorre nos EUA, nos termos da *Regulation* 14A da *Securities and Exchange Commission - Solicitation of Proxies*, algo extremamente polêmico no Brasil, que possui estrutura organizacional de suas companhias de forma bastante distinta dos EUA.

Conforme a referida norma da SEC, as propostas apresentadas por acionistas serão analisadas pelo Conselho de Administração e poderão ser recusadas, caso, por exemplo, a proposta seja: *(i)* conflitante com outra já feita pela companhia; ou *(ii)* capaz de violar normas legais, na hipótese de ser implementada pela companhia. Nesse sentido, a proposta da B3 é mais branda do que a regulação norte-americana ao não prever a prerrogativa de veto à administração.

A *Regulation* 14A da *Securities and Exchange Commission - Solicitation of Proxies* reverbera o fato de que a legislação dos EUA tem a tendência de preservar e garantir mais prerrogativas à administração das companhias em relação aos acionistas, diferentemente do que ocorre no Brasil.

O estudo do direito societário comparado[265] ensina que o modelo organizacional das companhias abertas nos EUA é diferente do modelo prevalecente no Brasil. De um lado, a legislação societária norte-americana atribui mais poderes decisionais aos órgãos da

[265] ARMOUR, John, HANSMANN, Henry; e KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law*: A Comparative and Functional Approach. 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, pp. 3-4.

administração e, de outro lado, a legislação brasileira, ao regular os poderes decisionais dos órgãos societários, opta por conferir à Assembleia Geral atribuições e poderes maiores[266].

Nos estudos de direito societário comparado, diz-se que o modelo das companhias abertas norte-americanas é *management-centred*, enquanto as companhias abertas brasileiras possuem um modelo *shareholders-centred*[267].

Além disso, as próprias características de um sistema de *Common Law* não podem ser transplantadas para um modelo de *Civil Law* (Romano Germânico), sem as devidas adaptações.

Temos que ter muito cuidado e evitarmos transposições de institutos jurídicos dos EUA para o Brasil, na certeza de que a adoção entre nós de experiências norte-americanas pode ser positiva, desde que submetidas à devida "tropicalização". Caso contrário, correríamos grande risco de "rejeição de transplante"[268].

Sob a ótica dos administradores, obrigá-los a opinarem sobre os eventuais candidatos ou propostas de inclusão de itens no BVD realizados por solicitação dos acionistas, respeitosamente, parece ser equivocado. Antevemos, neste ponto, possíveis situações de conflito de interesses, uma vez que, por exemplo, poder-se-ia imaginar hipóteses em que os administradores estariam emitindo opinião sobre candidatos que estejam concorrendo com eles aos cargos na administração da companhia.

Sob a ótica dos acionistas, isso também nos parece inadequado, uma vez que tal medida poderia representar uma limitação ao exercício, pelos mesmos, do direito que lhes foi reconhecido de promover inclusões de sugestões e propostas no BVD.

Discussão semelhante se estabeleceu no Brasil no que tange aos poderes e deveres dos órgãos de administração de companhias abertas, à época da revisão feita pela Instrução

---

[266] Normalmente, nas companhias abertas nos EUA, o Conselho de Administração possui a competência para propor à Assembleia Geral a deliberação sobre determinados temas. Como exemplo, cite-se o §242 do Delaware Code, dispositivo que prevê que, para a Assembleia Geral deliberar por alterar o Estatuto Social será necessária, previamente, a propositura da alteração pelo Conselho de Administração. No Brasil, por outro lado, a alteração do Estatuto Social compete privativamente à Assembleia Geral, conforme o artigo 122, inc. I da Lei nº 6.404/76.

[267] ARMOUR, John, HANSMANN, Henry; e KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law*: A Comparative and Functional Approach. 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2017.

[268] Em referência ao fenômeno da medicina, em que o sistema imunológico do receptor de um órgão humano transplantado ataca tal órgão ou tecido, que não se compatibiliza com o receptor e/ou com os demais órgãos humanos que lá já estavam presentes.

CVM nº 487/2010 na Instrução CVM nº 361/02, a fim de discutir se o Conselho de Administração de companhia aberta objeto de oferta pública de aquisição de controle (artigo 257 da LSA) deveria opinar *favorável* ou *contrariamente* à aceitação de tal oferta pública pelos acionistas da companhia.

Naquela ocasião, após profundos estudos e debates, entendeu-se que no Brasil[269], o poder-dever de decidir quanto à aceitação ou rejeição da oferta pública é atribuído aos acionistas, mas dependendo do contexto o Conselho de Administração teria a *faculdade* (e *não obrigação*) de opinar favorável ou contrariamente à aceitação da oferta pública para aquisição de controle, tal como prevê o artigo 32-D da Instrução CVM nº 361/02. Entretanto, caso o Conselho de Administração viesse a emitir opinião, acertadamente a CVM disciplinou o conteúdo mínimo que deveria constar de tal opinião, a fim de buscar evitar opiniões conflitantes e não passíveis de serem justificadas[270].

O §1° do artigo 21-G da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que a administração da companhia pode retirar da ordem do dia matérias que tenham sido propostas pela companhia ou pelo controlador a qualquer tempo, inclusive após a divulgação do BVD, desde que comunique a retirada ao mercado, justificando as razões que levaram a tal medida. Os votos que já tiverem sido conferidos a uma proposta de deliberação retirada serão desconsiderados, conforme §2° do mesmo artigo 21-G.

---

[269]"*Parece-nos que o Brasil adotará comportamento intermediário entre os preceitos da neutralidade da administração e intervenção absoluta dos administradores em tentativas de tomada de controle. Tal perspectiva é confirmada pela introdução do artigo 32-D na Instrução CVM nº 361/02, que prevê a possibilidade de o conselho de administração da companhia objeto de tentativa de tomada de controle manifestar-se, de modo favorável ou contrário à aceitação da OPA para aquisição de controle. As discussões havidas na audiência pública da Instrução CVM nº 487/10, que introduziu modificações na Instrução CVM nº 361/02, revelam a existência de um sentimento coletivo de que embora a administração, de fato, não tenha nenhuma obrigação legal de opinar diante de eventual tentativa de tomada de controle, a eventual manifestação da administração pode ser conveniente e alinhada com os deveres legalmente atribuídos aos administradores. E, sob esta lógica, em nossa opinião, uma vez que a administração venha a se manifestar, os parâmetros estabelecidos no artigo 32-D da Instrução CVM nº 361/02, em relação às informações que deverão constar da manifestação da administração, são um norteamento importantíssimo dado pela CVM*". (NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 368-369).

[270] Artigo 32-D. Caso o conselho de administração da companhia objeto decida se manifestar de modo favorável ou contrário à aceitação da OPA para aquisição de controle: I – a manifestação deverá abordar todos os aspectos relevantes para a decisão do investidor, sobretudo o preço oferecido na OPA; II – a manifestação deve descrever as alterações relevantes na situação financeira da companhia objeto ocorridas desde a data das últimas demonstrações financeiras ou informações trimestrais divulgadas ao mercado; e III – cópia da manifestação deverá ser divulgada ao mercado por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores.

A despeito da necessidade de justificação das razões para a retirada de determinada matéria da ordem do dia, entendemos que esse dispositivo propicia arriscado espaço para prática de abusos por parte da administração. Tome-se, como exemplo, a hipótese em que a administração retira da ordem do dia determinadas matérias tendo em vista que o resultado parcial da deliberação, consequente apenas do recebimento de BVDs, não condiga com o interesse da administração. Ressalte-se, ainda, que a companhia não é obrigada a divulgar tal resultado, mas tão somente a decisão de retirar a matéria da ordem do dia.

Buscando estabelecer o procedimento, com a definição dos prazos e demais termos e condições para que ocorra o sistema da participação e voto a distância, o §1° do artigo 21-A da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que, até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da Assembleia Geral, a companhia deve disponibilizar o BVD.

O fundamento da norma é tornar o BVD disponível com a antecedência necessária para que, conforme o caso, os acionistas que desejarem utilizá-lo possam fazê-lo, de forma programada e organizada, inclusive analisando potenciais estratégias de comparecimento físico na assembleia ou simples envio do BVD.

A teor do que dispõe o próprio §1° do artigo 21-A da Instrução CVM nº 481/2009, o sistema de participação e voto a distância restringir-se-á:

(i) às Assembleias Gerais Ordinárias;

(ii) às Assembleias Gerais Extraordinárias, que forem convocadas para deliberar sobre: (a) eleição de membros do conselho fiscal; e/ou (b) eleição de membros do conselho de administração, quando a eleição se fizer necessária por vacância da maioria dos cargos do conselho, por vacância em conselho que tiver sido eleito por voto múltiplo ou para preenchimento das vagas dedicadas à eleição em separado de que tratam os artigos 141, §4º, e 239 da LSA; e

(iii) às Assembleias Gerais Extraordinárias, que forem convocadas para ocorrer na mesma data marcada para a Assembleia Geral Ordinária.

Sendo assim, o caráter obrigatório do BVD é aplicável inicialmente apenas aos casos enumerados acima, mas a própria CVM[271] já antecipou intenção de ampliar o número de casos em que tal ferramenta será obrigatória, uma vez que o mecanismo já tenha sido devidamente testado e seu funcionamento tenha se revelado adequado.

Nesse sentido, é interessante o texto do próprio §2° do artigo 21-A da Instrução CVM nº 481/2009. A companhia pode disponibilizar o BVD por ocasião de qualquer Assembleia Geral Extraordinária, observados os prazos, termos e condições estabelecidos no Capítulo III-A da Instrução CVM nº 481/2009. Ou seja, com os devidos cuidados, para além das situações obrigatórias, pode-se voluntariamente ampliar os casos em que a companhia adotará o BVD, desde que cumpridos os mesmos cuidados exigidos nas circunstâncias obrigatórias.

O §3º do artigo 21-A da Instrução CVM nº 481/2009 determina que o BVD pode ser reapresentado pela companhia:

(i) até 20 (vinte) dias antes da data marcada para realização da assembleia para a inclusão de candidatos indicados ao conselho de administração e ao conselho fiscal na forma do art. 21-L[272]; ou

(ii) em situações excepcionais, para correção de erro relevante que prejudique a compreensão da matéria a ser deliberada pelo acionista, ou para adequação da proposta ao disposto na regulação ou no estatuto social[273].

A reapresentação do BVD deve ser imediatamente divulgada ao mercado pela companhia, informando: *(i)* motivo da reapresentação e as propostas do BVD que foram alteradas; *(ii)* que os votos já conferidos à deliberação alterada serão considerados inválidos, caso a reapresentação se realize na hipótese do inciso II do § 3º; *(iii)* a data limite para que o acionista, caso queira, encaminhe nova instrução de voto; e *(iv)* que, para evitar que sua instrução de voto possa ser considerada conflitante, é recomendável que o acionista encaminhe sua

[271] BRASIL. CVM. Audiência Pública SDM nº 09/2014. Edital de Audiência Pública SDM nº 09/2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0914.html>. Acesso em 05.11.2019, pp. 5-6.
[272] Exceto se o acionista encaminhar nova instrução de voto, os votos por ele já conferidos a candidatos incluídos no boletim anteriormente divulgado devem ser considerados válidos, a teor do que dispõe o §4º do próprio artigo 21-A da Instrução CVM nº 481/2009.
[273] Os votos já conferidos pelo acionista à proposta afetada devem ser considerados inválidos, conforme determina o §5º do próprio artigo 21-A da Instrução CVM nº 481/2009.

eventual nova instrução para o mesmo prestador de serviço antes utilizado, tudo conforme o §6º do artigo 21-A da Instrução CVM nº 481/2009.

O artigo 21-B da Instrução CVM nº 481/2009 determina que o BVD deve ser recebido até 7 (sete) dias[274] antes da data da Assembleia Geral e pode ser enviado pelo acionista:

(i) diretamente à companhia, por correio postal ou eletrônico, conforme orientações contidas no item 12.2 do Formulário de Referência[275]; ou

(ii) por transmissão de instruções de preenchimento para prestadores de serviço aptos a prestar serviços de coleta e transmissão de instruções de preenchimento do BVD, a saber: (a) o custodiante do acionista, caso as ações estejam depositadas em depositário central e caso tal agente tenha disponibilizado esse mecanismo; ou (b) a instituição financeira contratada pela companhia para prestação dos serviços de escrituração de valores mobiliários, nos termos dos arts. 27 e 34, § 2°, da LSA, e da regulamentação específica sobre o assunto, caso as ações não estejam depositadas em depositário central[276].

Tanto o custodiante quanto o escriturador poderão fixar critérios para o recebimento da informação, já que serão eles quem, nesses casos, preencherão as informações no BVD.

Na fixação de tais critérios, o que se espera são regras com o objetivo de organizar e criar procedimentos para a utilização adequada do BVD. Não se espera, por

---

[274] O §2º do artigo 21-B da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que, se for operacionalmente possível, as companhias e os prestadores de serviço podem conceder aos acionistas prazo mais benéfico que o estabelecido no *caput* do artigo 21-B para o recebimento das instruções de preenchimento ou boletim de voto a distância, desde que: *(i)* divulguem o prazo limite para o recebimento das instruções de preenchimento ou boletim de voto a distância: a) em suas páginas na *internet*, no caso dos prestadores de serviços; e b) no item 4 do boletim de voto a distância, no caso das companhias; e *(ii)* o façam indiscriminadamente para todos os acionistas.

[275] Este é o item do Formulário de Referência que descreve as regras, políticas e práticas relativas às Assembleias Gerais da companhia, com base em suas especificidades decorrentes de seu respectivo Estatuto Social e eventuais regimentos internos.

[276] Ressalta-se que somente custodiantes e escrituradores que sejam participantes de depositário central podem prestar serviços de coleta e transmissão de instruções de preenchimento do boletim de voto a distância, bem como que a prestação do serviço de coleta e transmissão de instruções de preenchimento de boletim de votos a distância é obrigatória para escrituradores e depositários centrais e facultativa para custodiantes. Nesse sentido, por vezes os custodiantes não oferecem serviço de coleta e transmissão de instruções de boletim de voto a distância, reduzindo o uso deste instituto.

exemplo, que sejam estabelecidos termos e condições que promovam tratamentos não igualitários entre os acionistas, bem como não seriam admissíveis critérios criados com o propósito de restringir o uso da ferramenta.

De acordo com o art. 21-C da Instrução CVM nº 481/2009, sem prejuízo do disposto no art. 21-B, a companhia pode disponibilizar aos acionistas sistema eletrônico para: *(i)* o envio do BVD; ou *(ii)* a participação a distância durante a Assembleia Geral.

No contexto da Audiência Pública SDM nº 09/2014[277], algumas sugestões propunham que o envio do BVD ocorresse somente em formato eletrônico, a exemplo do que hoje é praticado pela Receita Federal do Brasil em relação às declarações de Imposto de Renda. No mesmo compasso, foram feitos estudos sobre as tecnologias existentes para realização de Assembleias Virtuais e transmissão eletrônica de voto no momento da Assembleia Geral. A conclusão de tais estudos foi a de que, apesar de estarem evoluindo com celeridade, não havia tecnologias suficientemente testadas que garantissem a realização de uma Assembleia Virtual. Por isso,

> a CVM entendeu que não seria conveniente exigir que companhias adotassem essas tecnologias neste momento. É possível que no futuro, com o aumento do grau de confiabilidade dessas plataformas, a CVM reveja essa decisão[278].

Sob o ponto de vista prático, o que se observa é que, no estágio evolutivo atual, já há tecnologias e aplicativos que perfeitamente servem ao propósito do sistema eletrônico para envio do BVD, mas ainda há certa precariedade em relação ao sistema eletrônico para participação a distância durante a Assembleia Geral.

Esses sistemas eletrônicos, tanto no que diz respeito ao envio do BVD, quanto no que se refere à participação a distância na Assembleia Geral, devem assegurar, no mínimo: *(i)* o registro de presença dos acionistas; e *(ii)* o registro dos respectivos votos, na forma do §1º art. 21-C da Instrução CVM nº 481/2009.

---

[277] BRASIL. CVM. Audiência Pública SDM nº 09/2014. Relatório de Análise – Audiência Pública SDM nº 09/2014 – Processo CVM nº RJ-2011-13930. Rel. Luciana Dias. Publicado em 07.04.2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2014/sdm0914relatorio.pdf>. Acesso em 05.11.2019, p. 21.
[278] Ibidem.

Os grandes desafios apontados mundo a fora em relação aos sistemas eletrônicos de participação a distância em Assembleia Geral não foram recepcionados pela norma da CVM, que são *(i)* a interatividade e conectividade simultâneas; e *(ii)* a autenticação, seja por biometria digital, reconhecimento facial, identificação de retina e íris ou outro método, de que os acionistas e/ou os representantes deste últimos, que estejam participando remotamente são efetivamente as pessoas legítimas.

É fundamental que existam mecanismos para que os participantes presenciais e remotos possam interagir entre si e com os demais participantes da Assembleia Geral durante a sua ocorrência, sejam eles membros da administração ou terceiros.

A regulamentação da CVM, ao adotar o BVD como instrumento de participação remota em Assembleias Gerais, encontra-se incompatível com a dinâmica característica da Assembleia Geral. Isso porque o acionista que envia um BVD não conseguirá efetivamente participar das mudanças e desdobramentos ocorridos durante a própria reunião, de modo que não consegue contribuir com as discussões e deliberações sobre os itens da ordem do dia.

Diante da natureza estanque do BVD, tal mecanismo pode ser considerado uma *fotografia*, enquanto, por outro lado, a Assembleia Geral é um *filme*. Enquanto o BVD é estanque, a Assembleia Geral é dinâmica. É mais difícil para o acionista que vota a distância conseguir intervir estrategicamente na Assembleia Geral da mesma forma que aqueles fisicamente presentes.

O BVD é um documento que consubstancia uma manifestação prévia do acionista em relação aos itens da ordem do dia. Por si só, o fato de se tratar de uma manifestação prévia, dá origem a limitações sobre a capacidade de conformar e adequar tal manifestação a eventuais mudanças e desdobramentos, permitidos por lei, que podem ocorrer durante a própria reunião. A rigor, o BVD é um documento pré-assemblear, que não proporciona mecanismos para que os acionistas votando dessa maneira interajam entre si.

Portanto, o BVD representa uma prévia manifestação estabelecida com base nos elementos que foram divulgados até o momento da Assembleia Geral. Se ocorrerem tais mudanças e desdobramentos por ocasião do conclave, o BVD se torna inadequado e, em alguns casos, incapaz de ser utilizado.

A CVM está atenta à necessidade de promover essa interação entre os participantes presenciais e remotos. A posição da autarquia é no sentido de rever os instrumentos de votação e participação a distância, a fim de permitir a participação simultânea. Ilustrando esta posição, veja-se interessante trecho do voto proferido pelo Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho no julgamento do Processo Administrativo CVM SEI nº 19957.004385/2019-21, em que foi o Relator:

> Não à toa a grande expectativa quando da inclusão pela Lei nº 12.431/11 da possibilidade de o acionista 'participar e votar a distância em assembleia geral' era que as companhias abertas viabilizassem a participação e a votação remota e em tempo real dos acionistas. **Nada obstante, até que tais instrumentos se consolidem e o seu uso possa ser incorporado à regulamentação desta CVM com segurança e sem representar ônus excessivo às companhias, devemos conferir ao BVD o melhor aproveitamento possível** (grifos nossos).[279]

O aspecto estático do BVD e as dificuldades para que este possa se amoldar às questões concretas discutidas na Assembleia Geral são temas que vêm ganhando atenção, ponderando-se sempre sobre a importância de que a manifestação de voto exteriorizada pelo BVD seja aproveitada na maior extensão possível[280].

Esse não é um problema novo criado pelo sistema de participação e voto a distância. Tal situação já existe há anos e em muitos países e se observa frequentemente, quando procuradores comparecem às assembleias munidos de instruções de voto para aprovar ou rejeitar determinada deliberação, mas que, diante de mudanças e adequações sobre o tema na própria Assembleia Geral, tornam a instrução de voto inadequada.

Como exemplo concreto desta limitação, pode-se citar o caso da Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária da BR Malls Participações S.A., companhia aberta brasileira, realizada em 26 de abril de 2016, em que os acionistas deliberaram a rejeição da proposta da

---

[279] CVM. Processo Administrativo nº 19957.004385/2019-21. Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 05.11.2019.

[280] São interessantes os esclarecimentos de Luciana Pires Dias e Lucas Santanna de Almeida Silva a este respeito: "Embora a lógica do boletim de voto a distância não permita que o acionista se inteire de discussões e mudanças que ocorram na própria assembleia, a regulamentação procurou aproveitar ao máximo a manifestação de votante, sempre que isso não prejudicasse a finalidade última desse documento, que é simplificar o exercício do direito de voto". (DIAS, Luciana Pires; SILVA, Lucas Santanna de Almeida. Avanços Legais e Regulamentares em Matéria de Participação e Votação a Distância nas Assembleias Gerais de Companhias Abertas. In: Governança Corporativa. Avanços e Retrocessos. ROSSETTI, Maristela Abla; PITTA, Andre Grunspun (Coords). São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 502).

administração acerca da remuneração dos seus membros. Entretanto, na dinâmica da própria Assembleia Geral e como resultado das discussões havidas na ocasião, um dos acionistas presentes formulou proposta alternativa com outro valor para a remuneração da administração.

Dessa forma, sem instruções prévias de voto, os acionistas que haviam participado da assembleia por procuração não puderam participar ativamente nessa deliberação em específico, tendo em vista que as procurações outorgadas não concediam poderes para o procurador votar em outra proposta de remuneração. Consequentemente, a decisão sobre o tema foi tomada pela maioria dos presentes[281].

Sendo assim, esclareça-se a limitação não foi criada pelo sistema de participação e voto a distância. Todavia, o novo formato certamente não foi capaz de solucionar esta questão.

Como contraponto, é importante ponderar que, se o acionista estiver diante de estratégias de votação sofisticadas, é possível que mesmo aquele que enviou o BVD, compareça pessoalmente ou por procurador na Assembleia Geral e o voto proferido nessas circunstancias substitua o contemplado no BVD, a rigor do que prevê o artigo 21-W, §5º, inciso I, da Instrução CVM nº 481/2009.

Caso disponibilize sistema eletrônico para participação a distância durante a Assembleia Geral, o §2º art. 21-C da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que a companhia deverá dar ao acionista as seguintes alternativas:

(i) *acompanhar* a Assembleia Geral, caso já tenha enviado o BVD; ou

(ii) *acompanhar* e *votar* na Assembleia Geral, situação em que todas as instruções de voto recebidas por meio de BVD para aquele acionista, identificado por meio do número de sua inscrição no CPF ou no CNPJ, devem ser desconsideradas.

[281] À época, a Glass Lewis, *proxy advisor*, afirmou que a referida Assembleia evidenciou "*the potential for new proxy access rules to empower shareholders in democratizing board elections; and, conversely, the potential for legacy voting procedures to throw. shareholders voting by proxy an unexpected curveball*". Disponível em: https://www.glasslewis.com/2016-brazil-proxy-season-review/#post/0. Acesso em 05.11.2019.

O §3º do art. 21-C da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que o disposto no §2º não impede que as companhias transmitam suas Assembleias Gerais em meios de comunicação de amplo acesso, como a rede mundial de computadores.

É interessante referir-se aqui novamente à consulta formulada pela MZ Consult Serviços e Negócios Ltda. à Superintendência de Relações com Empresas – SEP da CVM, que deu origem ao Processo Administrativo CVM RJ nº 2008/1794.

Por ocasião daquele julgamento, o voto proferido pelo Diretor Sergio Weguelin opinava no sentido de que não há impedimento à manutenção de 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 Gerais.

O art. 21-D da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que a companhia pode contratar terceiros para administrar, em seu nome, o recebimento, processamento e disponibilização de meios para exercício do voto a distância, mas permanece responsável pelo cumprimento da regra.

Em seguida, o art. 21-E da Instrução CVM nº 481/2009 determina que a companhia, o escriturador e o custodiante são obrigados a manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, em caso de processo administrativo, as instruções de preenchimento ou os BVDs recebidos. Trata-se de exigência formal, no sentido de preservar meio de prova para esclarecer eventuais questionamentos futuros em relação à contabilização de votos proferidos.

3.4.1.2.2 Eleição de Membros do Conselho de Administração

O art. 21-H da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que o BVD que tratar da eleição de membro do Conselho de Administração deve dar ao acionista a opção de indicar se deseja participar da eleição geral ou da eleição em separado de que tratam os arts. 141, §4º, e 239 da LSA.

A questão da necessidade de escolha sobre participação em eleição geral ou em eleição em separado é polêmica. Embora as regras sobre voto e participação a distância ainda

sejam recentes, observa-se que este tema foi o centro das controvérsias em 2 (dois) casos concretos paradigmáticos sobre a aplicação prática do voto e participação a distância (*i.e.*, os casos BRF[282] e Vale[283]).

O art. 21-I da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que quando se tratar de eleição geral de membros do Conselho de Administração, o BVD deve:

(i) ser formulado conforme o inciso III do art. 21-G, caso exista somente uma chapa;

(ii) dar ao acionista a opção de votar em uma das chapas, caso exista disputa entre várias chapas;

(iii) dar ao acionista a possibilidade de votar em tantos candidatos quantos forem o número de vagas a serem preenchidas, caso exista disputa entre diversos candidatos;

(iv) dar ao acionista a opção de requerer a adoção do processo de voto múltiplo para eleição do Conselho de Administração, nos termos do art. 141 da LSA; e

[282] No caso BRF, discutiu-se a forma do BVD disponibilizado pela companhia em relação à sistemática de votação que deveria ter sido utilizada para a eleição dos membros do conselho de administração na Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizada pela Companhia em 26 de abril de 2018 (i.e., se deveria ocorrer o procedimento de voto múltiplo ou de votação majoritária por chapas), tendo em vista que um dos acionistas havia solicitado o cancelamento do pedido de adoção do procedimento do voto múltiplo. Dentre as questões analisadas pela CVM em tal caso, ressalte-se a existência ou não de algum prazo para o cancelamento do pedido de adoção do voto múltiplo. Discordando da área técnica, SEP, o Colegiado entendeu que não se deveria aplicar, por analogia, o prazo de 48 horas previsto no artigo 141, §1º da Lei nº 6.404/76.

[283] A questão principal deste Processo Administrativo versou sobre o questionamento da Vale sobre se seria possível "*ao acionista indicar candidato para concorrer à vaga no conselho de administração apenas caso adotado o procedimento de voto múltiplo descrito no art. 141 da Lei nº 6.404/76*". Tendo em vista que o processo foi encerrado por perda do objeto, a CVM não analisou especificamente o questionamento da Companhia. Entretanto, a partir da análise do presente caso, o Diretor Relator Carlos Alberto Rebello Sobrinho, em seu voto, propôs diversas alterações ao formato atual do BVD previsto na Instrução CVM nº 481/2009 que poderiam evitar a ocorrência de casos semelhantes. Como exemplo, cite-se as propostas de: (i) disassociar do questionamento da distribuição de votos no procedimento de voto múltiplo dos itens relativos à votação majoritária (*i.e.*, itens 12-A a 12-C do BVD); e (ii) incluir, no BVD, um campo para o acionista indicar sua preferência no regime de votação da eleição majoritária (*i.e.*, por chapa ou por candidato) e a possibilidade do acionista preencher, simultaneamente, diferentes regimes de votação (*i.e.*, por chapa única, por concorrência entre chapas ou por candidato).

(v) dar ao acionista a possibilidade de indicar qual porcentagem dos votos será alocada para cada um dos candidatos, caso o voto múltiplo já tenha sido requerido.

Cabem aqui algumas reflexões decorrentes das primeiras experiências práticas em que o BVD vem sendo utilizado em deliberações para eleição de membros do Conselho de Administração no Brasil. Na prática, a ferramenta aumenta a quantidade de votantes, mas não tem melhorado a qualidade do voto exercido.

São bastante frequentes as situações em que a pouca preparação dos acionistas para exercer o direito de voto nessa matéria faça com que os votantes a distância se restrinjam simplesmente a *aprovar* ou *rejeitar* os candidatos ao Conselho de Administração contemplados na proposta enviada pela administração previamente à Assembleia Geral.

Além disso, são frequentes as situações em que acionistas solicitam a adoção do processo de voto múltiplo para eleição do Conselho de Administração, mesmo não sendo titulares de ações em quantidade suficiente para fazê-lo e sem adotar qualquer esforço de coordenação com os demais acionistas para que, conjuntamente, representem quantidade suficiente para efetivamente exercer esse direito.

O *caput* do art. 141 da LSA prevê que os acionistas que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social com direito a voto podem requerer a adoção do processo de voto múltiplo, sendo que a Instrução CVM nº 165/1991 reduz este percentual em função do valor do capital social da companhia aberta, de acordo com a seguinte tabela:

Intervalo do Capital Social (R$)	Percentual Mínimo do Capital Votante para Solicitação de Voto Múltiplo (%)
R$0,00 a R$10.000.000,00	10%
R$10.000.001,00 a R$25.000.000,00	9%
R$25.000.001,00 a R$50.000.000,00	8%
R$50.000.001,00 a R$75.000.000,00	7%
R$75.000.001,00 a R$100.000.000,00	6%

acima de R$100.000.001,00	5%

O parágrafo único do art. 21-I da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que o BVD deve dar ao acionista a possibilidade de alocar seus votos, expressando-os em forma percentual, entre os candidatos escolhidos na forma dos incisos I a III, caso o voto múltiplo venha a ser solicitado após a data de disponibilização do BVD.

O art. 21-J da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que o BVD deve dar ao acionista a opção de, caso se verifique que nem os titulares de ações com direito a voto nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizeram, respectivamente, o quórum exigido nos incisos I e II do § 4° do art. 141 da LSA, agregar seus votos aos das outras classes de ações, atribuindo-se todos os votos proferidos por tais acionistas ao candidato que individualmente tenha obtido o maior número de votos dentre aqueles que disputavam, no BVD, as vagas nas eleições em separado.

Tendo em vista as experiências das companhias abertas, desde a criação do voto a distância, a CVM editou a Instrução CVM nº 614/2019. Essa nova Instrução foi responsável por alterar o Anexo 21-F[284] da Instrução CVM nº 481/2009, que prevê os termos e a estrutura do BVD.

No texto anterior, o BVD obrigava que os acionistas votantes, ao preencherem o documento, escolhessem entre utilizar suas ações para: *(i)* tentar requerer a eleição dos administradores, em separado, com base no artigo 141, §4º, inciso I e §5º da LSA; ou *(ii)* participar da eleição geral de candidatos ao Conselho de Administração, inclusive por meio do voto múltiplo[285].

A Instrução CVM nº 614 entrou em vigor em 1º de janeiro de 2020, e, desde então, os acionistas podem manifestar suas intenções de voto tanto nos campos 12-A a 12-D quanto nos campos 13 e 13-A do BVD. Entretanto, os votos referentes à eleição em geral dos membros

[284] Notadamente no que diz respeito aos itens 12-A, 12-B, 12-C, 12-D, 13, 13-A e 14 do Anexo 21-F da Instrução CVM nº 481/2009.
[285] Nos termos do item 13-A da Instrução CVM nº 481/2009, antes da alteração da Instrução CVM nº 614/2019: "*o acionista somente pode preencher este campo* [referente à escolha de eleição em separado] *caso tenha deixado o campo 12* [referente à eleição em geral de candidatos ao Conselho de Administração] *em branco*".

do Conselho de Administração somente serão computados se não forem alcançados os percentuais de quórum exigidos no artigo 141 da LSA, para que seja aplicável a eleição em separado.

Cabe aqui também uma reflexão sobre os efeitos do exercício a distância do voto em relação a estas matérias.

Sabe-se que as deliberações que versam sobre eleição de membros do Conselho de Administração podem ter diferentes resultados conforme a estratégia que venha a ser adotada pelos votantes.

Sendo assim, a sistemática do voto a distância imprime nova dinâmica à eleição de membros do Conselho de Administração. No contexto atual, em que os votos podem ser proferidos antes mesmo da Assembleia Geral e, em especial, são computados e divulgados mapas de votação com o conteúdo das instruções de voto, conforme artigo 21-T da Instrução CVM nº 481/2009, há uma vantagem informacional relevante para os acionistas que exercem o voto posteriormente.

Pense-se, por exemplo, em um cenário de eleição de membros para o Conselho de Administração com adoção do mecanismo de voto múltiplo. O votante que exerce o direito de voto após os demais acionistas já terem votado, tem a vantagem competitiva de alocar os seus votos disponíveis da forma que lhe for mais conveniente e estratégica para assegurar o preenchimento do maior número possível de cargos no Conselho de Administração.

Há sempre a incerteza de que o acionista que votou a distância possa comparecer presencialmente, seja pessoalmente ou por meio de mandatário, e exercer direito de voto em sentido divergente daquele que havia sido proferido a distância, razão pela qual também não se podem formar estratégias em caráter definitivo com base nos mapas de votação que tenham sido previamente divulgados.

A questão que, em nossa opinião, coloca-se aqui é sobre a conveniência do aprimoramento da interação entre os participantes presenciais e remotos, que faria com que estas potenciais assimetrias diminuíssem e se corrigissem sem a necessidade da intervenção legal e/ou regulatória.

As polêmicas sobre as regras de eleição de membros do Conselho de Administração neste novo cenário do voto e participação a distância não se esgotam por aí. Veja-se, a este respeito, por exemplo, o caso da AGOE da Vale S.A realizada em 30 de abril de 2019.

Em 4 de abril de 2019, a Vale recebeu correspondência de grupo de acionistas solicitando a inclusão de candidato e de seu suplente na eleição do conselho de administração da Companhia. Tal indicação estaria condicionada, no entanto, à adoção do procedimento de voto múltiplo, nos termos do art. 141, §1º, da LSA.

No caso, a solicitação previa que "os acionistas expressamente descartam a indicação de seu candidato para o processo de eleição geral, majoritário, e para o processo de eleição em separado, pretendendo apenas e tão somente a eleição na hipótese de adoção do processo de voto múltiplo".

Diante de tal solicitação, em 08.04.2019, a Vale submeteu consulta à SEP expressando o seu entendimento de que a indicação condicionada apresentada por grupo de acionistas "não se enquadra[ria] em nenhuma das hipóteses previstas na Lei das S.A., tampouco encontra[ria] amparo nas regras previstas pela Instrução CVM nº 481/2019, que regulou a votação a distância", sendo ainda inconciliável com o sistema de votação a distância desenvolvido conjuntamente pela B3 e pela CVM.

Ao final, solicitou que a área técnica confirmasse a sua conclusão de que a referida solicitação não seria compatível com a previsão da Instrução CVM nº 481/09 e com o modelo de BVD nela refletido e, caso não partilhasse tal entendimento, informasse a Vale como atender ao requerimento dos acionistas.

Em resposta, em 09.04.2019, a SEP enviou ofício esclarecendo que, em vista das limitações do processo de votação a distância, não seria possível ao candidato participar da eleição tão somente caso adotado o procedimento de voto múltiplo. Nada obstante, determinou que a Vale reapresentasse o BVD: "de modo a fazer constar o candidato indicado pelos minoritários e seu respectivo suplente na eleição geral e, por conseguinte, em caso de adoção do processo de eleição por voto múltiplo", para o que deveria se valer do item 12-C do Anexo 21-F da ICVM 481.

O tema acabou sendo submetido ao Colegiado da CVM no Processo Administrativo nº 19957.004385/2019-21, que teve como relator o Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho. *In casu*, o

relator prestou valioso esclarecimento sobre a matéria e, ao final, partilhou das conclusões da SEP quanto à inadequação do BVD divulgado pela Vale em 10.4.2019.

Segundo o voto proferido na ocasião pelo Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho:

> (…) a solicitação submetida à Vale por grupo de acionistas minoritários não poderia ser refletida na estrutura atual do BVD – sem que com isso houvesse uma interferência na escolha legítima dos signatários do acordo de acionistas no procedimento de votação a ser adotado na eleição majoritária –, demandando solução alternativa para permitir a inclusão do candidato condicionada à adoção do voto múltiplo, o que poderia dar margem a equívocos na reapresentação do boletim, como de fato ocorreu.
>
> Deste modo, considero que a inadequação do BVD reapresentado em 10.4.2019 reflete a tentativa da Companhia de dar cumprimento à determinação da SEP (…).

Por ocasião deste mesmo julgado, em eloquente voto, o Diretor Gustavo Gonzalez foi ainda mais incisivo e aproveitou a polêmica para orientar o mercado em geral com o seu entendimento no sentido de que:

> quando a eleição do conselho de administração se organiza por chapas, a forma de o acionista apresentar um candidato que não consta da(s) chapa(s) proposta(s) é apresentar uma nova chapa, substituindo um dos membros da chapa existente (ou de uma das chapas existentes, conforme o caso) pelo candidato de sua preferência. Trata-se, penso eu, da única forma de se respeitar a decisão legítima da assembleia quanto à forma de organização da eleição do conselho de administração por votação majoritária.

3.4.1.2.3 Eleição de Membros do Conselho Fiscal

O art. 21-K da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que o BVD que tratar da eleição de membro do Conselho Fiscal deve:

(i) ser formulado conforme o inciso III do art. 21-G, caso exista somente uma chapa;

(ii) dar ao acionista a opção de votar em uma das chapas, caso exista disputa entre várias chapas;

(iii) dar ao acionista a possibilidade de votar em tantos candidatos quantos sejam os números de vagas a serem preenchidas, caso exista disputa entre diversos candidatos; e

(iv) dar ao acionista a opção de indicar se deseja participar da eleição geral ou da eleição em separado (conforme arts. 161, §4º, e 240 da LSA).

O parágrafo único do art. 21-K da Instrução CVM nº 481/2009 determina que ainda que não trate da eleição de membro do Conselho Fiscal, o BVD deve dar ao acionista a opção de solicitar a instalação do Conselho Fiscal, nos termos do art. 161 da LSA, quando a companhia não tiver um Conselho Fiscal de funcionamento permanente.

A este respeito, cabem aqui algumas reflexões. A teor do que estabelece o §3º do art. 161 da LSA, o pedido de funcionamento do Conselho Fiscal, ainda que a matéria não conste do anúncio de convocação, poderá ser formulado em qualquer Assembleia Geral, que elegerá os seus membros.

Sendo assim, é adequado que o parágrafo único do art. 21-K da Instrução CVM nº 481/2009 determine que o BVD deve dar ao acionista a opção de solicitar a instalação do Conselho Fiscal.

Entretanto, a questão que se coloca com base no que se tem observado na prática é se a regra foi suficiente e se os efeitos que ela procurava alcançar foram atendidos. Pela nossa impressão atual, a percepção é de que algo ficou incompleto.

O que se tem verificado é que usualmente os BVDs são preenchidos por acionistas solicitando a instalação do Conselho Fiscal nas companhias em que este órgão social não possui funcionamento permanente, mas simplesmente o fazendo sem sequer indicar candidatos potencialmente disponíveis para ocupar tais cargos.

Nesses casos, as companhias não sabem como devem tratar tais votos, principalmente diante da ausência, na regulamentação da CVM, de orientações sobre essas hipóteses. Caso seja possível, a companhia poderia entrar em contato diretamente com o acionista que votou pela instalação do Conselho Fiscal, questionando-o acerca de seus candidatos. Entretanto, quando diversos acionistas se utilizam do BVD e votam pela instalação do Conselho Fiscal, normalmente esse contato direto com os acionistas não é viável, especialmente em hipóteses que envolvem grande quantidade de acionistas.

Portanto, parece ser necessário diferenciar, de alguma forma, a opção pela instalação do Conselho Fiscal por meio do BVD.

Como sugestão, poderia ser realizado um outro documento, anexo ao BVD, no qual seriam indicados os nomes dos candidatos do acionista que tiver indicado, no BVD, a instalação do Conselho Fiscal. Com isso, os acionistas poderiam ser informados que, caso não preenchessem tal documento, o voto pela instalação do Conselho Fiscal não seria considerado. Com tal mecanismo, continuaria garantido, aos acionistas que votassem a distância, a possibilidade de solicitarem a instalação do órgão fiscal. Entretanto, as companhias que recebessem esses votos teriam uma orientação específica de como agir em cada caso.

Sobre o tema, Gustavo Machado Gonzalez e Marilia Lopes trazem interessante conclusão, bastante consistente com a prática de mercado e os efeitos práticos decorrentes da norma:

> (…) pode-se destacar a obrigatoriedade de que o boletim inclua a opção de o acionista solicitar a instalação do conselho fiscal, quando este não for permanente, independentemente da matéria a ser deliberada em assembleia (…).
>
> Embora tal medida possa ser benéfica aos acionistas minoritários, a *praxe* tem demonstrado que, por exemplo, os pedidos de instalação do conselho fiscal muitas vezes não têm vindo acompanhados de indicação de candidatos – o que acaba por esvaziar a finalidade almejada pela norma. Disso têm resultado duas alternativas: (i) ou o conselho fiscal não é efetivamente instalado quando da realização do conclave por ausência de candidatos; ou (ii) tais candidatos são indicados, em sua totalidade, pelos próprios administradores [286].

Além disso, o que se tem observado é que muitas vezes o pedido é formulado por acionistas que não são titulares, seja isoladamente e/ou em conjunto com outros acionistas exercendo o mesmo direito, de ações em quantidade suficiente para solicitar a instalação de tal órgão social[287].

De forma geral, o §2º do artigo 161 da LSA prevê que o Conselho Fiscal será instalado pela Assembleia Geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 10% (dez

---

[286] GONZALEZ, Gustavo Machado; LOPES, Marília. "Assembleias Gerais nas Companhias Abertas: Visão Geral" *In:* SIQUEIRA, Marcelo; PEREIRA, Atademes Branco; e TREIGER, José Marcos (coords.). Brasil S/A: Guia de Acesso ao Mercado de Capitais para Companhias Brasileiras. 2ª ed. Rio de Janeiro: Donnelley Financial Solutions do Brasil Ltda. (DFIN), 2020, 57-80.

[287] A CVM já entendeu que o requisito de 10% (dez por cento) previsto no art. 161, §4º da LSA não se refere ao número de ações que o minoritário presente à assembléia precisa deter para eleger um membro no Conselho Fiscal, mas sim ao número de ações detidas por minoritários da companhia (CVM. Processo Administrativo nº RJ 2007/11086, Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto, j. em 06.05.2008). Além disso, esse mesmo entendimento foi reverberado no Ofício-Circular/CVM/SEP/Nº03/2019, conforme item 7.1.2.

por cento) das ações com direito a voto ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto[288]; sendo que a Instrução CVM nº 324/2000 reduz os percentuais mínimos necessários ao pedido de instalação de Conselho Fiscal em companhias abertas, com base no valor do capital social da respectiva companhia, de acordo com a seguinte tabela:

Capital Social	% de Ações com direito a voto	% de Ações sem direito a voto
Até R$ 50.000.000,00	8%	4%
Entre R$ 50.000.000,00 e R$ 100.000.000,00	6%	3%
Entre R$ 100.000.000,00 e R$ 150.000.000,00	4%	2%
Acima de R$150.000.000,00	2%	1%

Sendo assim, na prática, a regra do parágrafo único do art. 21-K da Instrução CVM nº 481/2009 tem sido ineficiente, uma vez que o pedido de instalação do Conselho Fiscal tem sido formulado por acionistas que:

(i) não possuem participação societária para formular tal requerimento; e/ou

(ii) solicitam a instalação do Conselho Fiscal, mas não indicam membros para potencialmente preencher os cargos de tal órgão social, que – muitas vezes – deixa de ser instalado por ausência de candidatos por ocasião da Assembleia Geral.

[288] O artigo 123, parágrafo único, 'd', da Lei nº 6.404/76, por sua vez, ao tratar das hipóteses de convocação da Assembleia Geral pelos próprios acionistas, determina que os acionistas que representarem 5% (cinco) por cento, no mínimo, dos acionistas sem direito a voto poderão convocar Assembleia Geral para deliberar sobre a instalação do Conselho Fiscal, caso os administradores não atendem, no prazo de 8 (oito) dias, pedido de convocação elaborado pelos acionistas.

3.4.1.2.4 Pedido de Inclusão de Propostas no BVD

De acordo com o art. 21-L da Instrução CVM nº 481/2009, os acionistas da companhia podem incluir:

(i) candidatos ao Conselho de Administração e ao Conselho Fiscal da companhia no BVD, observados os percentuais de determinada espécie de ações previstos no Anexo 21-L-I; e

(ii) propostas de deliberação no BVD disponibilizado por ocasião da Assembleia Geral Ordinária, observados os percentuais do capital social previstos no Anexo 21-L-II da Instrução CVM nº 481/2009.

O §1° do art. 21-L da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que a solicitação de inclusão de que trata o *caput* deve ser recebida pelo Diretor de Relações com Investidores, por escrito e conforme orientações contidas no item 12.2 do formulário de referência:

(i) na hipótese do inciso I do *caput*, no período entre: (a) o primeiro dia útil do exercício social em que se realizará a Assembleia Geral e até 25 (vinte e cinco) dias antes da data de sua realização, no caso de Assembleia Geral Ordinária; ou (b) o primeiro dia útil após a ocorrência de evento que justifique a convocação de Assembleia Geral para eleição de membros do conselho de administração e do conselho fiscal e até 25 (vinte e cinco) dias antes da data de realização da Assembleia Geral, no caso de Assembleia Geral Extraordinária convocada para esse fim; e

(ii) na hipótese do inciso II do *caput*, no período entre o primeiro dia útil do exercício social em que se realizará a Assembleia Geral Ordinária e até 45 (quarenta e cinco) dias antes da data de sua realização.

A inclusão de candidatos e propostas no BVD está condicionada, ainda, a que o acionista detenha, respectivamente, as participações societárias previstas nos Anexos 21-L-I e 21-L-II da Instrução CVM nº 481/2009.

Luciana Pires Dias e Lucas Santanna de Almeida Silva explicam que:

> As participações exigidas para a inclusão de propostas são maiores que as exigidas para a inclusão de candidatos porque a norma pressupõe que a introdução de um assunto na ordem do dia da assembleia geral deve contar com certa legitimidade. Pretende-se, com isso, impedir que essa ferramenta se transforme em um instrumento capaz de tumultuar a administração da companhia ou de levar a discussão temas sem qualquer chance de aprovação ou pertinência com relações negociais e societárias.[289]

Em companhias abertas, seguindo o disposto no §2° do art. 21-L da Instrução CVM nº 481/2009, considera-se como a data de realização da assembleia geral ordinária aquela comunicada pela companhia até os 15 (quinze) primeiros dias do respectivo exercício social ou, na ausência de tal comunicação, a data em que a Assembleia Geral Ordinária da companhia houver sido realizada no exercício anterior.

Em até 7 (sete) dias úteis dias após a ocorrência de evento que justifique a convocação da Assembleia Geral, a companhia deve comunicar ao mercado a data de realização da respectiva Assembleia Geral, ainda que em caráter provisório, bem como o prazo para a inclusão de candidatos no BVD, por força do §3° do art. 21-L da Instrução CVM nº 481/2009.

O §4° do artigo 21-L da Instrução CVM nº 481/2009 estabelece que a companhia deve comunicar ao mercado em tempo hábil para que seus acionistas incluam candidatos no BVD, caso ocorra alteração das datas a que se refere o § 3° do artigo 21-L da Instrução CVM nº 481/2009.

Em tal hipótese, a solicitação de inclusão deverá:

(i) atender ao disposto no art. 21-G da Instrução CVM nº 481/2009, isto é, deverá (a) ter linguagem clara e objetiva; (b) conter, no máximo, 2.100 (dois mil e cem) caracteres; (c) ser formulada como proposta, de modo que o acionista precise somente *aprovar*, *rejeitar* ou se *abster*; e (d) conter indicações de páginas na *internet* nas quais as propostas estejam descritas de forma mais detalhada; e

[289] DIAS, Luciana Pires; SILVA, Lucas Santanna de Almeida. Avanços Legais e Regulamentares em Matéria de Participação e Votação a Distância nas Assembleias Gerais de Companhias Abertas. In: Governança Corporativa. Avanços e Retrocessos. ROSSETTI, Maristela Abla; PITTA, Andre Grunspun (Coords). São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 519.

(ii) vir acompanhada: (a) das informações e documentos previstos nos arts. 8° a 21 da Instrução CVM nº 481/2009, a depender da matéria; (b) da indicação das vagas a que os candidatos propostos concorrerão; (c) de documentos que comprovem a qualidade de acionista e a participação acionária a que se refere o art. 21-L, observado o disposto nos §§ 2º e 3º do art. 30, no que couber; e (d) das informações constantes do Anexo 21-M-II-d, em caso de inclusão de proposta.

O parágrafo único do artigo 21-M da Instrução CVM nº 481/2009 determina que a proposta de que trata o artigo 21-L pode ter como objeto matérias de competência de Assembleias Gerais Ordinárias ou Extraordinárias.

O *caput* do art. 21-N da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que, em até 3 (três) dias úteis do recebimento da solicitação de inclusão de que trata o art. 21-L, a companhia deve informar a seus requerentes que: *(i)* a inclusão cumpre o disposto no art. 21 da Instrução CVM nº 481/2009, sendo que a proposta ou, conforme o caso, os candidatos constarão do BVD a ser divulgado pela companhia; ou *(ii)* a lista completa de motivos pelos quais tal solicitação não cumpre o disposto nesta Seção, indicando os documentos ou alterações necessários a sua retificação.

O parágrafo único do mesmo art. 21-N da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que os requerentes da proposta podem retificá-la, observado o prazo previsto no §1° do art. 21-L.

O art. 21-O da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que a solicitação de inclusão de item na ordem do dia pode ser revogada a qualquer tempo até a data de realização da Assembleia Geral, mediante comunicado escrito dos respectivos proponentes, endereçado ao Diretor de Relações com Investidores da companhia, caso em que os votos que já tiverem sido conferidos a ela serão desconsiderados.

O parágrafo único do art. 21-O da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que a companhia deve comunicar ao mercado imediatamente a revogação de solicitação de inclusão de que trata o *caput*, caso o BVD já tenha sido disponibilizado.

O art. 21-P da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que a companhia que desejar realizar um pedido público de procuração deve divulgar todas as solicitações válidas de inclusão

de propostas e de candidatos até então recebidas, em conjunto com a comunicação a que se refere o art. 27 da Instrução CVM nº 481/2009.

3.4.1.2.5 Voto a Distância Exercido por Prestadores de Serviços

O artigo 21-Q da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que os custodiantes e escrituradores podem:

(i) receber as instruções de preenchimento do BVD por quaisquer meios que utilizem para se comunicar com os acionistas; e

(ii) recusar-se a aceitar instruções de voto de acionistas com cadastro desatualizado.

O §1º do artigo 21-Q da Instrução CVM nº 481/2009 determina que os custodiantes e escrituradores são responsáveis por verificar que a instrução de voto foi dada pelo acionista.

Os custodiantes e escrituradores não devem levar em conta eventuais requisitos de elegibilidade do acionista para o exercício do direito de voto, função que caberá à mesa da respectiva Assembleia Geral.

Os custodiantes e escrituradores devem adotar regras e procedimentos para comunicar ao acionista: *(i)* o recebimento das instruções de preenchimento do BVD, bem como o fato de que as informações recebidas são suficientes para que tais instruções sejam repassadas pelo prestador de serviço à companhia; ou *(ii)* a necessidade de retificação ou reenvio das instruções, descrevendo os procedimentos e prazos necessários à regularização do voto a distância para que o prestador de serviço possa transmitir a instrução de voto.

O art. 21-R da Instrução CVM nº 481/2009 determina que até 6 (seis) dias antes da data de realização da Assembleia Geral, o custodiante deve encaminhar ao depositário central em que as ações estejam depositadas para negociação um mapa de votação indicando as instruções de voto dos acionistas, identificados por meio do número de sua inscrição no CPF ou no CNPJ.

No contexto da Audiência Pública SDM nº 09/2014, houve quem ponderasse sobre o risco de eventuais fraudes decorrentes da possibilidade de preenchimento de BVD por custodiantes e escrituradores, sem que houvesse mecanismos de controle quanto ao efetivo cumprimento das orientações recebidas[290].

Na ocasião, a CVM esclareceu que depositários centrais, custodiantes e escrituradores são entidades reguladas pela CVM, nos termos das Instruções CVM n° 541/2013, 542/2013 e 543/2013, respectivamente, e se encontram sujeitos a autorização de funcionamento, deveres fiduciários e normas operacionais bastante rígidas e recentemente revistas.

Conforme explicado no Edital da Audiência Pública SDM nº 09/2014, tais entidades já prestam serviços similares a investidores quando os auxiliam no exercício de outros direitos, tais como o recebimento de dividendos ou a subscrição de novas ações. Sendo assim, a CVM não entendeu necessário limitar a instrução de voto a casos em que estivessem disponíveis mecanismos de controle.

Nesse sentido e por conta dos serviços similares já prestados a investidores, *"*os custodiantes e escrituradores já se relacionam com os investidores e, na realidade, conhecem-nos melhor que a própria companhia*"*[291].

O art. 21-S da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que o depositário central em que as ações estiverem depositadas deve: *(i)* compilar as instruções de votos que recebeu dos custodiantes, fazendo as conciliações necessárias e rejeitando as instruções de voto conflitantes; e *(ii)* até 5 (cinco) dias antes da data de realização da assembleia, encaminhar: (a) ao escriturador o mapa analítico das instruções de voto compiladas, identificadas por meio do número da inscrição do acionista no CPF ou no CNPJ, junto com o extrato de posição acionária; e (b) ao custodiante a lista de instruções de voto rejeitadas, identificadas por meio do número da inscrição do acionista no CPF ou no CNPJ.

---

[290] CVM. Audiência Pública SDM nº 09/2014. Relatório de Análise – Audiência Pública SDM nº 09/2014 – Processo CVM nº RJ-2011-13930. Rel. Luciana Dias. Publicado em 07.04.2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2014/sdm0914relatorio.pdf>. Acesso em 05.11.2019, p. 19.

[291] DIAS, Luciana Pires; SILVA, Lucas Santanna de Almeida. Avanços Legais e Regulamentares em Matéria de Participação e Votação a Distância nas Assembleias Gerais de Companhias Abertas. In: Governança Corporativa. Avanços e Retrocessos. ROSSETTI, Maristela Abla; PITTA, Andre Grunspun (Coords). São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 508.

Consideram-se conflitantes as instruções de voto enviadas por um mesmo acionista, identificado por meio do número de sua inscrição no CPF ou no CNPJ, que em relação a uma mesma deliberação tenha votado em sentidos distintos em boletins de voto entregues por meio de prestadores de serviços diferentes, de acordo com o §1° do art. 21-S da Instrução CVM nº 481/2009.

O voto proferido por meio do BVD por um determinado CPF ou CNPJ será atribuído a todas as ações de titularidade daquele CPF ou CNPJ, impedindo, por exemplo, o *split vote*[292] e os cenários em que um mesmo acionista profere votos em sentidos conflitantes.

Como hipótese, suponha que determinado CPF ou CNPJ tenha votado ***a favor*** de uma proposta no BVD enviado ao custodiante, mas, em paralelo, se posicionou ***contra*** a mesma matéria perante o escriturador. Nesse caso, o voto será rejeitado na conciliação do escriturador.

O BVD destinado diretamente à companhia também pode ser desconsiderado, caso o acionista tenha se manifestado de forma contrária no voto que enviou ao custodiante ou ao escriturador (e será incluído no mapa de votos a que a empresa terá acesso dois dias antes da assembleia). Se o voto discrepante é o que foi enviado diretamente à companhia, prevalece o voto que o escriturador encaminhou para a companhia.

Em contrapartida, o §2° do art. 21-S da Instrução CVM nº 481/2009 determina que não se consideram conflitantes, ainda que em sentidos distintos, as instruções recebidas de instituição depositária emissora de *Depositary Receipts* no exterior, relativamente às ações que dão lastro aos *Depositary Receipts*.

O §3° do art. 21-S da Instrução CVM nº 481/2009 determina que o custodiante deve informar ao acionista a rejeição do seu voto pelo depositário central, tão logo receba a informação prevista no *caput*, inciso II, alínea "b".

Os deveres do escriturador estão previstos no art. 21-T da Instrução CVM nº 481/2009, que atribui ao escriturador o dever de:

---

[292] Trata-se de estratégia de voto em que o acionista emite votos em sentidos diferentes, optando com parte de suas ações por votar de uma forma e eventualmente abstendo-se e/ou votando em sentido contrário, com o restante de suas ações.

(i) compilar as instruções de voto que recebeu dos acionistas com aquelas vindas do depositário central, fazendo as conciliações necessárias e rejeitando as instruções de voto conflitantes, nos termos dos §§ 1° e 2° do art. 21-S; e

(ii) até 48 horas antes da data de realização da Assembleia Geral, encaminhar à companhia:

a. o mapa analítico das instruções de voto dos acionistas, identificados por meio do número de sua inscrição no CPF ou no CNPJ, junto com o extrato de posição acionária;

b. o mapa sintético das instruções de voto dos acionistas, identificando quantas aprovações, rejeições ou abstenções recebeu cada matéria deliberada e quantos votos recebeu cada candidato ou chapa; e

c. informar ao acionista que não tenha suas ações depositadas junto ao depositário central a rejeição de sua instrução de voto por conta das conciliações prevista no inciso I do art. 21-T da Instrução CVM nº 481/2009.

O §1° do art. 21-T da Instrução CVM nº 481/2009 determina que o mapa analítico das instruções de voto de acionistas e o extrato de posição acionária aos quais se refere o inciso II devem indicar a posição acionária de cada acionista em relação a, no máximo, 5 (cinco) dias antes da data de realização da Assembleia Geral.

O §2° do art. 21-T da Instrução CVM nº 481/2009 estabelece que a companhia deve divulgar, por meio de sistema eletrônico na página da CVM e na página da própria companhia na *internet*, o mapa sintético de votação tão logo o receba.

A Instrução CVM nº 561/15, ao promover mudanças na Instrução CVM nº 481/2009, procurou tratar do BVD como um direito do acionista, que poderia ser exercido pelo envio do BVD diretamente à companhia ou por meio de prestadores de serviço autorizados a receberem tal boletim, sendo no último caso repassados aos depositários centrais antes de serem transmitidos para as companhias abertas.

Seguindo as regras da Instrução CVM nº 481/2009, com as modificações decorrentes da Instrução CVM nº 561/15, os escrituradores e depositários centrais integram a

cadeia de voto a distância obrigatoriamente, e os custodiantes, facultativamente, e são responsáveis por coletar, processar, consolidar e transmitir às companhias os votos proferidos pelos acionistas.

A cadeia de votação a distância aproveitou sistemas e mecanismos já existentes nos prestadores de serviços, por meio dos quais é garantido o exercício de outros direitos dos acionistas, como é o caso do direito de preferência para subscrição de novas ações ou do direito de recebimento de dividendos.

Carlos Alberto Rebello Sobrinho, Diretor da CVM, explicou que:

> (...) embora o cenário ideal envolvesse a participação a distância dos acionistas, aos quais seria assegurada a possibilidade de acompanhar em tempo real os acontecimentos da assembleia geral e a eles reagir, votando remotamente, a ferramenta prevista na norma valeu-se da cadeia de prestadores de serviço, já acionada pelos acionistas no exercício de outros direitos, para permitir a transmissão de suas instruções de voto, manifestadas por meio de documento padronizado, o boletim de voto[293].

Ainda que baseados em sistemas existentes, a implementação da cadeia do voto a distância trouxe desafios para os prestadores de serviços elencados nas normas, que precisaram realizar investimentos para adaptar seus sistemas e procedimentos internos aos prazos e requisitos fixados pela Instrução CVM nº 561/15.

Após uma intensa interação da CVM com *custodiantes*, *escrituradores* e *depositários centrais*, os sistemas internos desses participantes foram adaptados e a participação de acionistas por meio do BVD foi inaugurada nas Assembleias Gerais Ordinárias de 2017, no caso das companhias integrantes dos índices IBrX-100 e IBOVESPA.

A esse respeito, tendo em vista a experiência de 2017, a fim de realizar aprimoramentos e alterações pontuais no mecanismo de participação e voto a distância, a Instrução CVM nº 594/2017 modificou a Instrução CVM nº 481/2009, notadamente no que se refere aos artigos 1º, 21-A, 21-L, 21-W e 21-X[294].

---

[293] CVM. Processo Administrativo nº 19957.004385/2019-21, Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 05.11.2019.

[294] Como exemplo de alterações, cite-se: *(i)* a mudança dos prazos para apresentação de candidatos ao Conselho de Administração e ao Conselho Fiscal pelos acionistas (de até 22 dias para 25 dias antes da Assembleia) e para

Desse modo, por meio do instituto do BVD, foi permitido ao acionista votar e se fazer presente sem a necessidade de comparecer fisicamente à Assembleia Geral, nem de outorgar procuração a um terceiro, bastando para tanto, o preenchimento do BVD para que passasse a constar da lista de acionistas presentes.

Pelo exposto, nota-se que a regulamentação do voto a distância nas companhias abertas envolveu a criação de uma estrutura com regras e deveres para diversos participantes registrados na CVM, o que demandou custos de adaptação tanto dos prestadores de serviços, quanto das próprias companhias.

Tal sistema se mostra de difícil aplicação às companhias fechadas, que, em regra, registram a propriedade e a transferência de ações por meio de livros societários, sem a presença de custodiantes, depositários centrais ou escrituradores, entes importantes na condução de votos a distância.

3.4.1.2.6 Voto a Distância Exercido Diretamente

Quando o acionista escolher enviar diretamente à companhia o BVD, a companhia, em até 3 (três) dias do recebimento de referido documento, deve comunicar ao acionista: *(i)* o recebimento do BVD, bem como que o boletim e eventuais documentos que o acompanham são suficientes para que o voto do acionista seja considerado válido; ou *(ii)* a necessidade de retificação ou reenvio do BVD ou dos documentos que o acompanham, descrevendo os procedimentos e prazos necessários à regularização do voto a distância.

O parágrafo único do art. 21-U da Instrução CVM nº 481/2009 expressa que o acionista pode retificar ou reenviar o BVD ou os documentos que o acompanham, observado o prazo previsto no art. 21-B.

---

reapresentação no boletim de voto a distância pela companhia para a inclusão de candidatos (de até 15 dias para 20 dias antes da assembleia); *(ii)* a previsão de divulgação de mapa final de votação detalhado, em até 7 (sete) dias após a realização da Assembleia Geral; e *(iii)* a previsão de que a companhia, em situações excepcionais, poderá reapresentar o boletim para correção de erro relevante que prejudique a compreensão da matéria a ser deliberada pelo acionista. Todas essas alterações foram mais aprofundadas na Seção 3.4.1.2.

3.4.1.2.7 Cômputo dos Votos na Assembleia Geral

O art. 21-V da Instrução CVM nº 481/2009 expressamente determina que serão considerados presentes na Assembleia Geral, para todos os fins e efeitos da LSA, o acionista: *(i)* que a ela compareça fisicamente ou que nela se faça representar; *(ii)* cujo BVD tenha sido considerado válido pela companhia; ou *(iii)* que tenha registrado sua presença no sistema eletrônico de participação a distância disponibilizado pela companhia nos termos do art. 21-C, § 2°, inciso II, da Instrução CVM nº 481/2009.

A fim de suprir requisito formal, o parágrafo único art. 21-V da Instrução CVM nº 481/2009 ainda prevê que os acionistas que tenham enviado BVD e aqueles que tenham registrado sua presença no sistema eletrônico de participação a distância devem ser considerados assinantes da ata da Assembleia Geral.

O art. 21-W da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que a companhia deve computar votos, conforme: *(i)* mapa analítico das instruções de voto dos acionistas fornecido pelo escriturador; *(ii)* mapa analítico de votação elaborado por ela com base nos boletins de voto a distância que receber diretamente dos acionistas; e *(iii)* manifestações de voto apresentadas pelos acionistas presentes fisicamente na Assembleia Geral.

O §1° do art. 21-W da Instrução CVM nº 481/2009 determina que a instrução de voto proveniente de determinado número de inscrição no CPF ou no CNPJ deve ser atribuída a todas as ações detidas por aquele CPF ou CNPJ, de acordo com as posições acionárias fornecidas pelo escriturador.

O §2° do art. 21-W da Instrução CVM nº 481/2009 determina que caso haja divergências entre o BVD recebido diretamente pela companhia e a instrução de voto contida no mapa de votação proveniente do escriturador para um mesmo número de inscrição no CPF ou no CNPJ, a instrução de voto proveniente do escriturador deve prevalecer.

Diante desses dois dispositivos, torna-se inviável, aos acionistas que utilizam o BVD, a realização do *split vote*[295], tendo em vista que votos diferentes emitidos pelo mesmo

[295] Essa prática já foi objeto de análise na nota de rodapé nº 292.

acionista, seja pessoa física, seja pessoa jurídica, serão desconsiderados, prevalecendo o voto proveniente do escriturador. Isso revela mais uma diferença entre a participação presencial na Assembleia Geral e a participação por meio do BVD.

O §3° do art. 21-W da Instrução CVM nº 481/2009 determina que, na véspera da data de realização da Assembleia Geral, a companhia deve divulgar, por meio de sistema eletrônico na página da CVM e na página da própria companhia na *internet*, mapa de votação sintético consolidando os votos proferidos a distância, conforme indicado nos mapas dos incisos I e II do *caput*, de acordo com as posições acionárias fornecidas pelo escriturador.

O §4° do art. 21-W da Instrução CVM nº 481/2009 determina que o presidente da mesa, no início da Assembleia Geral, deverá ler o mapa de votação consolidado a que se refere o § 3° e disponibilizá-lo para consulta dos acionistas presentes na Assembleia Geral.

A mesa da Assembleia Geral deve desconsiderar a instrução de voto a distância de:

(i) acionistas ou representantes de acionistas que, comparecendo fisicamente à Assembleia Geral, solicitem exercer o voto presencialmente;

(ii) acionistas que tenham optado por votar por meio de sistema eletrônico na forma do art. 21-C, § 2°, inciso II; e

(iii) acionistas que não sejam elegíveis para votar na Assembleia Geral ou na respectiva deliberação.

Dessa forma, o §5° do art. 21-W da Instrução CVM nº 481/2009 deixa claro que – mesmo que tenha enviado o BVD – o acionista poderá comparecer à Assembleia Geral presencialmente, seja diretamente e/ou por meio de procurador, podendo, ainda, proferir voto em sentido diverso daquele apresentado no BVD. O voto computado será aquele proferido por último e presencialmente, conforme dito anteriormente.

Outro detalhe importante em relação as instruções de voto que deve ser considerado é a necessidade de observância do comando legal do artigo 118, §8º, da LSA, no sentido de que o presidente da Assembleia Geral não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado.

O voto a distância não pode ser utilizado como mecanismo para burlar a aplicação da instrução de voto decorrente de Acordo de Acionistas, sob pena de ineficácia do voto que

vier a ser assim proferido, com a consequente declaração de ineficácia da deliberação assemblear, caso o voto tenha sido relevante a ponto de contribuir para a formação do quórum de deliberação necessário à aprovação da matéria.

Embora parte da doutrina critique o §8º do artigo 118 da LSA por conferir demasiado poder ao presidente da Assembleia Geral[296], entendemos que o referido dispositivo reforça o dever de os acionistas signatários e a companhia observarem os acordos de acionistas arquivados na sede da companhia, assegurando a execução do acordo no âmbito das deliberações assembleares bem como a sua segurança jurídica[297].

Da mesma forma, a sistemática do voto a distância em nada deve interferir com a dinâmica do artigo 118, §9º, da LSA, no sentido de que o não comparecimento à Assembleia Geral, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas assegurará à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omisso[298]-[299].

O §6º do art. 21-W da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que a companhia deve divulgar, por meio de sistema eletrônico na página da CVM e na página da própria companhia na *internet*:

(i) mapa final de votação sintético, na data da realização da Assembleia Geral, consolidando os votos proferidos a distância e os votos proferidos presencialmente, conforme computados na Assembleia Geral, identificando

---

[296] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles. "Modificações introduzidas na lei de sociedades por ações, quanto à disciplina da administração das companhias" *In*: LOBO, Jorge (coord.). Reforma da Lei das Sociedades Anônimas, pp.423-452. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 427.

[297] EIZIRIK, Nelson. *Interpretação dos §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei das S/A*, *In*: RDM nº 139, 2005, pp. 155-176. São Paulo: Malheiros, 2005, p. 159.

[298] Há divergências doutrinárias sobre a natureza jurídica do direito conferido pelo §9º do artigo 118 aos acionistas signatários presentes. Há aqueles que entendem que se trata de um direito de autotutela (*e.g.*, CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. A nova Lei das S/A. São Paulo: Saraiva, 2002, pp. 225-226) e outros que sustentam que se trata de um mandato legal (*e.g.*, ARAGÃO, Paulo Cezar. "A disciplina do acordo de acionistas", *In:* LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, pp. 367-384. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 373-374), bem como aqueles que entendem que o referido dispositivo seria inconstitucional (BERTOLDI, Marcelo M. *Acordo de Acionistas na reforma da lei das Sociedades por Ações*. São Paulo: RT, 2006, pp. 122-124).

[299] O próprio art. 21-W da Instrução CVM nº 481/2009 traz a regra de como lidar com os votos proferidos em duplicidade, seja (i) em relação ao voto a distância pelo BVD e o voto proferido presencialmente; ou (ii) em relação à duplicidade relativa ao voto proferido por meio de sistema eletrônico na forma do art. 21-C, § 2°, inciso II e o voto proferido a distância.

quantas aprovações, rejeições ou abstenções recebeu cada matéria e quantos votos recebeu cada candidato ou chapa; e

(ii) mapa final de votação detalhado, em até 7 (sete) dias úteis após a data da realização da assembleia, consolidando os votos proferidos a distância e os votos proferidos presencialmente, conforme computados na Assembleia Geral, contendo os 5 (cinco) primeiros números da inscrição do acionista no CPF ou no CNPJ, o voto por ele proferido em relação a cada matéria, e a informação sobre a posição acionária[300].

Nos termos do art. 21-X, da Instrução CVM nº 481/2009, sem prejuízo do disposto no art. 132 da LSA, caso a data de realização de uma Assembleia Geral já convocada seja adiada justificadamente pela companhia, ou a Assembleia Geral seja realizada em segunda convocação:

(i) as instruções de voto recebidas por meio do respectivo BVD devem ser consideradas normalmente, desde que tal adiamento não ultrapasse 30 (trinta) dias da data em que originalmente se realizaria a Assembleia Geral e o conteúdo do BVD não tenha sido alterado; ou

(ii) a companhia deve reiniciar o processo de entrega do BVD e coleta de instruções de voto, caso tal adiamento ultrapasse 30 (trinta) dias da data em que originalmente se realizaria a Assembleia Geral ou caso o conteúdo do BVD tenha sido alterado.

Entretanto, a Instrução CVM nº 481/2009 deixou de regular o tratamento dos BVDs emitidos nos casos em que a Assembleia Geral for suspensa, ou adiada, porém sem justificativa.

Conforme disposto no artigo 21-X da Instrução CVM nº 481/2009, o BVD deve ser aproveitado em sua maior extensão possível. Por essa razão, entendemos que ele deve ser reaproveitado tão logo retomada a Assembleia Geral que houver sido suspensa ou adiada, observando o prazo disposto no inciso I do referido dispositivo, aplicável nos casos de adiamento da Assembleia Geral.

---

[300] A obrigação de divulgar o mapa final de votação detalhado adveio da alteração da Instrução CVM nº 481/2009 pela Instrução CVM nº 594/2017 e teve como objetivo permitir que o acionista que tenha votado a distância e não tenha comparecido à Assembleia Geral verifique se o seu voto foi devidamente computado ou não.

Tendo em vista que a obrigatoriedade do voto a distância se iniciou apenas em 2018, nenhum desses casos foi levado à análise do Colegiado da CVM até o presente momento. Entretanto, entendemos que, em ambos os casos, os BVDs recebidos deverão ser respeitados normalmente tal como se a assembleia sequer houvesse sido suspensa, desde que não tenha ocorrido qualquer alteração na ordem do dia que pudesse implicar na alteração do BVD.

O parágrafo único do art. 21-X da Instrução CVM nº 481/2009 estabelece que tal regra também se aplica na hipótese de segunda convocação de Assembleia Geral.

3.4.1.2.8 Cronograma da Votação a Distância

Tendo em vista as importantes mudanças havidas, faz-se conveniente a exposição não textual dos novos prazos aplicáveis aos ritos e procedimentos assembleares, no que tange aos casos em que se aplica o voto e participação a distância.

O cronograma abaixo ilustra as principais providências a serem adotadas em tal contexto, com a correlação de sua respectiva previsão legal e/ou regulatória.

Prazo	Providência	Instrução CVM nº 481/2009
D-45	Prazo para sugestão de deliberações a serem realizadas em AGO por acionistas.	Artigo 21-L, inciso II
D-30	Disponibilização do BVD e demais documentos pela companhia.	Artigo 21-A, §1º
D-25	Prazo de solicitação de inclusão de candidatos aos cargos do Conselho da Administração ou do Conselho Fiscal da companhia no BVD.	Artigo 21-L, §1º, inciso I, alíneas *a* e *b*

D-20	Reapresentação do BVD com inclusões de propostas, ou candidatos.	Artigo 21-A, §§3º e 6º
D-7	Fim do prazo para recebimento do BVD pela companhia, agente escriturador ou, conforme o caso, agente custodiante. A companhia deverá confirmar o recebimento dos BVD que tiver recebido diretamente em até 3 dias do recebimento.	Artigo 21-B e Artigo 21-U
D-6	Custodiante enviará mapa de votação ao depositário central.	Artigo 21-R
D-5	Depositário central enviará o mapa analítico[301] ao escriturador; e a lista de instruções de voto rejeitadas ao custodiante.	Artigo 21-S, inciso II
D-48hs	Escriturador consolidará mapas analítico e sintético[302] de votação e enviará à companhia. A companhia divulgará o mapa sintético enviado pelo escriturador.	Artigo 21-T, inciso II

[301] Conforme o art. 21-R, da Instrução CVM nº 481/2009, deverá constar, no mapa analítico: os votos de cada acionista compilados, e identificados por meio do número da inscrição do acionista no Cadastro de Pessoas Físicas ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas.

[302] Conforme o art. 21-T, inciso II, *b*, deverá constar, no mapa sintético, as aprovações, rejeições ou abstenções que cada uma das deliberações recebeu, e quantos votos recebeu cada candidato ou chapa.

D-1	A companhia divulgará o mapa sintético dos votos proferidos a distância.	Artigo 21-W, §6º, inciso I
D0	Realização da Assembleia Geral. Acionista que tenha sugerido deliberação ou candidato ainda poderá revogá-la. Divulgação da ata da Assembleia e do mapa final de votação sintético consolidado pela companhia.	Artigo 21-O
D+7	A companhia divulgará o mapa final de votação analítico.	Artigo 21-W, §6º, inciso II

3.4.1.2.9 A Realidade Brasileira

Até onde se tem notícia, as Assembleias Virtuais não são uma realidade no Brasil e, de certa forma, seriam uma solução para atendimento de uma demanda que sequer existe entre nós.

As Assembleias Virtuais são especialmente interessantes como solução de problemas e características atinentes às companhias com dispersão acionária. Entretanto, ao contrário do que ocorre por exemplo nos EUA e na Inglaterra, o Brasil, por razões econômicas e em decorrência de seu processo evolutivo tardio, é reconhecidamente um país de extrema

concentração acionária[303-304]. Os últimos anos vêm demonstrando crescimento do mercado de capitais brasileiro e evidenciando que, em futuro próximo, algumas destas reflexões podem vir a ser relativizadas, pois o número de companhias abertas brasileiras organizadas com dispersão acionária vem aumentando.

As Assembleias com Votação e Participação Remota *(Remote Shareholder Participation)* já são realidade concreta entre nós, que se exterioriza por meio dos pedidos públicos de procuração e do sistema de voto e participação a distância.

A própria legislação societária foi modificada para refletir o novo cenário, conforme parágrafo único do artigo 121 da LSA e parágrafo único do artigo 127 da LSA, introduzidos pela Lei nº 12.431/201[305].

A adoção dos pedidos públicos de procuração vem se ampliando e, desde 1º de janeiro de 2018, a questão do voto a distância se tornou obrigatória a todas as companhias abertas brasileiras, por força das mudanças promovidas pela Lei nº 12.431/2011 na LSA e das modificações na Instrução CVM nº 481/2009.

Estamos examinando padrões evolutivos do passado, para o presente e, na medida do possível, perspectivas do futuro em relação à adoção de tecnologias nas Assembleias Gerais de sociedades anônimas.

---

[303] Conforme preleciona Eduardo Secchi Munhoz, referindo-se a trabalhos que comparam os sistemas de controle no mundo, a estrutura de controle diluído é dominante apenas nos EUA e no Reino Unido (MUNHOZ, Eduardo Secchi. "Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado". *In:* CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, pp. 119-155, 2009, p. 127).

[304] Em 2011, estudos empíricos revelavam que as companhias abertas brasileiras eram caracterizadas pela concentração acionária. Exemplificativamente, referir-se à pesquisa de: *(i)* VALADARES, Silvia Mourthé; e LEAL, Ricardo Pereira Câmara. *Ownership and Control Structure of Brazilian Companies*. 2000. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=213409>. Acesso em 05.11.2019. A partir da análise dos IANs de 325 companhias abertas brasileiras, referentes ao exercício social de 1996, constatou que 62,5% das companhias analisadas possuíam um acionista detentor de 74% do capital social votante da companhia. Outras constatações de tal pesquisa também revelam o perfil de concentração acionária característico das companhias abertas brasileiras; e *(ii)* GORGA, Erica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. *3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers*. Abr. 2008. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1121037>. Acesso em 05.11.2019, que em atualizada pesquisa constata que as características de concentração acionária se mantêm, mas as novas companhias abertas ingressantes no segmento especial do Novo Mercado da B3, cada vez mais frequentemente, adotam estruturas de dispersão acionária.

[305] Como já se disse, a matéria foi regulamentada pela CVM, por meio das Instruções CVM nº 552/2014, 561/2015, 565/2015, 567/2015 e 594/2017, que modificaram e aprimoraram a Instrução CVM nº 481/2009, a fim de adequar e introduzir no Brasil as regras de pedidos públicos de procuração, de participação e votação a distância em Assembleias Gerais.

3.4.1.2.9.1 Pesquisa Empírica da B3

As novidades trazidas pela Instrução CVM nº 561/2015, que alterou as Instruções CVM nº 480/2009 e 481/2009 tornaram-se, gradativamente, obrigatórias para todas as companhias abertas brasileiras[306].

Em 2016, a adoção foi voluntária, sendo que em 2017, os procedimentos de voto a distância se tornaram obrigatórios apenas para as companhias abertas cujas ações integravam os índices do IBrX-100 ou do IBOVESPA. Apenas a partir de 2018 a adoção se tornou obrigatória para todas as companhias abertas na Categoria A da CVM, com ações em circulação e autorizadas a negociar em bolsa de valores.

A Central de Inteligência Corporativa (CICORP) da B3 promoveu estudo empírico contabilizando números decorrentes da experiência observada no Brasil, nos anos de 2017, 2018 e 2019, em relação à aplicação prática do sistema de voto e participação a distância nas Assembleias Gerais de companhias abertas no Brasil.

Basicamente, o estudo contabilizava números de companhias abertas que adotaram o sistema de voto e participação a distância, com a análise de quantos foram os números de votos e participantes que utilizaram este sistema, detalhando o perfil de tais acionistas (nacionais ou estrangeiros, controladores ou minoritários), que se utilizaram da plataforma remota. Adicionalmente, o estudo contabilizou como foi realizado o envio dos BVDs, se diretamente pelos acionistas e/ou valendo-se de prestadores de serviços, com o detalhamento de quantos dos votos a distância foram recebidos por custodiantes. Por fim, verificou-se

[306] Inicialmente, a Instrução CVM 561/2015 previa a obrigatoriedade da adoção de procedimentos de voto a distância a partir de 2016 para as companhias que estivessem uma espécie ou classe de ação no IBOVESPA ou IBrX 100, e a partir de 2017 para as companhias registradas na Categoria A. No entanto, a Instrução CVM nº 570/2015 alterar o art. 11 da Instrução CVM 561/2015 para tornar facultativa a implementação dos sistemas de voto a distância em 2016 e obrigatório *(i)* para as companhias que estivessem uma espécie ou classe de ação no IBOVESPA ou IBrX 100 a partir de 2017 e *(ii)* para as companhias registradas na Categoria A a partir de 2018. Conforme a Deliberação CVM 741/2015, a partir de reuniões com as companhias e com os prestadores de serviço de coleta e transmissão de instruções de voto a distância (custodiantes, depositário central e escrituradores), observou-se que as instituições financeiras prestadoras de serviço de escrituração não conseguiriam promover a adaptação dos seus sistemas para implementação do voto a distância (coleta e transmissão de instruções de voto a distância), tendo sido dispensados da prestação desses serviços no exercício de 2016.

também qual foi a influência do voto a distância em relação a algumas matérias importantes submetidas à Assembleia Geral, como *(i)* remuneração dos administradores, *(ii)* eleição de Conselho de Administração, *(iii)* pedidos de voto múltiplo e eleição em separado; e *(iv)* instalação do Conselho Fiscal.

Observou-se que, no ano de 2016, quando as regras eram de adoção totalmente voluntária, apenas 5 (cinco) companhias abertas brasileiras disponibilizaram ferramentas para voto a distância em suas Assembleias Gerais[307]. O pioneirismo na adoção voluntária do voto e participação a distância é atribuído à Sinqia S.A. (atual denominação da Sênior Solution S.A.), companhia aberta que optou por fazê-lo na Assembleia Geral Ordinária realizada em 24 de abril de 2016[308].

No ano de 2017, quando a obrigatoriedade passou a ser aplicável às companhias abertas do IBrX-100 ou do IBOVESPA, 93 (noventa e três)[309] companhias abertas foram obrigadas a adotar os procedimentos de voto a distância. Nessas companhias, 88% (oitenta e oito por cento) receberam BVDs, 50% (cinquenta por cento) receberam mais do que 100 (cem) BVDs e 40% (quarenta por cento) dos votos de acionistas se deram por meio do BVD[310].No ano de 2018, a expectativa era de que 437 (quatrocentas e trinta e sete)[311] companhias abertas

---

[307] Anima Holdings S.A.; B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão; Jereissati Participações S.A.; Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.; e Sinqia S.A., conforme dados disponíveis no site da CVM: <http://sistemas.cvm.gov.br>. Acesso 05.11.2019.

[308] À época, o Diretor de Relações com Investidores da companhia expôs que a decisão de adotar voluntariamente tal sistema buscava conquistar mais investidores, sendo a possibilidade de votação e participação a distância um potencial atrativo desta companhia aberta, que deseja ser reconhecida como moderna e aderente às regras mais rígidas de prestígio aos direitos das minorias acionárias. Conforme TOKOI, Yuki. "Cinco Empresas Inauguram Sistema de Voto a Distância" Capital Aberto, 22.01.2016. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/relacoes-com-investidores/cinco-empresas-inauguram-sistema-de-voto-a-distancia/>. Acesso em: 29.06.2019.

[309] Conforme dados disponibilizados pela B3 em apresentação realizada em março de 2018. Disponível em: <http://www.ibri.com.br/Upload/Arquivos/eventos/2018/Apresentacoes_Workshop_Assembleia_de_Acionistas/download/B3.pdf>. Acesso em 05.11.2019.

[310] Ao final da temporada de AGOs de 2017, iniciaram-se diversas ponderações sobre as impressões iniciais da adoção das regras do voto a distância. Neste sentido, ver: CARRANÇA, Thais e SCHINCARIOL, Juliana. "Voto a distância em assembleias gera dúvidas e críticas de investidor", artigo publicado em 19/06/2017 no jornal Valor Econômico. Disponível em: https://valor.globo.com/wall-concurrence/?next=https%3A%2F%2Fvalor.globo.com%2Ffinancas%2Fnoticia%2F2017%2F06%2F19%2Fvoto-a-distancia-em-assembleias-gera-duvidas-e-criticas-de-investidor.ghtml&group=desktop. Acesso em 05.11.2019.

[311] Conforme dados disponibilizados nos Formulários Cadastrais das companhias abertas registradas na CVM, divulgados durante todo o ano de 2018. Disponível em: http://sistemas.cvm.gov.br. Acesso em 05.11.2019.

fossem obrigadas a adotar tais procedimentos, sendo que, na prática, o uso efetivo dos sistemas de voto a distância ocorreu em 298 (duzentas e noventa e oito) companhias[312].

De acordo com dados de pesquisa empírica elaborada pela B3[313], no ano de 2019, o número de companhias abertas potencialmente sujeitas ao sistema de voto a distância era de 315 (trezentas e quinze), sendo que, na prática, 300 (trezentas) companhias abertas cadastraram seu respectivo BVD na Central de Inteligência Corporativa (CICORP), que é o sistema disponibilizado pela B3 para essa finalidade.

Das 300 (trezentas) companhias que disponibilizaram o BVD, em 185 (cento e oitenta e cinco) delas o mecanismo do voto a distância foi utilizado, número que corresponde a 62% (sessenta e dois por cento) do total de companhias que disponibilizaram tal instrumento.

Ainda no exercício social de 2019, 2.755 (dois mil setecentos e cinquenta e cinco)[314] investidores submeteram BVDs. Desse número, 98,59% (noventa e oito vírgula cinquenta e nove por cento) eram investidores estrangeiros[315], 1,39% (um vírgula trinta e nove por cento) eram investidores institucionais e 0,03% (zero vírgula zero três por cento) eram investidores pessoas físicas.

3.4.1.2.9.2 Constatações resultantes da Pesquisa Empírica da B3

Com base nos resultados observados na pesquisa empírica conduzida pela Central de Inteligência Corporativa (CICORP) da B3 em relação à aplicação prática do sistema de voto e participação a distância nas Assembleias Gerais no Brasil, em 2017, 2018 e 2019, é possível estabelecermos algumas conclusões iniciais.

---

[312] Conforme dados disponibilizados pela B3 em apresentação realizada em março de 2019 e reportada pelo Jornal Valor Econômico em 02.07.2019. Disponível em: <https://glo.bo/2WDi1ag>. Acesso em 05.11.2019.
[313] Conforme dados disponibilizados pela B3 em apresentação realizada em março de 2019 e reportada pelo Jornal Valor Econômico em 02.07.2019. Disponível em: <https://glo.bo/2WDi1ag>. Acesso em 05.11.2019.
[314] Conforme os dados sobre o número de companhias com registro ativo na CVM, disponíveis no site da B3 em <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em 05.11.2019.
[315] A enorme representatividade dos acionistas estrangeiros dentre os usuários dos BVDs é impressionante a ponto de também ter sido destacada no Processo Administrativo CVM SEI nº 19957.004385/2019-21. Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 05.11.2019.

A adoção da votação e participação a distância se comprovou como capaz de aumentar o número de acionistas participantes e votantes em Assembleia Geral.

O resultado da análise empírica conduzida pela B3 confirma no Brasil, assim como já havia sido confirmado em outros países da Europa[316], que o sistema de voto e participação a distância realmente é apto a aumentar a representatividade e o número de acionistas participando das Assembleias Gerais.

A análise dos dados evolutivos de 2017 e 2018, especialmente quando comparados à amostragem referente ao período anterior à introdução das regras de votação e participação a distância, confirma o aumento do número de acionistas participando e votando nas Assembleias Gerais. Neste ponto, cabe novamente uma reflexão já realizada em outros pontos deste estudo de que a ferramenta aumenta a quantidade de votantes, mas não tem melhorado a qualidade do voto exercido.

Evolutivamente, quando analisados os números de 2018 comparativamente aos de 2019, houve certa estabilização no número de companhias que adotaram tal instrumento. Conclusão semelhante alcança-se em relação à análise da quantidade de investidores que utilizaram o BVD.

Outra conclusão interessante decorrente da análise empírica dos dados extraídos da pesquisa quantitativa empreendida pela B3, é no sentido de que esse instrumento tem sido utilizado principalmente por investidores estrangeiros, que deixaram de arcar com os custos e burocracias relacionados à emissão de procurações e passaram a adotar o BVD[317-318].

---

[316] "*(...) remote voting has proven to be the most way of voicing the shareholders opinion on an AGM agenda item. (...) it significantly increased shareholder participation in the last years as physical appearance at AGMs is not required anymore, thus reducing costs of shareholders*" (LAFARRE, Anne; VAN DER ELST, Christoph. *Blockchain Technology for Corporate Governance and Shareholder Activism*. European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper nº 390/2018, Tilburg Law School Research Paper nº 2018-7, Março de 2018. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3135209> p. 14. Acesso em 05.11.2019).

[317] Em termos comparativos, dos 2.755 (dois ml setecentos e cinquenta e cinco) investidores que enviaram boletim de voto a distância, apenas 383 (trezentos e oitenta e três) deles eram domiciliados no Brasil.

[318] O Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho, em seu voto no julgamento do Processo Administrativo nº 19957.004385/2019-21, reconheceu que, de fato, os maiores usuários do mecanismo do voto a distância são os investidores estrangeiros, mas espera-se que a CVM também incentive os acionistas residentes a utilizarem. Nos termos do Diretor: "*Já não bastasse para justificar os esforços despendidos no aprimoramento deste instrumento a sua relevância para os investidores estrangeiros, comprovadamente os principais usuários do BVD, aproveito, ainda, para registrar a minha expectativa de que discussões regulatórias fuuras busquem incentivar a adoção do*

Ocorre que, por conta da recente aplicação prática dessa nova metodologia, a amostragem de evidências empíricas ainda é muito pequena e são poucas as manifestações doutrinárias até aqui[319]. Não houve tempo suficiente para uma análise mais detalhada e com uma amostragem mais abrangente para uma medição evolutiva de causa e efeito em relação à sistemática do voto e participação a distância. Portanto, é difícil estabelecer conclusões sobre o que, de fato, vai acontecer.

A experiência inicial vem demonstrando que alguns dos principais problemas relacionados ao atual sistema de voto e participação a distância são ineficiências relacionadas à necessidade de intermediários (*i.e.*, depositários centrais, escrituradores e custodiantes) nos procedimentos de voto e participação a distância[320].

Sendo assim, as experiências iniciais vêm revelando entre nós o mesmo problema, que, em anos e aplicações anteriores, já havia sido constatado na Europa ao adotar o sistema de voto a distância por ocasião da implementação das recomendações oriundas da Diretiva UE nº 2007/36/CE[321].

Adicionalmente, ainda há certa desconfiança em relação à lisura e transparência dos procedimentos de contabilização de votos e fluxo de informações.[322]

---

procedimento de votação a distância por acionistas residentes, haja vista o movimento recente de tais investidores, impulsionado pelo cenário econômico, no sentido da aquisição de participações em companhias abertas". CVM. Processo Administrativo nº 19957.004385/2019-21. Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 05.11.2019.

[319] A "*escassez de manifestações*" sobre o tema do voto e participação a distância foi também apontada como elemento de especial atenção na Manifestação de Voto do Diretor Gustavo Gonzalez no Processo Administrativo nº 19957.004385/2019-21. Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 05.11.2019.

[320] Como exemplo, cite-se o reduzido número de custodiantes e escriturados no mercado brasileiro, gerando um certo nível de concentração de atividades em determinados agentes financeiros, o que implicaria na ineficiência da prestação do serviço.

[321] "*(...) especially in the context of cross-border and electronic voting, there is high uncertainty that information, including the record of shareholder votes, is correctly channeled between ultimate shareholders and companies*." (LAFARRE, Anne; VAN DER ELST, Christoph. *Blockchain Technology for Corporate Governance and Shareholder Activism*. European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper nº 390/2018, Tilburg Law School Research Paper nº 2018-7, Março de 2018. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3135209> p. 14. Acesso em 05.11.2019)

[322] "*Although remote voting is nowadays the mostly used voting tool, it (still) does not offer shareholders (full) transparency and proof on how their vote is actually exercised. (....) This and previous incidents provoke the debate on a correct and transparent procedure of shareholder voting. (...) We explore the opportunity of using blockchain technology and smart contracting to modernize the AGM (...)*" (LAFARRE, Anne; VAN DER ELST, Christoph. *Blockchain Technology for Corporate Governance and Shareholder Activism*. European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper nº 390/2018, Tilburg Law School Research Paper nº 2018-7, Março de 2018. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3135209> p. 14. Acesso em 05.11.2019)

O que se observa é que os agentes de mercado atuantes como intermediários respondem aos seus interesses individuais e não há uma estrutura de incentivos adequada para estimular a atuação dos intermediários em prol do desenvolvimento do mercado como um todo e do fortalecimento dos usos dessa ferramenta.

Consequentemente, a amostragem e os dados empíricos da B3 em relação aos anos de 2017, 2018 e 2019 revelam que há concentração das prerrogativas de intermediação em alguns poucos participantes do mercado. Exemplificativamente, no que tange ao papel de custodiante, os números da pesquisa empírica realizada pela B3 revelam que há no Brasil praticamente apenas 1 (um) único custodiante e poucos escrituradores, que usufrui e dominam o mercado[323].

Seria importante promover o ingresso de novos participantes, da mesma forma como seria importante esclarecer o papel de cada elo da cadeia de intermediários no desenvolvimento da ferramenta do voto e participação a distância para que, dessa forma, ocorra também um aprimoramento nos usos de tal sistema no mercado de capitais do Brasil.

A iniciativa pública (e aqui parece-nos que caberia tal papel especialmente à CVM) deve incentivar outros participantes do mercado a se engajarem nessas atividades e, em paralelo, a iniciativa privada deve acompanhar e cobrar o aprimoramento do desempenho das funções de tais intermediários.

Outras conclusões possíveis indicam que a regulamentação sobre o voto e participação a distância provavelmente ainda será submetida a modificações e aprimoramentos, na medida em que venham a ser realizadas análise de custos e benefícios de potenciais reformas normativas[324]. A este respeito, a própria CVM já começa a ponderar sobre adequações

---

[323] Apesar de não haver, de fato, um monopólio de mercado, há uma enorme concentração de clientes em um único agente custodiante no Brasil.

[324] A este respeito, convém referir-se à opinião exarada pelo Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho no julgamento do Processo Administrativo nº 19957.004385/2019-21, em que o referido Diretor da CVM ponderou sobre algumas circunstâncias a serem consideradas na avaliação da conveniência da reforna normativa, entre as quais: *(i)* a percepção dos acionistas quanto ao nivel de complexidade que a alteração imporá ao procedimento de votação a distância; *(ii)* a recorrência da situação que se propõe contemplar no BVD; e *(iii)* a maior relevância do tema para companhias abertas em controlador definido, nas quais a decisao quanto ao regime de votação a ser observado na eleição majoritária pode de fato impactar na composição final do conselho de administração.

necessárias, que tendem a ser em futuro próximo analisadas pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM da Autarquia[325].

Para além das questões relacionadas aos intermediários e das discussões sobre aprimoramentos a serem realizados na regulamentação sobre voto e participação a distância, os anos iniciais de emprego do voto e participação a distância revelam que há problemas gerais em processos de votação, mesmo quando realizados presencialmente, referentes a inexatidão dos mapas de votação, problemas na contagem dos votos proferidos, e, inclusive, a emissão de votos contraditórios pelo mesmo acionista.

Nesse contexto, alguns desses problemas poderiam ser mitigados com a utilização de novas tecnologias como, por exemplo, o *blockchain*, sobre a qual falaremos em mais detalhes na Seção 4.2 abaixo.

O emprego da *blockchain* provavelmente aumentaria o nível de transparência na participação a distância, possibilitando a verificação, autenticação, identificação dos acionistas presentes simultaneamente ao proferimento de cada um dos votos. Haveria aprimoramento também na contabilização e auditoria em relação aos votos proferidos, com redução da necessidade de envolvimento de intermediários (*i.e.*, depositários centrais, escrituradores e custodiantes) nesta atividade.

[325] Por ocasião do julgamento do Processo Administrativo nº 19957.004385/2019-21. Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 05.11.2019, o Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho recomendou, à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, que avalie as seguintes proposições: *(i)* Alteração do Anexo 21-F da ICVM 481 com o objetivo de dissociar o questionamento da distribuição de votos no procedimento de voto múltiplo dos itens relativos à votação majoritária (itens 12-A a 12-C), propondo a manutenção de um único campo relativo ao voto múltiplo, a contemplar tanto o cenário em que tal procedimento já foi requerido (atualmente descrito no item 12-D) quanto a hipótese de vir a ser adotado posteriormente após solicitação de acionistas titulares de, no mínimo, 10% do capital votante (atualmente refletido em questionamento subsidiário constante dos itens 12-A a 12-C); e *(ii)* Alterações substanciais na estrutura atual do BVD, com (ii.a) a inclusão de questionamento acerca da preferência do acionista para o regime de votação da eleição majoritária (por chapa ou por candidato); (ii.b) ajuste dos itens 12-A a 12-C possibilitando o preenchimento simultâneo pelo acionista dos diferentes regimes de votação (por chapa única, por concorrência entre chapas ou por candidato) com o objetivo de antever os diferentes cenários que poderiam advir da opção pelo regime de votação e assegurar o aproveitamento do voto dos acionistas.

3.4.2 Pedidos Públicos de Procuração

Conforme exposto acima, os pedidos públicos de procuração são provavelmente a principal exteriorização no Brasil de Votação Eletrônica por Representantes *(EPV)*, sendo indiscutível a relevância do seu estudo no contexto deste trabalho. Todavia, como exposto acima, Votação Eletrônica por Representantes *(EPV)* não se limita aos (e não deve se confundir com) pedidos públicos de procuração.

A LSA e a regulação expedida pela CVM não trazem definição expressa do que sejam os pedidos públicos de procuração, prevendo apenas os requisitos para a caracterização da ocorrência deste instituto jurídico por meio do artigo 126, §2º, da LSA e da Instrução CVM nº 481/2009 (artigo 22 e ss.).

O pedido público de procuração é o mecanismo por meio do qual acionistas, administradores e/ou, até mesmo, terceiros não relacionados com a companhia[326], realizam solicitações públicas[327] de procuração para representação de acionistas em Assembleias Gerais de determinada companhia, com poderes específicos para comparecerem e votarem nesses conclaves.

Os pedidos públicos de procuração constituem negócio jurídico típico de representação voluntária, cujo fim específico é a presença e exercício do direito de voto na Assembleia Geral[328].

---

[326] Conforme destaca Evandro Fernandes Pontes, "*O sistema anterior limitava a representação dos acionistas a outros acionistas e não permitia (vedava) a outorga de procuração para membos da 'diretoria, conselho fiscal ou qualquer outro órgão criado pelos estatutos' (incluindo, então o conselho de administração).*" (PONTES, Evandro Fernandes de. "Pedido Público de Procuração (Notas Sobre a Representação em Assembleias Gerais de Companhias Abertas no Brasil)". In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. pp. 327-355. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 329. No entanto, conforme destacado, a Lei nº 6.404/76 assegurou o direito de o acionista ser representado por outro acionista, administrador da sociedade ou advogado, sendo certo que nas companhias abertas o procurador pode ser, ainda, instituição financeira, cabendo ao administrador de fundos de investimento representar os condôminos (art. 126, §1º), bem como ao representante legal de qualquer acionista (art. 126, §4º).

[327] Solicitações públicas podem ser entendidas como aquelas que empregam meios públicos de comunicação (*e.g.*, páginas na internet, televisão, rádio, revistas e jornais) e destinado aos acionistas em geral, ou que empregam meios provados de comunicação (*e.g.*, *e-mail*, carta e fax) e destinado *(i)* a 5 (cinco) ou mais acionistas, se de iniciativa de administradores ou acionistas controladores, ou *(ii)* a 10 (dez) ou mais acionistas, se de iniciativa de demais pessoas.

[328] PONTES, Evandro Fernandes de. "Pedido Público de Procuração (Notas Sobre a Representação em

Conforme ensina Evandro Pontes,

> em um pedido público de procuração nos termos do art. 126 da Lei das S/A o requerente solicita a outorga de poderes: não faz proposta de mandato, não faz proposta para funcionar como representante – o pretendente a procurador quer poderes, qual seja, quer exercer a presença e quer o seu voto. Na base do pedido de procuração estão a presença e o voto. Portanto, pedir procuração é, acima de tudo, pedir voto e pedir presença[329].

3.4.2.1 Origem

A origem e as primeiras utilizações dos pedidos públicos de procuração remontam aos EUA e possuem ligação direta com o modelo de desenvolvimento do mercado de capitais norte-americano.

Embora muitas vezes associados ao ativismo societário de acionistas, de forma geral, os pedidos públicos de procuração foram implementados em diversas legislações visando a enfrentar o fenômeno do absenteísmo dos acionistas[330], orientado pela ideia de democracia moderna (ou pós-moderna)[331].

Os pedidos públicos de procuração surgiram antes de existirem leis que os regulassem, como consequência do cenário de dispersão acionária e poupança popular destinada à aplicação no mercado de capitais, visando à obtenção de retornos típicos de investimentos produtivos em contexto de baixos retornos para investimentos meramente especulativos.

Assembleias Gerais de Companhias Abertas no Brasil)". In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. pp. 327-355. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 335.

[329] PONTES, Evandro Fernandes de. "Pedido Público de Procuração (Notas Sobre a Representação em Assembleias Gerais de Companhias Abertas no Brasil)". In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. pp. 327-355. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 337

[330] Op. Cit, p. 338.

[331] "*Sob o ponto de vista da ética social, o sistema de proxy compõe um dos elementos do conceito complexo de 'democracia moderna' e 'pós-moderna', sobre o qual os Estados unidos clamam ser um dos criadores e um dos principais defensores [PALMITER, Alan R. 2ª ed. Nova York, Aspen, 2002, p. 246: 'The unabashed goal is corporate democracy']*" (PONTES, Evandro Fernandes de. "Pedido Público de Procuração (Notas Sobre a Representação em Assembleias Gerais de Companhias Abertas no Brasil)". In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. pp. 327-355. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 340).

Por sua vez, a utilização de diversos mecanismos para a participação e exercício do direito de voto a distância nas Assembleias Gerais constitui fenômeno bem mais recente, tendo sido possível com avanços das últimas décadas.

3.4.2.2 *Proxy Fights*

Um instrumento não tão recente de participação de acionistas em Assembleias Gerais é a realização de batalhas por procurações, também conhecida como *proxy fights*. Esse mecanismo é amplamente utilizado nos casos de companhias sem um controlador específico, principalmente como meio de perpetuação dos membros da administração no poder. Fábio Konder Comparato ensina sobre o tema há décadas, sendo estas lições igualmente aplicáveis aos dias atuais[332].

O instrumento dos pedidos públicos de procuração foi largamente utilizado nos Estados Unidos no desenvolvimento de seu mercado de valores mobiliários[333], de modo que se tornou cada vez mais complexo, atingindo o modelo de *proxy machinery*[334]. Este mecanismo era uma das principais estratégias dos administradores em companhias abertas nos Estados Unidos, principalmente porque tais companhias eram caracterizadas pela dispersão acionária[335], o que possibilitava o surgimento do controle gerencial[336].

---

[332] COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p 198.

[333] Diferentemente do mercado de valores mobiliários brasileiro, nos EUA há uma grande quantidade de companhias abertas com dispersão acionária. Nos termos de Erik Oioli: "A visão da suposta supremacia do modelo de dispersão acionária em grande parte explica-se pela grande influência que a obra de Berle e Means exerceu no pensamento norte-americano por mais de meio século. Contudo, reconhece-se hoje que se trata de um fenômeno cuja preponderância é restrita aos EUA e Reino Unido. No restante do mundo prevalece o modelo de concentração acionária, como é o caso do Brasil" (OIOLI, Erik Frederico. *Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014, p. 66).

[334] COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 197-198.

[335] Conforme estudo elaborado por LARNER, R. J. "Ownership and Control in the 200 Largest Non-financial Corporation, 1929 and 1963", *The American Economic Review*, vol. LVI, nº 4, 1ª parte (setembro de 1966), pp. 781 e ss.

[336] Conforme afirma Rodrigo Rocha Monteiro de Castro, o controle gerencial pressupõe a dispersão acionária, sendo caracterizado "*fundamentalmente pela ausência de acionista – ou grupo de acionistas – que detenha direitos de sócio que lhe permitam prevalecer em conclaves sociais (inclusive elegendo administradores) e, daí, influenciar as decisões empresariais. Inexistindo acionista controlador, os administradores, em função de suas posições,*

O próprio, à época, Ministério da Fazenda, na Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, referente à LSA, afirma em visão vanguardista e acertada que o artigo 126, §2º, da referida lei foi elaborado considerando a necessidade de regulação dessa prática, que eventualmente seria adotada no mercado de capitais brasileiro. Nos termos da Exposição de Motivos:

> 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[337].

Além de ser considerada uma estratégia de manutenção de poder, por parte dos administradores de companhias abertas com alto grau de dispersão acionária, as *proxy fights* também podem ser utilizadas como forma de resistência a tentativas de tomada de controle.

Esse era o método tradicionalmente adotado nos EUA em casos de ofertas públicas hostis. Entretanto, essa prática era amplamente criticada, diante da necessária observância de diversas normas previstas na *Securities and Exchange Act* de 1934[338] referentes ao procedimento de *proxy fights* e, também, do alto grau de imprevisibilidade envolvido[339].

---

apresentam-se como candidatos a procuradores de acionistas, influenciando-lhes a vontade. Em outras palavras, diante da situação marcada pela ausência de acionista controlador majoritário ou minoritário, os administradores deparam-se com situação que lhes possibilita controlar as decisões empresariais" (CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. *Controle Gerencial*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 124-125). Erik Oioli, por sua vez, faz o caminho lógico contrário, ao afirmar que o controle gerencial seria uma das formas para atestar se uma companhia possuiria dispersão acionária ou não. Nos termos do autor: "*Quanto maior a dispersão do capital, maior a separação entre propriedade e controle. É a partir da configuração do poder de controle que se pretende definir o que seja uma companhia de capital disperso. Assim, serão sempre consideradas companhias com capital disperso aquelas cujo controle interno seja diluído ou gerencial*" (OIOLI, Erik Frederico. *Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014, p. 80).

[337] Para ter acesso ao inteiro teor da Exposição de Motivos nº 196 de 24 de junho de 1976: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>. Acesso em 05.11.2019.

[338] CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston/Toronto. Little: Brown and Company, 1986, p. 546.

[339] NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. 2ª ed.. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 97-98.

3.4.2.3 Art. 126, §2º, da LSA

De acordo com o *caput* do art. 126 da LSA, as pessoas presentes à Assembleia Geral deverão provar a qualidade de acionista.

Qualquer acionista pode ser representado em Assembleia Geral por procurador constituído há menos de 1 (um) ano, que seja acionista, administrador da sociedade ou advogado, sendo certo que nas companhias abertas o procurador pode ser, ainda, instituição financeira, cabendo ao administrador de fundos de investimento representar os condôminos (art. 126, §1º, LSA), bem como ao representante legal de qualquer acionista representá-los (art. 126, §4º, LSA).

O Colegiado da CVM, no Processo Administrativo nº RJ 2014/3578, entendeu que os acionistas que são pessoas jurídicas podem ser representados nas Assembleias Gerais por meio de seus representantes legais ou por meio de procuradores validamente constituídos, de modo que não há necessidade do procurador ser acionista, administrador da sociedade ou advogado[340].

Conforme destacado, a caracterização do pedido público de procuração está prevista no artigo 126, §2º, da LSA, *in verbis*:

> 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; e (c) ser dirigido a todos os titulares de ações cujos endereços constem da companhia.

Os pedidos públicos de procuração devem observar os requisitos previstos no artigo 126, §2º, da LSA e, no caso das companhias abertas, também os requisitos previstos no art. 22 da Instrução CVM nº 481/2009, de forma que o pedido que não observar tais requisitos é nulo, na forma do artigo 166, inciso IV, da Lei nº 10.406/02[341].

---

[340] Nesse sentido, ver: CVM. Processo Administrativo nº RJ2014/3578. Rel. DAN, j. 04.11.2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20141104_R1.html>. Acesso em 05.11.2019.

[341] PONTES, Evandro Fernandes de. "Pedido Público de Procuração (Notas Sobre a Representação em Assembleias Gerais de Companhias Abertas no Brasil)". In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de*

Evandro Pontes aduz que:

> o pedido de procuração por correspondência ou anúncio público que não observe os deveres previstos no art. 126, §2º, deve ser considerado um pedido ilícito ou contrário aos requisitos exigidos por lei, passível de invalidade na forma do art. 166, IV, do Código Civil[342].

De modo a operacionalizar o exercício dos direitos relativos à formulação dos pedidos públicos de procuração, o artigo 126, §3º, da LSA prevê que acionistas titulares de, no mínimo, 0,5% (meio por cento) do capital social da companhia podem solicitar a relação de endereços dos acionistas, para os fins e efeitos do artigo 126, §1º, da LSA. O artigo 30 da Instrução CVM nº 481/2009 estabelece que os pedidos de relação de endereços de acionistas fundados no artigo 126, §3º, da LSA, devem ser atendidos pela companhia dentro de, no máximo, 3 (três) dias úteis[343].

3.4.2.4 Instrução CVM nº 481/2009

A Instrução CVM nº 481/2009 regula entre os artigos 22 a 32 os pedidos públicos de procuração, dando maior amplitude à previsão legal constante do artigo 126, §2º, da LSA.

Em sua origem, a necessidade da regulamentação da matéria se justificava, nos dizeres da CVM, *"em razão do número de companhias abertas que passaram a ter seu capital disperso"*, sendo que a regulamentação do tema havia se tornado *"necessária para permitir uma organização mais eficiente dos acionistas das grandes sociedades anônimas"*[344].

Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. pp. 327-355. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 327.

[342] PONTES, Evandro Fernandes de. "Pedido Público de Procuração (Notas Sobre a Representação em Assembleias Gerais de Companhias Abertas no Brasil)". In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. pp. 327-355. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, pp. 327-355.)

[343] ROBERT, Bruno. "A Solicitação da Lista de Acionistas (arts. 126, §3º, e 100, §1º): legitimação do pedido e limites da discricionariedade da administração da companhia". In: *RDM*, vol. 161/162, pp. 100-145, jan./ago. 2012.

[344] Comissão de Valores Mobiliários. "CVM divulga Instrução sobre informações e pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto", 17/12/2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2009/20091217-2.html>. Acesso em 05.11.2019.

A fim de estabelecer procedimento a ser seguido com relação ao exercício do direito previsto no art. 126, §3º, da LSA, o §1º do artigo 30 da Instrução CVM nº 481/2009 determina que os pedidos a que se refere o *caput* do artigo 30 da Instrução CVM nº 481/2009 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; e *(iii)* a data da divulgação ao mercado de ato societário que dependa de deliberação assemblear e a data de realização da respectiva Assembleia Geral.

A companhia pode exigir: *(i)* reconhecimento da firma do signatário do pedido; *(ii)* cópia dos documentos que comprovem que o signatário tem poderes para representar o acionista; e *(iii)* conforme o caso, declaração do acionista de que pretende utilizar a lista de endereços de acionistas da companhia para os fins do art. 126, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976 (artigo 30, §2º, da Instrução CVM nº 481/2009).

Entretanto, a regulação da CVM[345] proíbe a companhia de: *(i)* exigir quaisquer outras justificativas para o pedido; *(ii)* cobrar e/ou estabelecer outras formas de fornecimento da relação de acionistas; e/ou *(iii)* condicionar o deferimento do pedido ao cumprimento de formalidades ou à apresentação de quaisquer documentos não previstos no artigo 30, §2º, da Instrução CVM nº 481/2009.

Por fim, a relação de endereços deverá listar todos os acionistas em ordem decrescente, conforme o respectivo número de ações; é desnecessário identificar a participação acionária de cada um, *ex vi* do §4º do mesmo artigo 30.

3.4.2.4.1 Caracterização como Pedido "Público" de Procuração

De acordo com o artigo 22 da Instrução CVM nº 481/2009, 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; *(ii)* os pedidos dirigidos a mais de 5 (cinco) acionistas, quando promovidos, direta ou indiretamente,

[345] Conforme artigo 30, §3º, da Instrução CVM nº 481/2009.

pela administração ou por acionista controlador; e *(iii)* os pedidos dirigidos a mais de 10 (dez) acionistas, quando promovidos por qualquer outra pessoa[346].

Sendo assim, a regulação não define especificamente o que são os pedidos públicos de procuração, mas se preocupa em estabelecer os parâmetros para que determinado esforço de obtenção de mandatos para representação de acionistas em Assembleias Gerais se caracterize como pedido público de procuração.

De todo modo, é possível afirmar que "a coleta de procurações pela *internet* só se encaixa na definição de pedido público de procuração, instrumento regulado pela Instrução 481, se seguir todos os ritos previstos na norma, em especial os do artigo 23. O dispositivo exige uma série de informações do solicitante, entre elas a descrição das matérias que são alvo do pedido e os motivos por trás da solicitação"[347].

3.4.2.4.2 Requisitos do Pedido Público de Procuração

O art. 23 da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que os pedidos públicos deverão ser acompanhados da minuta de procuração e, obrigatoriamente, deverão atender aos requisitos estabelecidos no Anexo 23 da Instrução CVM nº 481/2009.

Sendo assim, os pedidos públicos de procuração deverão informar: *(i)* o nome da companhia relativa à Assembleia Geral na qual se pretende votar utilizando a procuração, que está sendo solicitada; *(ii)* as matérias da ordem do dia da respectiva Assembleia Geral para as quais a procuração está sendo solicitada; *(iii)* as pessoas naturais ou jurídicas que promoveram, organizaram ou custearam o pedido de procuração, ainda que parcialmente; e *(iv)* se qualquer das pessoas à frente do pedido público de procuração tem interesse especial na aprovação das

---

[346] Para uma análise comparativa entre o Pedido Público de Procuração brasileiro e a *proxy solicitation* norte-ameriana, ver: ROBERT, Bruno. "Proxy Solicitation and Shareholder Director Nominations in Brazil: a comparative analysis of Instrução CVM N. 481/2009". In: *RDM*, vol. 155/156, pp. 76-104, ago./dez. 2010.

[347] TOKOI, Yuki. "Procuração de voto: o que configura um pedido público?". Capital Aberto, 11.03.2016. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/legislacao-e-regulamentacao/procuracao-de-voto-o-que-configura-um-pedido-publico/>. Acesso em 05.11.2019.

matérias para as quais a procuração está sendo solicitada, descrevendo detalhadamente a natureza e extensão do interesse em questão.

Além disso, o próprio pedido de procuração deverá *(i)* indicar o custo estimado incorrido e/ou a ser incorrido com a formulação do pedido de procuração (incluindo custos e despesas com assessores legais, publicações, impressão e envio); e *(ii)* informar se (a) a companhia custeou o pedido de procuração; ou (b) se seus autores buscarão ressarcimento de custos junto à companhia.

Por fim, o pedido público de procuração deverá informar: *(i)* o endereço para o qual a procuração deve ser remetida depois de assinada; ou *(ii)* caso a companhia aceite procurações por meio de sistema na rede mundial de computadores, as instruções para a outorga da procuração.

A fim de disponibilizar aos outorgantes das procurações as informações e documentos necessários para que possam fazer a avaliação da melhor forma de se posicionarem em relação às deliberações que serão tomadas e, por meio das quais, se manifestarão por procuração, caso venham a aderir ao pedido público, o § 1º do art. 23 da Instrução CVM nº 481/2009 estabelece que os pedidos públicos de procuração devem ser acompanhados, ainda: *(i)* das informações e documentos previstos nos arts. 8º a 21 dessa Instrução, relativos à matéria para a qual é solicitada a procuração; e *(ii)* de quaisquer outras informações e documentos relevantes para o exercício de direito de voto pelo acionista.

Buscando facilitar o fluxo de informações e documentos, o §2º do art. 23 da Instrução CVM nº 481/2009 permite que os pedidos públicos de procuração se refiram a página da *internet* em que tais dados estarão disponíveis.

O art. 24 da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que as procurações objeto de pedido público devem: *(i)* 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; *(ii)* indicar expressamente como o procurador deve votar em relação a cada uma das propostas ou, se for o caso, se ele deverá se abster em relação a tais propostas; e *(iii)* restringir-se a uma única Assembleia Geral.

3.4.2.4.3 Princípio do Tratamento Igualitário

Em respeito ao princípio do tratamento igualitário esculpido no §1º do artigo 109 da LSA, o artigo 25 da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que os pedidos públicos de procuração devem ser dirigidos a todos os acionistas com direito de voto na Assembleia Geral.

A fim de estabelecer uma regra de presunção de atendimento para essa obrigatoriedade de direcionamento do pedido público de procuração para todos os acionistas, o parágrafo único do mesmo artigo 25 da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que será presumido que o pedido foi direcionado a todos os acionistas:

(i) se o solicitante enviar o pedido por correspondência a todos os acionistas com direito de voto cujos endereços constem da companhia;

(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; ou

(iii) em se tratando de pedido promovido por acionista que não seja controlador nem administrador, se o pedido for feito por publicação em jornal de grande circulação utilizado habitualmente pela companhia[348].

3.4.2.4.4 Divulgação de Documentos e Informações

O artigo 26 da Instrução CVM nº 481/2009 exige que uma cópia de todo o material utilizado em pedidos públicos de procuração seja colocada à disposição dos acionistas, por meio de sistema eletrônico na página da CVM na *internet*, na data de início da realização do pedido.

---

[348] No contexto atual, os meios eletrônicos, como a *internet* e aplicativos, têm sido cada vez mais utilizados como instrumentos de divulgação e propagação de informações. Como resposta a esse movimento, foi editada a Lei nº 13.874/2019, que tem o objetivo de permitir e legitimar a utilização de novas tecnologias no contexto de sociedades. Nesse sentido, entendemos que tal critério deverá ser atualizado, de modo a englobar não apenas as publicações em jornais de grande circulação – método custoso e ultrapassado –, mas também no próprio site da CVM, conforme entendimento da própria autarquia consolidado na Deliberação nº 829, disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0800/Deli829.html. Acesso em 05.11.2019.

Para que a obrigação prevista no *caput* do artigo 26 da Instrução CVM nº 481/2009 possa ser cumprida, o §1º deste mesmo dispositivo estabelece que os pedidos públicos de procuração devem ser encaminhados ao Diretor de Relações com Investidores[349] no dia útil anterior à data de início da realização do pedido.

3.4.2.4.5 Pedido Público de Procuração pela Administração

O artigo 27 da Instrução CVM nº 481/2009 determina que, no caso de pedidos públicos de procuração formulados pela administração da companhia, esta deverá comunicar ao mercado sua intenção de realizar pedido público de procuração com, pelos menos, 10 (dez) dias úteis de antecedência, indicando as matérias paras as quais as procurações serão solicitadas.

Tal exigência fundamenta-se na necessidade de garantir aos acionistas que representem, no mínimo, 0,5% do capital social, a possibilidade de incluírem candidatos nas procurações solicitadas pela administração, caso o pedido público formulado seja referente à eleição de administradores e membros do Conselho Fiscal (cf. §1º do artigo 28 da Instrução CVM nº 481/2009).

Além disso, ao determinar um prazo para comunicação acerca da realização de pedido público de procuração, a CVM buscou garantir aos acionistas em geral a possibilidade de se organizarem para serem devidamente representados pelos procuradores indicados pela administração na Assembleia Geral.

O parágrafo único do artigo 27 da Instrução CVM nº 481/2009 prevê que a comunicação prevista no *caput* deverá ser feita por meio de sistema eletrônico na página da CVM na *internet*.

As procurações objeto de pedido público promovido pela administração referentes à eleição de administradores e membros do Conselho Fiscal devem facultar ao acionista votar

[349] O Diretor de Relações com Investidores não é responsável pelas informações contidas em pedidos de procuração que não sejam realizados pela administração, conforme §2º do artigo 26 da Instrução CVM nº 481/2009. Aqui ele não tem sequer função de averiguar a veracidade e completude das informações.

tanto nos candidatos indicados pela administração, quanto em candidatos indicados por acionistas representando, no mínimo, 0,5% (meio por cento) do capital social[350].

O §1º do artigo 28 da Instrução CVM nº 481/2009 estabelece que os acionistas que desejarem incluir candidatos nas procurações solicitadas pela administração devem enviar pedido por escrito à companhia dentro de 5 (cinco) dias úteis contados da realização do comunicado previsto no art. 27 da própria da instrução.

O §2º do artigo 28 da Instrução CVM nº 481/2009 exige que o pedido dos acionistas deve incluir as informações exigidas nos itens 2, 3 e 4 do Anexo 23 desta Instrução e nos itens 12.5 a 12.10 do formulário de referência.

O artigo 29 da Instrução CVM nº 481/2009 prevê expressamente que os pedidos públicos de procuração promovidos pela administração *podem* ser custeados pela companhia. Todavia, entendemos que deve haver razoabilidade na alocação e custeio destes custos pela companhia, a fim de se evitar comportamentos perdulários, em conduta abusiva e desproporcional atrelada a expectativa de que os custos sejam custeados pela companhia[351].

Há dois parâmetros diferentes para o suporte pela companhia dos custos relativos a pedidos públicos de procuração, distinguindo-se aqueles realizados (i) pela administração; daqueles realizados (ii) por acionistas.

Quando o pedido é formulado pela administração da Companhia, a única disposição da Instrução CVM nº 481/2009 é de que a Companhia *poderá* arcar com os custos relativos a tal pedido (cf. artigo 29), sendo que da leitura do Edital da Audiência Pública da referida instrução extraísse que não *há obrigação* para a companhia arcar com tais custos e a expectativa é de que estes custos somente devem ser custeados pela companhia quando os pedidos forem "feitos no interesse de todos os acionistas", hipótese em que "não se pode exigir que os administradores arquem com seus custos."

Sobre esse ponto é interessante notar que o IBGC sugeriu que a Instrução CVM nº 481/2009 determinasse que a companhia *deve* arcar com esses custos, a fim de evitar divisões internas e cerceamento da atuação do conselheiro eventualmente dissidente. Entretanto, tal

[350] Conforme artigo 28 da Instrução CVM nº 481/2009.
[351] Cabe aqui referir-se também ao art. 32, §1º, da Instrução CVM nº 481/2009.

sugestão foi rejeitada pela CVM, que não viu razões para retirar das companhias o poder de decisão sobre essa matéria. A CVM não entendeu 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.".

No caso dos pedidos públicos de procuração realizados por acionistas, o artigo 31 da Instrução CVM nº 481/2009 estabelece distinção do tratamento em relação às companhias que aceitam procurações eletrônicas pela *internet* e aquelas que não permitem.

O artigo 32 prevê que a companhia que não aceita procurações eletrônicas por meio de sistema na rede mundial de computadores, nos termos do art. 31, *deve* ressarcir as despesas incorridas com a realização de pedidos públicos de procuração de acionistas titulares de 0,5% (meio por cento) ou mais do capital social.[352]

Nesse caso, de acordo com o Edital de Audiência Pública da Instrução CVM nº 481/2009:

> o ressarcimento dos custos é justificado pois os pedidos de procuração acabam beneficiando a todos os acionistas, não sendo justo nem eficiente (...) que esses custos sejam suportados individualmente. Por isso, a companhia deve permitir que os acionistas façam pedidos públicos por meio de seu sistema eletrônico ou, caso não deseje fazê-lo, deve arcar com os custos desses pedidos.

3.4.2.4.6 Procurações Eletrônicas

A companhia que aceitar procurações eletrônicas pela *internet* deve permitir, que acionistas titulares de 0,5% (meio por cento) ou mais do capital social incluam pedidos de procuração no sistema, conforme artigo 31 da Instrução CVM nº 481/2009. Nos termos do §1º

[352] Para esse caso, está bem delimitado pelo §1º do artigo 32 da Instrução CVM nº 481/2009 quais são os custos passíveis de serem suportados pela companhia, quais sejam: (i) despesas com a publicação de até 3 (três) anúncios no mesmo jornal em que a companhia publica suas demonstrações financeiras; e (ii) despesas com impressão e envio dos pedidos de procuração aos acionistas da companhia. Nota-se que, embora a companhia esteja obrigada a ressarcir os acionistas neste caso, tal ressarcimento não necessariamente será integral. De acordo com o §2º do artigo 32 da Instrução CVM nº 481/2009, o ressarcimento será obrigatoriamente integral quando: (i) a proposta apoiada pelo acionista seja aprovada; ou (ii) pelo menos um dos candidatos apoiados pelo acionista seja eleito. Em qualquer caso, de acordo com o §3º do artigo 32 da Instrução CVM nº 481/2009, o ressarcimento mínimo deverá ser 50% do valor das despesas incorreidas, podendo a companhia estabelecer percentual superior.

do dispositivo, a companhia deverá providenciar tal inclusão, em no máximo 2 (dois) dias úteis, contados a partir da data do recebimento do pedido realizado pelos acionistas.

Por sua vez e buscando assegurar tratamento equitativo, o §2º do artigo 31 da Instrução CVM nº 481/2009 determina 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 opte por contratar um prestador de serviço que desenvolva sistemas para o recebimento de pedidos de procuração, ele será o responsável pelo cumprimento das normas previstas na Instrução CVM nº 481/2009, no que tange à utilização do pedido público de procuração, conforme o §3° do artigo 31.

Nesse contexto, faz-se relevante a utilização do mecanismo do certificado digital já analisado anteriormente.

3.4.2.4.7 Procurações Não Eletrônicas

A Instrução CVM nº 481/2009 prevê também os casos que a companhia não utilize a *internet* para o recebimento de procurações eletrônicas. Nesses casos, faz-se aplicável o artigo 32 de tal Instrução, e a companhia será obrigada a ressarcir as despesas incorridas com a realização de pedidos públicos de procuração.

O §1º do referido dispositivo delimita os custos que poderão ser reembolsados: *(i)* despesas com a publicação de até 3 (três) anúncios no mesmo jornal em que a companhia publica suas demonstrações financeiras; e *(ii)* despesas com impressão e envio dos pedidos de procuração aos acionistas da companhia[353]. Já §2º determina quais seriam os casos de ressarcimento integral dos custos: *(i)* quando a proposta apoiada pelo acionista seja aprovada; ou *(ii)* quando pelo menos 1 (um) dos candidatos apoiados pelo acionista seja eleito.

[353] Aqui cabem as mesmas considerações feitas na nota de rodapé nº 348 sobre a necessidade de atualização desse veículo de publicação.

Caso nenhuma das hipóteses previstas no §3º do artigo 32 se verifique, o ressarcimento dos custos e despesas incorridas será de, no mínimo, 50% (cinquenta por cento), podendo a companhia estabelecer percentual superior.

O ressarcimento deve ser feito dentro de 10 (dez) dias úteis contados do recebimento de requerimento formulado à companhia, conforme os §§4º e 5º do artigo 32, acompanhado dos documentos que devidamente comprovem as despesas incorridas.

4 NOVAS TECNOLOGIAS E DIREITO SOCIETÁRIO

4.1 As Transformações da Sociedade Moderna e o Direito Societário

A sociedade moderna está evoluindo de forma dinâmica. Diversas inovações e tecnologias estão sendo crescentemente empregadas como solução para automatizar processos e reduzir a necessidade de intervenção humana nas relações sociais e/ou, conforme o caso, diminuir a extensão em que se dá tal intervenção humana.

Negócios e soluções empresariais se utilizam cada vez mais de plataformas tecnológicas para o desenvolvimento de suas atividades, com amplo acesso a dados e informações pessoais dos seus usuários. Consequentemente, tais dados e informações se expõem a riscos de violação de privacidade, a usos indevidos e a outras formas de desvios de finalidade. Para atender a essa demanda de fortalecimento da privacidade[354] dos dados e informações pessoais e, trazer segurança jurídica para os modelos de negócio, a legislação brasileira foi recentemente adequada a modernos padrões internacionais, pela Lei nº 13.709/2018[355], também conhecida como Lei Geral de Proteção de Dados [356].

---

[354] A própria LGPD determina o conceito de dado para fins de determinação do escopo da legislação: "*Art. 5º Para os fins desta Lei, considera-se: I - dado pessoal: informação relacionada a pessoa natural identificada ou identificável; (...)*".

[355] A LGPD foi submetida a aperfeiçoamentos posteriores. Como exemplo, cite-se a Lei nº 13.853/2019, que é resultado da conversão em lei da Medida Provisória nº 869/2018, por meio da qual a LGPD foi alterada com a criação da Autoridade Nacional de Proteção de Dados (ANPD), órgão da administração pública federal com autonomia técnica e decisória responsável por fiscalizar o cumprimento da LGPD.

[356] Com a nova lei, o Brasil passou a fazer parte dos países que contam com uma legislação específica para proteção de dados e da privacidade dos seus cidadãos. Sendo assim, o sistema brasileiro de proteção de dados pessoais deixa de depender unicamente de dispositivos esparsos em leis setoriais, como o Marco Civil da Internet e a Lei nº 8.078/1990 (Código de Defesa do Consumidor), ou de garantias principiológicas, como a proteção constitucional à intimidade e à vida privada, previstas no artigo 5º, inciso X, da Constituição Federal. Os princípios consolidados na LGPD são os mesmos utilizados no *Regulation* (EU) 2016/679 da União Europeia, que foi reformulada pela *General Data Protection* em 25 de maio de 2018, a fim de trazer aos países membros da União Europeia, um conjunto único de regras de proteção de dados para todas as empresas com atividade nos países da comunidade europeia. A LGPD apenas entrará em vigor após 24 (vinte e quatro) meses da data da sua publicação (*i.e.*, em 14 de agosto de 2020)

Nesse compasso, o Direito Societário, e mais precisamente as Assembleias Gerais, que são o enfoque central deste trabalho, também estão se beneficiando dos efeitos dessas transformações.

Em algumas localidades do mundo, dentre os mecanismos adotados para a modernização das Assembleias Gerais, com atenção à ideia da redução da necessidade de intervenção humana em etapas organizacionais e burocráticas do procedimento assemblear, destaca-se o uso das *blockchains* e/ou dos *smart contracts*[357].

Por razões óbvias, não se pretende minimizar a importância da participação e da discussão presencial em Assembleias Gerais, de modo a deixar de lado o processo tradicional de votação e o exercício de todos os demais direitos associados ao direito de voto. Entretanto, em alguns casos – como, por exemplo, companhias em que grande parte de seu capital social seja detido por acionistas estrangeiros e/ou com perfil investidor e pouca relação com a companhia – será possível beneficiar-se demasiadamente do emprego de tecnologias.

A título ilustrativo e tal como observamos ao estudar o voto e a participação a distância, aponta-se, como um dos principais problemas do atual sistema de voto e participação a distância, as ineficiências relacionadas à necessidade de atuação de intermediários, como depositários centrais, escrituradores e custodiantes.

---

[357] A utilização dessas tecnologias no âmbito do Direito Societário vem ganhando cada vez mais espaço na doutrina nacional e internacional. Para maiores análises, ver: *(i)* SILVA, Alexandre Couto, e SILVA, Ricardo Villela Mafra A. S., "O blockchain como ferramenta de governança corporativa para redução de custos de agência em sociedades anônimas". In: *Direito, Tecnologia e Inovação*. PARENTONI, Leonardo (coord.). v. I. Belo Horizonte: 2018, pp. 670-724; *(ii)* TALARICO, Thamilla. "Blockchain, Transparência e o Direito Societário" *In:* HANSZMANN, Felipe (org.) Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais. Vol. III, pp. 467-510. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018, pp. 467-510; *(iii)* YERMACK, David. *Corporate Governance and Blockchains* (November 28, 2016). Review of Finance, Forthcoming. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=2700475. Acesso em 05.11.2019; e *(iv)* LAFARRE, Anne; VAN DER ELST, Christoph, *Blockchain Technology for Corporate Governance and Shareholder Activism* (March 2018). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 390/2018; Tilburg Law School Research Paper No. 2018-7, p.91. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=3135209 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3135209. Acesso em 05.11.2019; *(v)* LAFARRE, Anne e VAN DER ELST, Christoph. *Bringing the AGM to the 21st Century: Blockchain and Smart Contracting Tech for Shareholder Involvement* (Junho, 2017). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 358/2017. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=2992804 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2992804. Acesso em 05.11.2019; *(vi)* MORGENSON, Gretchen. *Meet the Sharesholders? Not at These Shareholder Meetings*. Artigo publicado no jornal The New York Times, em 31 de março de 2017, disponível em <https://www.nytimes.com/2017/03/31/business/corporate-virtual-shareholder-meetings.html>. Acesso em 05.11.2019; *(vii)* FAIRFAX, Lisa M. *Virtual Shareholder Meetings Reconsidered* (2010). Seton Hall Law Review, Vol. 40, Nº 1367, 2010; GWU Legal Studies Research Paper Nº 539; GWU Law School Public Law Research Paper Nº 539. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1787297>. Acesso em 05.11.2019.

Além disso, há problemas gerais em processos de votação, mesmo quando realizados presencialmente, referentes à: *(i)* inexatidão dos mapas de votação; *(ii)* contagem dos votos proferidos; e *(iii)* inclusive, a emissão de votos contraditórios pelo mesmo acionista.

Nesse contexto, analisaremos, nas próximas seções, a possibilidade de mitigar tal problema por meio da utilização de novas tecnologias, a fim de garantir certo nível de transparência na participação a distância, possibilitando a verificação, autenticação, identificação dos votantes e momento temporal em que cada um dos votos é proferido.

Examinaremos diferentes instrumentos tecnológicos que poderão ser utilizados por companhias abertas, com atenção especial à tecnologia *blockchain* e aos *smart contracts*. Eventualmente se espera que, em futuro próximo, tais inovações também possam ser empregadas por companhias fechadas[358].

Nosso objetivo não é adentrar em análises técnicas de Engenharia, Programação Digital e Tecnologia da Informação em relação à *blockchain* e/ou aos *smart contracts*, inclusive por sabermos que não seríamos os mais indicados para fazê-lo. A intenção aqui é introduzir de maneira acessível para profissionais do Direito alguns aspetos do *blockchain* e/ou dos *smart contracts.* Nesse sentido, optaremos pela simplicidade em detrimento de eventual profundidade técnica e analisaremos a forma como o uso de tais tecnologias pode se refletir nas Assembleias Gerais.

4.2 Tecnologia de Registro Distribuído *(Blockchain)*

4.2.1 Conceito e variáveis

A tecnologia *blockchain* vem sendo reconhecida como a mais importante inovação tecnológica desde a *internet.* Trata-se de um mecanismo capaz de criar sistemas descentralizados de registro de informações e operações.

---

[358] Essa distinção se justifica porque, atualmente, o ordenamento jurídico brasileiro trata de forma diferente a aplicação de novas tecnologias às companhias abertas de companhias fechadas. A exemplo, pode-se citar a impossibilidade da adoção do mecanismo do voto a distância por companhias fechadas, e o artigo 100, §2º da Lei nº 6.404/76, analisado na Seção 4.2.4.

Não há propriamente uma tradução perfeita de *blockchain* para o Português. A literalidade poderia remeter a *"*cadeia de blocos*"*, mas na prática esta terminologia não é utilizada entre nós. No Brasil e em outros países em que o inglês também não é o idioma oficial, usualmente, a *blockchain* tem sido referida e batizada na própria língua inglesa.

Em esforço para prestigiar o nosso vernáculo, talvez a forma mais adequada de se referir à *blockchain* em português seria como "Tecnologia de Registro Distribuído"[359]. Todavia, na realidade, a *blockchain* é espécie integrante do gênero das chamadas tecnologias de registro distribuído (*DLTs – Distributed Ledger Technologies*).

As DLTs funcionam, basicamente, como um livro razão distribuído em uma rede de computadores. Por sua vez, a *blockchain*, como o próprio nome indica, é uma cadeia (*chain*) sequencial de blocos (*block*), que estão interligados por meio de elos criptográficos. A alteração de um bloco de informações altera todos os demais que o seguem.

Cada um desses elos possui um conjunto de informações que geram um *hash* específico, que corresponde, por sua vez, ao resultado de uma função algébrica que varia de acordo com as informações coletadas. O *hash* representa uma assinatura digital irreplicável[360].

Suart Haber e W. Scott Stornetta, aos quais se atribui a criação do *blockchain*[361], introduziram este conceito como forma de atestar a data e hora de criação de um documento digital, sem a necessidade de envolver instituições com fé pública para este propósito[362].

Os próprios Suart Haber e W. Scott Stornetta conceituam o *blockchain* como:

> *Blockchains are descentralized collections of data. The unit of a blockchain is a block, which contains certain information, such as credits and debits or property ownership. A block is verified by a large number of computers in a network, called nodes, and then tacked on to the previously verified blocks. This chain of data blocks is known as a blockchain.*[363].

---

[359] Há também referências em portugues à blockchain como "*protocolo da confiança*". TOZETTO, Claudia. "*Blockchain: O protocolo da confiança*", artigo publicado em 22/04/2017 no jornal Estadão. Disponível em: <https://link.estadao.com.br/noticias/inovacao,blockchain-o-protocolo-da-confianca,70001748136>. Acesso em 05.11.2019.

[360] CAMPBELL, Harvey R., *Cryptofinance* (Janeiro 14, 2016). Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=2438299 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2438299, p. 05. Acesso em 05.11.2019.

[361] Entretanto, há quem atribua a criação do *blockchain* ao pseudônimo de Satoshi Nakamoto, por ter sido o responsável pela popularização da aplicação da tecnologia *blockchain* em sua utilização em criptomoedas, como a *Bitcoin* (NAKAMOTO, Satoshi, "Bitcoin: a peer-to-peer eletronic cash system", Tech Report, 2008, disponível em: https://bitcoin.org/bitcoin.pdf. Acesso em 05.11.2019).

[362] HABER, Stuart e STORNETTA, W. Scott, "*How to Stamp a Digital Document*", Journal of Cryptology, vol. 3, n. 2, 1991, pp 99-111.

[363] HABER, Stuart e STORNETTA, W. Scott, "*How to Stamp a Digital Document*", Journal of Cryptology, vol. 3, n. 2, 1991, pp 99-111.

Em uma *blockchain*, a segurança e a confiabilidade do sistema são conferidas às partes pela participação de todos indivíduos na rede, já que o livro-razão (*ledger*) é replicado e atualizado automaticamente em bancos de dados descentralizados idênticos. Tais bancos de dados são gerenciados por cada um dos integrantes da *blockchain*, que, ao mesmo tempo, também podem verificar e monitorar as operações que vem sendo realizadas e registradas na *blockchain*.

David Casz Schechtman explica que:

> tecnologias que utilizam distributed ledgers ou ainda distributed *ledger technology* (comumente abreviado como DLT) funcionam permitindo que cada usuário do sistema detenha uma versão idêntica dos dados armazenados e garantindo que cada alteração nos dados somente aconteça na medida em que as regras de consenso do sistema sejam atingidas [364].

Os dados inseridos no *blockchain* são autenticados de maneira distribuída (*i.e.*, cada ponta do sistema possui a informação verdadeira, não existindo arquivo central), impedindo-se que algum dos pontos isoladamente possa realizar alterações na cadeia sem o consenso dos demais integrantes do sistema. Sendo assim, um ataque ao arquivo de um dos participantes não compromete os demais.

Consequentemente, os próprios integrantes da *blockchain* são os responsáveis por garantir a segurança nas operações realizadas, de modo a eliminar a necessidade da participação de terceiros institucionais para assegurar que os recursos submetidos às operações estão, de fato, disponíveis para serem negociados.

Além disso, o *blockchain* é considerado mecanismo seguro, uma vez que utiliza criptografia, por meio de chaves públicas, para identificar e autenticar as pessoas que dele participam e o utilizam.

A principal vantagem da natureza descentralizada e do uso da criptografia pelo *blockchain* é permitir que seus usuários verifiquem o histórico de operações realizadas e a propriedade dos ativos mantidos pela *blockchain*, sem que seja necessária a validação de um terceiro.

---

[364] SCHECHTMAN, David Casz. *Potenciais aplicações de blockchain no mercado de capitais* (Potential applications of blockchain in capital markets) (July 12, 2019).

Desse modo, o *blockchain* permite que a confiança entre as partes seja substituída por criptografia, eliminando a necessidade de terceiros intermediários para assegurar a integridade das operações realizadas[365].

A tecnologia *blockchain* é considerada segura e incorruptível, uma vez que todos os blocos que contêm as operações individualmente realizadas estão encadeados. A alteração de um bloco requer que todos os outros blocos anteriores no livro-razão (*ledger*) também sejam alterados.

Em interessante analogia, David Casz Schechtman ilustra que:

> Uma forma de imaginar um sistema de "*blockchain*" é pensar na diferença entre simplesmente grampear uma série de folhas numeradas juntas ou, em cada folha, adicionar um carimbo identificando o documento, o número da página e um identificador numérico que depende do conteúdo da página anterior. [366].

No Brasil e no mundo de forma geral, em suas aparições e empregos iniciais, a tecnologia *blockchain* esteve muitas vezes associada às criptomoedas[367], mas há inúmeras outras aplicações possíveis, inclusive no desenvolvimento do Direito.

Sem a pretensão de promover análise sobre aspectos técnico-operacionais, que não estão no escopo desta tese, o *blockchain* utiliza funções *hash* para atestar a validade de cada novo bloco que é incluído na cadeia. O *hash* é o resultado de uma função matemática capaz de gerar um código único, que pode ter número de caracteres pré-determinado, a partir de um conjunto de informações, funcionando como uma assinatura digital, imutável e única, com caráter exclusivo.[368] Sendo assim, a cada *hash* corresponde a uma assinatura digital irreplicável[369].

David S. Evans explica que o funcionamento do *blockchain*, baseia-se, dentre outros, nos seguintes elementos essenciais: *(i)* utilização da *internet* para enviar e receber informações; *(ii)* existência de protocolos (pautados em criptografia) para registrar transações; *(iii)* concessão de recompensas para incentivar a colaboração entre os integrantes do sistema;

---

[365] NAKAMOTO, Satoshi. *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*. Disponível em <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>. Acesso em 05.11.2019, p. 1-2.

[366] SCHECHTMAN, David Casz. *Potenciais aplicações de blockchain no mercado de capitais* (Potential applications of blockchain in capital markets), mimeo, 2019.

[367] Como, por exemplo, a *BitCoin*, a *LiteCoin*, a *Cardano* e a *Ethereum*.

[368] NAKAMOTO, Satoshi. *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*. Disponível em <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>. Acesso em 05.11.2019, p. 2.

[369] CAMPBELL, Harvey R., *Cryptofinance* (Janeiro 14, 2016). Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=2438299 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2438299, p. 05. Acesso em 05.11.2019.

(iv) manutenção de caráter aberto (*open source*) do *software* da plataforma; e *(v)* existência de regras e sistema de governança para que colaboradores e desenvolvedores observem determinados princípios básicos da tecnologia[370].

Sendo assim, entendidos os elementos essenciais do funcionamento da *blockchain*, pode-se dizer que os principais efeitos proporcionados pela sua utilização são: *(i)* criptografia, capaz de preservar a integridade dos registros; *(ii)* rede descentralizada *peer-to-peer* acessível a todos os participantes; *(iii)* mecanismos de consenso, por meio de algoritmos que determinam a ordem das operações realizadas; *(iv)* registro de transações (*ledger*) em blocos ligados por meio de criptografia; e *(v)* regras de validação, que determinam como atualizar os registros de operações realizadas[371].

4.2.2 *Blockchains* Públicas ou Privadas

As *blockchains* podem ser públicas ou privadas. Apesar de ambas funcionarem como livro-razão distribuído, a diferença entre elas está relacionada a quem pode se tornar participante na rede.

Para inserir um novo bloco na *blockchain* privada, é necessária a autorização de uma entidade central[372]. Esta autoridade será, portanto, capaz de definir quem participará ou não da blockchain, quais informações serão disponibilizadas na rede, e restringir o acesso a informações pelos próprios participantes. Da mesma forma que na *blockchain* pública, após a entrada do novo bloco, os participantes se conectam à rede e trabalham juntos de forma descentralizada.

---

[370] EVANS, David S. Economic Aspects of Bitcoin and Other Decentralized Public-Ledger Currency Platforms (April 15, 2014). U*niversity of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics Research* Paper No. 685, p. 03, Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=2424516. Acesso em 05.11.2019.

[371] HILEMAN, Garrick and RAUCHS, Michel. Global Blockchain Benchmarking Study (September 22, 2017), p. 14. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=3040224 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3040224. Acesso em 05.11.2019.

[372] A este respeito, Thamilla Talarico ensina que: "*as blockchains privadas necessariamente contam com uma pessoa ou grupo de pessoas centralizando em uma certa medida o poder decisório porque responsáveis pelas autorizações. São essas figuras, por exemplo, que darão permissão ou não – daí o 'permissionadas' – para outros indivíduos ou instituições consultarem transações e dados, bem como registrarem nesse ambiente privado e de acesso exclusivo aos participantes*." (TALARICO, Thamilla. "Blockchain, Transparência e o Direito Societário" *In:* HANSZMANN, Felipe (org.) Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais. Vol. III, pp. 467-510. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018, p. 490)

A *blockchain* pública, por sua vez, permite que qualquer indivíduo possa participar da rede. Para ingressar neste tipo de *blockchain* é necessário encontrar um bloco que seja capaz de se unir aos demais, por meio de um processo chamado "proof-to-stake", em que o indivíduo precisa tentar, diversas vezes, uma fórmula, até encontrar aquela que se encaixa na cadeia[373].

A principal utilização da *blockchain* se dá por meio de redes públicas e descentralizadas, como é o emprego por exemplo em criptomoedas. Entretanto, os benefícios trazidos pela *blockchain* também se aplicam às redes privadas, principalmente no que tange à transparência e segurança das operações e transações realizadas por meio deste sistema[374].

A tecnologia *blockchain* pode ser aplicada de formas variadas e em diversos setores de negócios. Nas próximas seções, serão analizadas algumas formas de se utilizar esse mecanismo com atenção especial às aplicações para as companhias.

4.2.3 Aplicação da *Blockchain* às Assembleias Gerais

Como visto, *blockchain* é um novo e revolucionário protocolo digital que promete tornar processos verticalizados, custosos e questionáveis, em acessíveis, descentralizados e confiáveis. Trata-se de uma tecnologia capaz de dar transparência e publicidade para informações e processos.

A tecnologia *blockchain* reduz custos operacionais e democratiza o acesso a dados sem usurpá-los de seus titulares. Tudo isso mantendo a privacidade necessária e adequada para cada caso, por meio da criptografia, além de garantir que as informações disponibilizadas na rede sejam fidedignas e rastreáveis.

Essa tecnologia oferece solução acessível e eficiente para organizar, armazenar e disponibilizar dados em uma estrutura *online* segura, pública e que promete ser incorruptível[375].

---

[373] PILKINGTON, Marc. "Blockchain Technology: Principles and Applications" (September 18, 2015). In: *Research Handbook on Digital Transformations*, revisado por F. Xavier Olleros e Majlinda Zhegu. Edward Elgar, 2016. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=2662660. Acesso 05.11.2019.

[374] SILVA, Alexandre Couto, e SILVA, Ricardo Villela Mafra A. S., "O blockchain como ferramenta de governança corporativa para redução de custos de agência em sociedades anônimas". In: *Direito, Tecnologia e Inovação*. PARENTONI, Leonardo (coord.). v. I. Belo Horizonte: 2018, pp. 670-724.

[375] PILKINGTON, Marc. "Blockchain Technology: Principles and Applications" (September 18, 2015). In: *Research Handbook on Digital Transformations*, revisado por F. Xavier Olleros e Majlinda Zhegu. Edward Elgar, 2016. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=2662660. Acesso 05.11.2019.

No ambiente das Assembleias Gerais, a utilização da *blockchain* é capaz de aperfeiçoar relações entre acionistas, entre estes e administradores e de todos estes com a própria companhia.

A *blockchain* poderia ser empregada para registrar os acionistas presentes nas Assembleias Gerais, contabilizando a representatividade destes *vis-à-vis* o capital social da companhia, a fim de automatizar o cômputo do atingimento do quórum de instalação da Assembleia Geral. Em seguida, serve também como forma de viabilizar o exercício do direito de voto inerente às ações que houverem sido relacionadas na *blockchain* e apurar o resultado das deliberações tomadas, contabilizando o atingimento de quórum de deliberação, permitindo-se averiguar se houve satisfação de percentuais de participação acionária para exercício de determinados direitos especiais, inclusive eventuais proteções a minorias dotadas de participações relevantes.

Uma vez adotada, a *blockchain* promove benefícios diversos relacionados ao exercício do direito de voto, assim como simplifica a contabilização de votos e aumenta a transparência e a confiabilidade em etapas burocráticas do procedimento assemblear.

O uso da *blockchain* e dos *smart contracts* nas Assembleias Gerais tem sido defendido também nos Estados Unidos, até mesmo pelas maiores autoridades locais de Delaware, tais como o Vice Chancellor J. Travis Laster, como a "superior external solution" para os problemas de transparência e insegurança em relação à contabilização de votos em Assembleias Gerais, notadamente quando há envolvimento de votantes por meio de intermediários[376].

Além disso, são consistentes e fundamentados os argumentos de Anne Lafarre e Christoph Van der Elst ao defenderem, na Europa, a aplicação da *blockchain* e dos *smart contracts* em Assembleias Gerais de companhias, após conduzirem análise abrangendo inúmeros países europeus[377].

---

[376] LASTER, Vice Chancellor J. Travis. "*The Block Chain Plunger: Using Technology to Clean Up Proxy Plumbing and Take Back the Vote Available*" *Apresentação do Institutional Investors Chicago*, realizada em 29 de Setembro de 2016. Disponível em: https://www.cii.org/files/09_29_16_laster_remarks.pdf. Acesso em 05.11.2019.

[377] LAFARRE, Anne; VAN DER ELST, Christoph. "Blockchain Technology for Corporate Governance and Shareholder Activism" (Março de 2018). *In: European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 390/2018*. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3135209>. Acesso em 05.11.2019.

Nos termos de Fiammetta Piazza:

> *Studies have found that proxy voting, while solving the issue of reaching quorums even though shareholders may be absent from the voting meeting, has flaws such as inexact voter lists, incomplete distribution of ballots, and problematic vote tabulation. Implementation of blockchain could solve these issues given its accuracy and reliability levels deriving from availability of copies of ledgers to all users. In practice, voting via blockchain would be achieved by allocating eligible voters tokens (also called "vote coins") in a number that represents their voting power. Voters would then transmit to addresses on the blockchain their vote, which would then be registered on the ledger.*
>
> *(...)*
>
> *voting via blockchain would effectively solve ambiguities about election outcomes and thus reduce opportunities to manipulate such results and would therefore be an advisable corporate governance tool.*[378]

Entre nós, são interessantes as considerações de Alexandre Couto Silva e Ricardo Villela Mafra Alves da Silva:

> O *blockchain* pode ser um meio eficaz na facilitação do registro de votos em assembleias, especialmente no que diz respeito ao voto à distância. A integridade e transparência da rede oferecem vantagens não só para votações em companhias, mas para qualquer tipo de votação[379]

A utilização da *blockchain* para a contabilização de votos já vem sendo abordada em legislações de diferentes países, no que tange ao exercício de voto por cidadãos em questões governamentais.

Pode-se citar, como exemplo, o caso da Estônia, país em que o governo permite que os cidadãos se utilizem da *blockchain* para votarem em diferentes aspectos de serviços públicos[380]. Da mesma forma, pode-se também citar o caso das eleições presidenciais de Serra

---

[378] PIAZZA, Fiammetta S. Bitcoin and the Blockchain as Possible Corporate Governance Tools: Strengths and Weaknesses. *Penn State Journal of Law & International Affairs*, Filadélfia, v. 5, p. 262-301, 2017. pp. 293-294.

[379] SILVA, Alexandre Couto, e SILVA, Ricardo Villela Mafra A. S., "O blockchain como ferramenta de governança corporativa para redução de custos de agência em sociedades anônimas". In: *Direito, Tecnologia e Inovação*. PARENTONI, Leonardo (coord.). v. I. Belo Horizonte: 2018, pp. 670-724

[380] No site do governo da Estônia há todas as práticas tecnológicas adotadas, incluindo a *blockchain*: https://e-estonia.com. Recentemente, o jornal The New York Times analisou o caso do e-Residency adotado no país: https://www.nytimes.com/paidpost/estonia/how-estonia-is-using-e-residency-to-support-entrepreneurs.html. Acesso em 05.11.2019.

Leoa, em que foi disponibilizado o voto por *blockchain*[381] e o caso da cidade de Zug, na Suíça, cujas eleições municipais foram realizadas também por *blockchain* [382].

David Casz Schechtman também traz notícias sobre outros interessantes usos recentes da *blockchain* como *(i)* no Estado de West Virgínia nos Estados Unidos, que criou plataforma para permitir que militares em serviço possam votar nas eleições locais[383]; e *(ii)* na Coreia do Sul[384], na Rússia[385], na Thailândia[386], no Quenia[387] e na Cidade de Denver nos Estados Unidos[388], que têm demonstrado interesse em cotações por *blockchain*[389].

Já no que tange à utilização de *blockchain* por sociedades anônimas, pode-se citar o famoso caso da Assembleia Geral Ordinária do Banco Santander S.A., realizada na Espanha em 23 de março de 2018[390], que é considerada como a primeira utilização da tecnologia *blockchain* para votação realizada por acionistas de companhias no mundo[391]. Tal assembleia

---

[381] COINDESK. "The Sierra Leone vote: what we got wrong", In: *Coin Desk*, 26.03.2018. Disponível em: https://www.coindesk.com/blockchain-vote-election-sierra-leone-got-wrong. Acesso em 05.11.2019.

[382] WEY, Alexandra. "Switzerland's first municipal blockchain vote hailed a success". In: *Swiss Info*: 02.07.2018. Disponível em: https://www.swissinfo.ch/eng/crypto-valley-_-switzerland-s-first- municipal-blockchain-vote-hailed-a-success/44230928. Acesso em 05.11.2019.

[383] Conforme: *(i)* SCHECHTMAN, David Casz, Potenciais aplicações de blockchain no mercado de capitais (Potential applications of blockchain in capital markets) (July 12, 2019); e *(ii)* BEEDHAM, Matthew. "West Virginia to roll out blockchain-powered voting app – but there's a caveat". *The Next Web*: 07 de agosto de 2018. Disponível em: https://thenextweb.com/hardfork/2018/08/07/blockchain-voting-west-virginia/. Acesso em 05.11.2019.

[384] MU-HYUN, Cho. "South Korea to develop blockchain voting system". *ZDNet*: 28 de novembro de 2018. Disponível em: https://www.zdnet.com/article/south-korea-to-develop-blockchain-voting-system/. Acesso em 05.11.2019.

[385] RABITTE, Pat. "Russia Moving Towards Online Voting". *150 secs*: 09 de março de 2019. Disponível em: https://150sec.com/russia-moving-towards-online-voting/10739/. Acesso em 05.11.2019.

[386] KHATRI, Yogita. "Thai Government Agency Develops Blockchain Tech for Elections Voting". *Coin Desk*: 03 de janeiro de 2019. Disponível em: https://www.coindesk.com/thai-government-agencydevelops-blockchain-tech-for-elections-voting. Acesso em 05.11.2019.

[387] MUISYO, Victor. "Kenya electoral body to adopt blockchain technology for vote transparency". *Africa News*: 21 de Agosto de 2018. Disponível em: https://www.africanews.com/2018/08/21/kenyaelectoral-body-to-adopt-blockchain-technology-for-vote-transparency/. Acesso em 05.11.2019.

[388] SILVA, Matthew de. "Denver is trying out a blockchain voting app". *Quartz*: 08 de março de 2019. Disponível em: https://qz.com/1567759/denver-will-use-voatz-mobile-blockchain-app-in-municipalelections/. Acesso em 05.11.2019.

[389] SCHECHTMAN, David Casz. *Potenciais aplicações de blockchain no mercado de capitais* (Potential applications of blockchain in capital markets), mimeo, 2019.

[390] Conforme notícia divulgada no próprio site do Banco Santander em 17.05.2018, disponível em: https://www.santander.com/csgs/Satellite/CFWCSancomQP01/en_GB/Corporate/Press-room/Santander-News/2018/05/17/Santander-and-Broadridge-Complete-a-First-Practical-Use-of-Blockchain.html. Acesso em 05.11.2019.

[391] Este famoso caso contou com a atuação da empresa norte-americana prestadora de serviços de processamento de dados, *Broadridge Financial Solutions*. (*Finacial Times*. "Santander shows potential of blockchain in company

recebeu elogios e causou repercussão positiva, de modo que a tendência é de que essa prática seja replicada[392].

Além do caso paradigmático do Banco Santander, merece destaque o sistema de votação desenvolvido pela bolsa de valores de Abu Dhabi[393] e a parceria realizada entre a Estônia e a Nasdaq para utilização da *blockchain* em companhias abertas[394].

Caso a *blockchain* venha a ser utilizada em sociedades anônimas, os acionistas poderiam participar de uma *blockchain* privada, em que apenas os indivíduos autorizados pela companhia poderiam ingressar na *blockchain* e todos os dados ali emitidos seriam assegurados por criptografia. Assim, a companhia seria a autoridade central, responsável por verificar as informações e controlar quem são os participantes da cadeia. Os acionistas se identificariam pessoalmente por meio de chave pública ou alguma outra prova de autenticação armazenada dentro ou fora da *blockchain*.

A mesma *blockchain* utilizada para registrar a propriedade das ações também serviria para procedimentalizar o exercício dos direitos, tanto políticos e quanto patrimoniais, inerentes a tais ações.

Nessa cadeia, respeitados os limites legais e estatutários, os acionistas que sejam titulares de ações suficientes poderão emitir propostas de deliberação para serem discutidas. Depois da manifestação de um dos acionistas, os demais são notificados e poderão exercer seu direito de voto, acerca da deliberação, durante determinado período.

Com o término desse período, o resultado da deliberação é gerado automaticamente, e os acionistas que tiverem exercido seu direito de voto poderão verificar se sua manifestação foi contabilizada da maneira correta e apurar a contagem final dos votos em cada uma das deliberações.

---

votes", In: *Financial Times*, 17.05.2018. Disponível em: https://www.ft.com/content/c03b699e-5918-11e8-bdb7-f6677d2e1ce8. Acesso em 05.11.2019.)

[392] Disponível em: https://www.brbitcoin.com.br/santander-primeira-votacao-investidores-blockchain/. Acesso em 05.11.2019.

[393] Conforme notícia divulgada no site CoinDesk em 17.10.2016, intitulada *"Abu Dhabi Stock Exchange Launches Blockchain Voting Service"*, disponível em: https://www.coindesk.com/abu-dhabi-exchange-blockchain-voting. Acesso em 05.11.2019.

[394] Conforme notícia divulgada no site CoinDesk em 23.01.2017, intitulada *"Nasdaq Declares Blockchain Voting Trial a 'Success'"*, disponível em: https://www.coindesk.com/nasdaq-declares-blockchain-voting-trial-a-success. Acesso em 05.11.2019.

Apesar de essa prática ainda não ter sido amplamente examinada no mercado de capitais brasileiro, é interessante observar, em âmbito internacional, as análises realizadas pelo *CSD Working Group on DLT*[395], consórcio de depositários centrais que publicou, em 2017, estudos sobre a utilização do *distributed ledger* em Assembleias Gerais.

No último relatório, a *CSD Working Group on DLT* propôs um procedimento, em fases dentro e fora da cadeia para a realização da votação em *blockchain*. O procedimento pode ser resumido da seguinte forma[396]:

Passo	Descrição	Registro do Dado
Convocação da Assembleia Geral	Definição da ordem do dia e do cronograma da Assembleia Geral (data da Assembleia Geral e a fixação da última data para o exercício de voto por *blockchain*). Convocação oficial da reunião e disponibilização dos documentos referentes à Assembleia Geral.	Na *blockchain*
Processamento dos registros de propriedade	Intermediários disponibilizam uma lista com os proprietários das ações e na data de registro de votação para a *blockchain*, que receberam o *tokenvote*.	Na *blockchain*
Alocação do direito de voto	Acionistas detentores do *tokenvote* se identificam.	Na *blockchain*
Autenticação dos votos emitidos	Autenticação dos usuários que poderiam ter votado por *blockchain*, analisando se tais votos poderiam ter sido proferidos por tais acionistas por *blockchain*	Fora ou dentro da *blockchain*

[395] O referido consórcio possui como membros os seguintes depositários centrais: *(i)* NSD, da Rússia; *(ii)* Strate, na África do Sul; *(iii)* Six Securities Services na Suíça; *(iv)* Nasdaq Nordic, na Suécia; e *(v)* DCV, no Chile.
[396] CSD Working Group on DLT. "*General Meeting Proxy Voting on Distributed Ledger Product Requirements*", v. 2.1, Novembro de 2017, p. 10. Disponível em: https://www.issanet.org/e/pdf/2017-11_General_Meeting_Proxy_Voting_on_Distributed_Ledger_v2-1.pdf. Acesso em 05.11.2019.

Emissão de procurações	Os acionistas votantes que desejarem poderão outorgar procurações a terceiros	Na *blockchain*
Votação	Disponibilização de manuais para o exercício de voto por meio do *tokenvote*	Na *blockchain*
Gerenciamento da Assembleia	Realização da Assembleia Geral com *live stream online*, disponibilização de chats e demais recursos digitais. Exercício do direito de voto. Encerramento da reunião, processamento e distribuição dos resultados	Tanto dentro quanto fora da *blockchain*
Atos pós-Assembleia Geral	Demais atos realizados depois da Assembleia Geral, independentemente do resto[397]	Fora da *blockchain*

Com a utilização da *blockchain* como mecanismo para o exercício do direito de voto, seria possível reduzir os custos de transação e, ao mesmo tempo, aumentar a transparência e a confiança neste procedimento. Por conseguinte, acionistas minoritários e investidores em geral seriam estimulados a participar nas votações assembleares. Além disso, a própria companhia também se beneficiaria, tendo em vista a redução dos custos envolvidos na Assembleia Geral presencial.

Anne Lafarre e Christoph Van der Elst observam que a utilização da *blockchain* na Assembleia Geral descentralizaria essa reunião de 2 (duas) maneiras. A primeira com a alteração no local de realização da Assembleia Geral: os acionistas, em diferentes lugares, estariam participando da mesma reunião. A segunda descentralização, por sua vez, refere-se à

[397] No caso brasileiro, pode-se citar a divulgação de determinados documentos como, por exemplo, os mapas de votação sintético e analítico, com os resultados das deliberações realizadas na Assembleia Geral (artigo 21-W, §6º, incisos I e II da Instrução CVM nº 481/2009).

periodicidade da Assembleia Geral, tendo em vista que todos acionistas poderão enviar propostas de deliberação a qualquer momento[398].

David Yermack cita 2 (dois) benefícios principais trazidos por essa tecnologia às Assembleias Gerais: *(i)* a garantia de maior precisão na contabilização de votos; e *(ii)* a mitigação da ocorrência do *empty voting*[399] – quando ocorre a separação total ou parcial do direito de voto de um acionista da propriedade das suas ações na data da Assembleia[400].

O uso da *blockchain* poderia evitar, ainda, o voto de acionistas que, embora já tenham vendido suas ações, são mantidos na lista de acionistas por conta de atrasos na atualização deste registro e, consequentemente, ainda têm garantido o direito de voto.

Também seria possível, com a *blockchain*, a automatização do procedimento de voto a distância, analisado na Seção 3.4.1, que, atualmente, é gerenciado de forma essencialmente manual e necessita da intervenção de custodiantes, depositários centrais e escrituradores. Além de reduzir custos da companhia, o voto a distância automatizado conferiria maior certeza ao acionista na sua participação em Assembleias Gerais e reduziria a necessidade de intermediários.

Entretanto, a utilização da *blockchain* deveria ser feita de forma a não tornar a Assembleia Geral algo totalmente digital, por todos os motivos já expostos na Seção 3 acima, na certeza de que Assembleias Virtuais vêm sendo alvo de severas e acertadas críticas nos locais em que já foi utilizada.

Por fim, registre-se que não será possível utilizar tal ferramenta sem que sejam realizados alguns ajustes e adaptações. Sem a menor pretensão de ser exaustivo sobre algo tão inovador e ainda pouco experimentado na prática, pode-se desde logo ponderar que será

---

[398] LAFARRE, Anne e VAN DER ELST, Christoph. "Blockchain Technology for Corporate Governance and Shareholder Activism" (Março de 2018). *In: European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 390/2018*. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3135209>. Acesso em 05.11.2019.

[399] YERMACK, David. *Corporate Governance and Blockchains* (November 28, 2016). Review of Finance, Forthcoming. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=2700475. Acesso em 05.11.2019.

[400] Diferentes fatores podem implicar na prática do *empty voting*, como, por exemplo, um acionista que tenha vendido suas ações antes da realização da Assembleia, mas, que, até a realização da reunião, a lista dos acionistas ainda não tenha sido atualizada, devido aos atrasos no registro da transação. Para analisar demais hipóteses, ver: https://www.lw.com/upload/pubContent/_pdf/pub1878_1.Commentary.Empty.Voting.pdf. Acesso em 05.11.2019.

necessário permitir que os acionistas alterem seus votos proferidos a distância por meio da *blockchain*, tal como é previsto pela Instrução CVM nº 481/2009.

Também será indispensável criar um mecanismo para permitir que procuradores dos acionistas votem na *blockchain* como representantes legais do titular da ação, da mesma forma que serão necessários aperfeiçoamentos para assegurar o exercício de direito de sócio em eventual deslocamento do direito de voto para usufrutuário, na forma do artigo 114 da Lei n° 6.404/76.

4.2.4 Livros Societários

Os livros societários obrigatórios estão previstos no artigo 100 da Lei n° 6.404/76 e devem ser autenticados no Registro Público de Empresas Mercantis, conforme exige o artigo 1.181 do Código Civil.

Há livros societários cuja função é registrar os valores mobiliários emitidos pela companhia (ações, partes beneficiárias, debêntures) e livros cuja função é consignar as decisões dos órgãos da companhia (Assembleia Geral, Conselho de Administração e Diretoria).

Os livros societários estão completamente incompatíveis com a realidade atual das companhias e são uma reminiscência histórica de outros momentos da legislação societária brasileira.

No Brasil, os livros societários foram originalmente previstos em nossa legislação por meio da Lei n° 3.150/1882 (artigo 7º)[401]. Desde então, os livros societários vêm sendo mantidos em todas as legislações societárias pátrias subsequentes, notadamente o Decreto nº 434/1891 (artigos 22 e 23), o Decreto-lei nº 2.627/1940 (arts. 25 e 56) e a atual LSA, mesmo com as reformas e alterações posteriores.

Entretanto, no mundo atual, utilizar os livros societários, com função de registrar os valores mobiliários emitidos pela companhia (ações, partes beneficiárias, debêntures) e

[401] "Art. 7º Lei n° 3.150/1882. O capital social divide-se em acções e estas podem subdividir-se em fracções iguaes, que, reunidas em numero equivalente á acção, conferem os mesmos direitos desta. (…) 3º Haverá, na séde das companhias, um livro de registro com termo de abertura e encerramento, numerado, rubricado e sellado nos termos do art. 13 do Código Commercial, para o fim de nelle se lançarem: 1º O nome de cada accionista, com indicação do numero de suas acções; 2º A declaração das entradas de capital realizadas; 3º As transferencias das acções com a respectiva data, assignadas pelo cedente e cessionario, ou por seus legitimos procuradores; 4º As conversões das acções em titulos ao portador."

consignar as decisões dos órgãos da companhia (Assembleia Geral, Conselho de Administração e Diretoria), está completamente fora de contexto. O mundo se modernizou. Estamos na Era Digital e dispomos de meios eficientes e seguros para fazer esses registros, sem a ultrapassada e burocrática forma dos livros societários.

Em atendimento ao clamor de modernização dos livros societários, ainda que de forma tímida e em extensão muito inferior à desejada, a Lei nº 12.431/2011 incluiu o §2º no art. 100 da LSA, prevendo que:

> Artigo 100. (…) §2º. Nas companhias abertas, os livros referidos nos incisos I a V do caput deste artigo poderão ser substituídos, observadas as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, por registros mecanizados ou eletrônicos.

Sendo assim, como consequência da inclusão do §2º no art. 100 da LSA, ao menos nas companhias abertas, já é possível substituir os livros societários[402] físicos referidos nos incisos I a V do *caput* do art. 100 da LSA por registros eletrônicos, desde sejam armazenados com segurança e possam ser impressos em papel de forma legível e a qualquer momento.

Como consequência do recente §2º do art. 100 da LSA, o art. 31-A da Instrução CVM nº 480/2009[403-404], com a redação que lhe foi dada pela Instrução CVM nº 561/2015, regulamenta a matéria e prevê a possibilidade de substituição de certos livros societários por registros mecanizados ou eletrônicos.

Não há vedação para utilização do *blockchain* como forma eletrônica de escrituração dos registros de ações nominativas, contanto que cumpridas as disposições da

---

[402] *(i)* Livro de Registro de Ações Nominativas; *(ii)* Livro de Transferência de Ações Nominativas; *(iii)* Livro de Registro de Partes Beneficiárias Nominativas e, caso aplicável, Livro de Transferência de Partes Beneficiárias Nominativas; *(iv)* Livro de Atas das Assembléias Gerais; e *(v)* Livro de Presença dos Acionistas. Em relação ao Livro de Registro de Partes Beneficiárias Nominativas e ao Livro de Transferência de Partes Beneficiárias Nominativas, registre-se que desde a reforma empreendida pela Lei nº 10.303/2001 na Lei nº 6.404/76, é vedado às companhias abertas emitir partes beneficiárias (cf. art. 47, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76). Talvez o novo texto do §2º no art. 100 da Lei nº 6.404/76 pudesse ter sido um pouco mais técnico neste sentido, uma vez que uma interpretação literal e menos cuidadosa poderia induzir o intérprete a erro, já que está sendo facultada a possibilidade de adoção de forma eletrônica para um livro societário cada vez mais em desuso e que, conforme o caso, regula valores mobiliário cuja emissão sequer se admite atualmente em companhias abertas (que são as destinatárias, únicas e exclusivas, do novo texto do §2º no art. 100 da Lei nº 6.404/76).

[403] Art. 31-A. O emissor pode substituir os seguintes livros previstos na Lei n° 6.404/76, por registros mecanizados ou eletrônicos, desde que sejam armazenados com segurança e possam ser impressos em papel de forma legível e a qualquer momento: I – registro de ações nominativas; II – transferência de ações nominativas; III – atas das assembleias gerais; e IV – presença de acionistas.

[404] De modo consistente com nossos comentários na nota de rodapé 306, é interessante notar aqui a regulamentação da CVM.

Instrução CVM nº 543/2013, que rege a prestação do serviço de escrituração de valores mobiliários[405].

Por ocasião das discussões sobre a Lei nº 12.431/2011, a CVM acabou sendo chamada a opinar. Neste contexto, a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, por meio do MEMO/SDM/Nº13/2017 emitido em 14 de julho de 2017, consignou entendimento da área técnica da Autarquia sobre o §2º no art. 100 da LSA, concordando com a adoção de registros mecanizados ou eletrônicos para as companhias abertas e ainda sugerindo a extensão e aplicação da regra também para as companhias fechadas:

> Considerando o espírito da norma de atualização dos comandos societários para a nova realidade empresarial, mostra-se oportuno que tal faculdade seja estendida para as companhias fechadas, no âmbito da regulamentação do Poder Executivo[406]

Como visão de política pública, a atual solução adotada é ainda muito tímida. As companhias abertas representam no Brasil apenas uma pequena fatia do total de sociedades anônimas regularmente registradas em nosso país, em que prevalecem como imensa maioria as companhias fechadas.

Sendo assim, se efetivamente se buscasse promover modernização dos livros societários, minimamente deveria ser prevista alguma solução abrangendo as companhias fechadas.

Naquela ocasião, a CVM inclusive sugeriu que, diante da reforma proposta, também fosse criado texto a ser adotado para o §3º no art. 100 da LSA, da seguinte maneira:

> Artigo 100. (…) § 3º. Nas companhias fechadas, os livros referidos nos incisos I a V do caput deste artigo poderão ser substituídos, observada a regulamentação do Poder Executivo, por registros mecanizados ou eletrônicos.

---

[405] Neste sentido, vejam-se, por exemplo: *(i)* SILVA, Alexandre Couto, e SILVA, Ricardo Villela Mafra A. S., "O blockchain como ferramenta de governança corporativa para redução de custos de agência em sociedades anônimas". In: *Direito, Tecnologia e Inovação*. PARENTONI, Leonardo (coord.). v. I. Belo Horizonte: 2018, pp. 670-724; e *(ii)* RABELO, Carolina Gladyer; e HORTA, Luciana Simões Rebello. "Blockchains na escrituração das Ações das S/A: A Contabilidade Pública Independente". *In*: *RDSVM*, n. 4, pp. 13-36, nov. 2016.
[406] CVM. Memorando SDM nº 13 de 14 de julho de 2017.

Entretanto, tal sugestão feita pela CVM não foi acatada e o Brasil permanece pendente de autorização legal para que os livros societários de companhias fechadas possam ser substituídos por registros mecanizados ou eletrônicos.

A legislação atual possibilita que as companhias abertas se utilizem de mecanismos tecnológicos como instrumento de registro de seus livros societários, incluindo a possibilidade do desenvolvimento de cadeia de *blockchain* privada, acessível pelos acionistas da companhia.

Atualmente, a doutrina tem analisado os efeitos positivos do registro de Livro de Registro de Ações Nominativas por meio da *blockchain*[407]. O maior impacto do *blockchain* na escrituração de ações não é simplesmente o acesso à lista de detentores de ações, mas sim a possibilidade de se acompanhar, em tempo real, operações de transferência de titularidade de ações realizadas pelos acionistas.

Seria, portanto, mais fácil de identificar alienações de controle, aquisição e venda de ações detidas por membros da administração da companhia, transações entre partes relacionadas, conversões de valores mobiliários em ações com direito de voto, dentre outras operações.

Há quem defenda, todavia, que a constante fiscalização viabilizada pelo *blockchain* poderia trazer alguns malefícios, como, por exemplo, a suspeita infundada em operações que possam parecer, a princípio, ilícitas ou inidôneas, mas que, na realidade, seriam legítimas[408]. Respeitosamente, somos contrários a este pessimista e não comprovado receio.

Ainda que se suscitem potenciais aspectos negativos, o benefícios trazidos pela *blockchain* são maiores do que eventuais malefícios, vis-à-vis a expectativa de que a *blockchain* seja capaz de garantir: *(i)* fiscalização instantânea das operações envolvendo ações de emissão

---

[407] Conforme: *(i)* RABELO, Carolina Gladyer; e HORTA, Luciana Simões Rebello. "Blockchains na escrituração das Ações das S/A: A Contabilidade Pública Independente". *In*: *RDSVM*, n. 4, pp. 13-36, nov. 2016; *(ii)* SILVA, Alexandre Couto, e SILVA, Ricardo Villela Mafra A. S., "O blockchain como ferramenta de governança corporativa para redução de custos de agência em sociedades anônimas". In: *Direito, Tecnologia e Inovação*. PARENTONI, Leonardo (coord.). v. I. Belo Horizonte: 2018, pp. 670-724; *(iii)* Notícia divulgada no jornal Jota em 26.04.2018 intitulada "*Blockchain e registro de ações: o que podem ter em comum?*", disponível em https://www.jota.info/paywall?redirect_to=//www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/blockchain-e-registro-de-acoes-o-que-podem-ter-em-comum-26042018. Acesso em 05.11.2019; e *(iv)* TALARICO, Thamilla. "Blockchain, Transparência e o Direito Societário" *In:* HANSZMANN, Felipe (org.) Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais. Vol. III, pp. 467-510. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018.

[408] YERMACK, David. "Corporate governance and Blockchains". *Review of Finance*. Oxford, vol. 21, 2017, p. 7-31.

da companhia; e *(ii)* maior transparência em relação às operações realizadas, minimizando fraudes e simulações.

4.2.5 Disponibilização de documentos

Quando um ordenamento jurídico opta por regular seu mercado de valores mobiliários, um dos principais objetivos com a edição dessas normas é conferir, aos investidores, as informações necessárias tanto sobre o mercado como sobre os valores mobiliários negociados.

Sendo assim, a previsão de normas que impõem a obrigatoriedade de divulgação de determinadas informações propicia mecanismos para que os investidores possam tomar suas decisões de maneira refletida e fundamentada[409].

Nesse contexto, a Lei nº 6.385/1976, principalmente nos seus artigos 4º, inciso VI, 8º, inciso III, concede à CVM, na qualidade de órgão estatal regulador do mercado, a possibilidade de obrigar os emissores de valores mobiliários a divulgar determinadas informações, com o intuito de proteger os investidores.

Conforme Nelson Eizirik:

> Este foco do órgão regulador na proteção aos investidores mediante a adoção do princípio do full disclosure advém da sistemática do mercado e das características dos valores mobiliários nele negociados. Como os valores mobiliários são ofertados ao público em geral, é necessário garantir aos seus tomadores um fluxo permanente de informações a respeito da entidade emissora e também dos papéis que estão sendo oferecidos.[410]

O princípio do *full disclosure*, que fundamenta a necessidade de divulgação de informações por parte de emissores de valores mobiliários, surgiu no direito norte-americano, em meio à criação da *Securities and Exchange Comission* e à edição da *Securities Act* em

---

[409] Paul Davies e Klaus Hopt sustentam que "When supported by an active market where traders compete to realize gains from new information, a well-functioning disclosure system increases the 'informativeness' of market prices, often referred to as the market's 'informational efficiency'". (ARMOUR, John, HANSMANN, Henry; e KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law*: A Comparative and Functional Approach. 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 244).

[410] EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais Regime Jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 29.

1933[411]. Antes disso, cada estado norte-americano possuía sua própria norma aplicável sobre valores mobiliários (*securities*), as quais eram chamadas de "*blue sky laws*", que, diferentemente do previsto no *Securities Act*, garantia ao poder estatal a possibilidade de intervir, de modo discricionário, na operacionalização das companhias abertas[412].

Por meio dessas obrigações, diversos dados do emissor, relativos às suas atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital e informações financeiras se tornaram de fácil acesso pelos investidores, além de estarem sempre atualizadas, posto que são informações cuja divulgação deve ser periódica[413].

No Brasil, há semelhante política de divulgação de informações. Conforme o artigo 4º, §§1º e 2º da LSA, as companhias que desejarem distribuir publicamente seus valores mobiliários precisam realizar dois registros prévios: *(i)* o registro da própria companhia; e *(ii)* o registro de toda e qualquer oferta pública de ações[414].

No que tange à divulgação de informações periódicas, cabe ressaltar as obrigações previstas na Seção II, Capítulo III da Instrução CVM nº 480/2009.

Dentre tais obrigações, há a divulgação de informações periódicas e eventuais nos *sites* mantidos na *internet* pela CVM e pelas próprias companhias no espaço dedicado à relação com investidores[415]. Nesse sentido, é obrigatória, por exemplo, a divulgação do Formulário de Referência, do Formulário Cadastral e das Demonstrações Financeiras.

---

[411] Louis Loss, ao analisar a adoção desse princípio no desenvolvimento e estruturação da regulação dos valores mobiliários nos Estados Unidos, concluiu que: "*Congress opted for the British disclosure philosophy over the native merit philosophy of the blue sky laws. (...) Congress was conscious also of Louis D. Brandeis's statement seventy years later in Other People's Money, strongly urging publicity as a remedy for social and industrial diseases generally and for excessive underwriter's charges specifically. 'Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman.' (...) He cited the Pure Food Law as an example: It does not guarantee quality or prices, but it does help the consumer to judge quality by requiring the disclosure of ingredients*". LOSS, Louis. *Fundamentals of Securities Regulation*. Boston, Little, Brown and Company, 1988, pp. 31-33.

[412] WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de Capitais: Fundamentos e Desafios***.** São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 189.

[413] WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de Capitais: Fundamentos e Desafios***.** São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 197.

[414] Nesse sentido, a Comissão de Valores Mobiliários editou: *(i)* a Instrução CVM nº 400, em 29 de dezembro de 2003, que regula o procedimento aplicável às ofertas públicas de valores mobiliários; e *(ii)* a Instrução 480, em 07 de dezembro de 2009, que determina as normas referentes ao registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado.

[415] Nos termos do artigo 13, parágrafo segundo, da Instrução CVM nº 480/2009, as companhias abertas registradas

Os procedimentos necessários para a divulgação de informação, por parte dos emissores de valores mobiliários, foram facilitados, por meio do desenvolvimento de tecnologias. Na era da *internet*, os órgãos reguladores passaram a disponibilizar seus próprios sistemas de divulgação de informação. No Brasil, a CVM utiliza o *software* Empresas.Net, cujos dados podem ser inseridos pelos emissores registrados na CVM, para divulgação de documentos, possibilitando a compilação de todas as informações do emissor[416].

Além de terem sido desenvolvidos instrumentos tecnológicos que facilitam a divulgação de dados, a mecanização desse procedimento pela *blockchain* seria capaz de aumentar o controle de quais informações estão sendo levadas a conhecimento dos investidores e quais não estão sendo.

Para tanto, a companhia que desejasse informar seus investidores por meio de *blockchain* poderia constituir uma cadeia privada, na qual a própria companhia atuaria como autoridade central, e todos os investidores corresponderiam a um bloco da rede.

Com isso, as informações ali disponibilizadas seriam de fácil acesso pelos acionistas e, a depender do seu conteúdo, garantiria o nível necessário de privacidade, tendo em vista a dificuldade de invasão a uma rede de *blockchain* e, também, diante do fato de que para ingressar no sistema seria necessária a prévia autorização da companhia.

Quando se trata de companhias abertas, em que a divulgação de informações para terceiros é essencial, pode-se também desenvolver uma *blockchain* para a concessão de informações a terceiros interessados na companhia, como fornecedores, credores, empregados e *stakeholders* em geral.

4.3 Contratos Inteligentes *(Smart Contracts)*

Os *smart contracts*, por sua vez, são aplicações de *software* com capacidade de executar determinadas ações de forma autônoma (*self-enforcement*), sem qualquer intervenção humana, desde que satisfeitas certas condições incluídas em sua programação.

---

na categoria A deve disponibilizar tais informações em sua página na rede mundial de computadores por 3 (três) anos, contados da data de divulgação.

[416] O sistema pode ser acessado em: <ww.sistemas.cvm.gov.br>. Acesso em 05.11.2019.

Assim como ocorre com a *blockchain*, não há uma tradução perfeita de *smart contract* para o Português. A literalidade remete a contratos inteligentes, embora a prática no Brasil e em outros países em que o inglês também não é o idioma oficial seja sempre referir-se aos *smart contracts* como expressão própria em inglês.

Se, de um lado, a *blockchain* é uma tecnologia recente e moderna, de outro lado, os *smart contracts* são tão antigos quanto as máquinas de refrigerante da década de 1990.

Os *smart contracts*, cuja criação é atribuída a Nick Szabo[417], são utilizados no pressuposto de que determinadas relações contratuais podem ser auto-cumpridas, com a satisfação recíproca das obrigações atribuídas a cada uma das partes, quando atendidas as premissas programadas no *software*.

Nick Szabo assim conceitua o *smart contract*:

> *A smart contract is a computerized transaction protocol that executes the terms of a contract. The general objectives of smart contract design are to satisfy common contractual conditions (such as payment terms, liens, confidentiality, and even enforcement), minimize exceptions both malicious and accidental, and minimize the need for trusted intermediaries*[418]

O propósito de tal contrato é assegurar a cada uma das partes que sua contraparte cumprirá suas obrigações previstas contratualmente. Para tanto, regras contratuais previamente acordadas entre as partes são convertidas em linhas de código de programação na forma de condicionais (*i.e.*, "se tal fato ocorrer, então tal consequência será produzida").

A máquina de refrigerante é um exemplo simples de tal estrutura. Lá está armazenado um código que contém um comando objetivo, no sentido de que "se alguém inserir na máquina a quantidade apropriada de dinheiro e selecionar o produto, então o refrigerante será entregue". Tal operação se configura como uma compra e venda normal, que está traduzida em código computacional.

---

[417] Há quem diga que Satoshi Nakamoto é na realidade um pseudônimo adotado por Nick Szabo, criador dos *smart contracts* (contratos inteligentes).

[418] SZABO, Nick. *"Smart Contracts"*. 1994. Nick Szabo's Papers and Concise Tutorials 6. Disponível em: http://www.fon.hum.uva.nl/rob/Courses/InformationInSpeech/CDROM/Literature/LOTwinterschool2006 /szabo.best.vwh.net/smart.contracts.html. Acesso em 05.11.2019.

A máquina não é o vendedor nessa relação contratual, mas atua simplesmente como "*third-party distribution agent"* e de *"enforcement mechanism*"[419]. O vendedor define os termos e condições do contrato, que são traduzidos para o código computacional inserido na máquina, de tal maneira que o cumprimento do contrato, com o pagamento e a entrega do objeto, será realizado automaticamente pela máquina.

Smart contracts podem ser feitos de diversas formas dentro do espectro do papel desempenhado pela linguagem de código computacional em determinado contrato. É possível formar um contrato que seja integralmente escrito em códigos, ou, em outro extremo, pode-se ter um contrato escrito inteiramente em linguagem natural, mas que prevê um método de pagamento automático e/ou outra forma de cumprimento instântaneo de obrigação programada.

Apesar de os *smart contracts* servirem para eliminar a necessidade de confiança entre ambas as partes de um contrato, de que haverá o devido cumprimento de suas respectivas obrigações, a máquina ou *software*, ao desempenhar o papel de "*third-party distribution agent"* e de *"enforcement mechanism*", ainda será propriedade de uma delas, e as partes deverão confiar que a máquina será capaz de interpretar o contrato conforme as negociações e acordos previamente estabelecidos. Uma das formas pela qual a necessidade de confiança pode ser dispensada é a aplicação do *smart contract*, por meio de uma *blockchain*.

O aspecto de autocumprimento dos *smart contracts* é benéfico em determinados contextos, mas também pode ser maléfico, uma vez que tais contratos não são programados para ponderar e/ou refletir se o efeito programado deve ser atribuído casuisticamente. Há tão somente a execução do que havia sido definido pelas partes nas linhas de código de programação estabelecidas para traduzir o contrato celebrado.

Sendo assim, os *smart contracts* não são perfeitamente compatíveis com a flexibilidade da lei e das alternâncias que a interpretação das partes e os aplicadores do Direito têm em relação a determinados aspectos do contrato.

Nesse sentido, caso as partes desejem reverter a situação contratual, retornando ao *status quo*, será necessário celebrar um novo *smart contract*. Outro malefício dos contratos inteligentes é o fato de se executarem com plena eficácia com a assinatura das partes, de modo

---

[419] RASKIN, Max. Georgetown Law Tech Review 305 (2017), "The Law and Legality of Smart Contracts", pp. 314. Disponível em: <https://georgetownlawtechreview.org/wp-content/uploads/2017/05/Raskin-1-GEO.-L.-TECH.-REV.-305-.pdf>. Acesso em 05.11.2019.

que os requisitos subjetivos que garantiriam a existência, validade e eficácia do contrato não terão relevância e não serão sequer considerados, a menos que tenham sido programados.

Como exemplo, os contratos inteligentes que, apesar de apresentarem qualquer vício de existência, validade e eficácia, serão ainda assim executados, tendo em vista que: *(i)* não há tempo hábil para que as partes oponham os remédios necessários contra a inexistência, invalidade ou ineficácia havida no caso concreto; e *(ii)* após a execução do contrato, é possível que o seu objeto esteja em situação que impossibilita a reversão contratual e retorno ao *status quo ante*.

Ainda que seja possível alegar que, diante do Poder Judiciário, o bem poderia retornar ao estado anterior à execução do contrato, os contratos inteligentes permitem que não exista uma parte a ser constrangida para tanto, necessitando de um novo código que produza o efeito reverso do contrato principal[420].

No período de elaboração do contrato inteligente, as partes ou um mecanismo pré-definido escolhem um terceiro responsável por avaliar o negócio jurídico, de modo a assegurar a satisfação de requisitos de existência, validade e eficácia, com o objetivo de tentar garantir que o cumprimento do contrato não violará as leis aplicáveis. Com isso, o indivíduo escolhido poderá corrigir vícios e nulidades do *smart contract*.

No que tange especialmente à utilização de *smart contracts* com *blockchain* por companhias abertas, pode-se citar: *(i)* a utilização na execução de opções de compra; *(ii)* a transferência de ativos oferecidos como garantia; *(iii)* os pagamentos de bônus a funcionários[421]. Em todas estas hipóteses, a utilização da forma de um *smart contract* garantiria a inocorrência de descumprimentos e atuações de má-fé de qualquer parte.

---

[420] GONÇALVES, Pedro Vilela Resende; CAMARGOS, Rafael Coutinho. Blockchain e 'judge as a service' no direito brasileiro. In: *Anais do II Seminário de Governança da Redes e o Marco Civil da Internet*. 2017. Disponível em: <http://irisbh.com.br/blockchain-smart-contracts-e-judge-as-a-service-no-direito-brasileiro>. Acesso em 05.11.2019.

[421] YERMACK, David. *Corporate Governance and Blockchains* (November 28, 2016). Review of Finance, Forthcoming. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=2700475. Acesso em 05.11.2019.

4.3.1 Aplicação dos *Smart Contracts* às Assembleias Gerais

No que tange ao exercício do direito de voto em Assembleias Gerais, cabe ressaltar a possibilidade de se contabilizarem, automaticamente, os votos proferidos por acionistas vinculados em um acordo de acionistas formalizado como um *smart contract*.

Nesses casos, as instruções de voto proferidas em reuniões prévias seriam automaticamente contabilizadas, de modo a prevenir atuações contraditórias por parte dos acionistas. Com isso, haveria tanto a redução dos custos de fiscalização da validade do voto proferido, que, atualmente, cabe ao presidente da Assembleia Geral, como também seriam afastados os custos referentes à declaração de ineficácia de um voto indevidamente proferido por um acionista vinculado a determinado acordo de acionistas.

Por meio do estabelecimento de acordo de acionistas, em regime de *smart contract*, seria possível, portanto, que os votos proferidos em violação a tal acordo fossem desconsiderados automaticamente, por serem ineficazes, nos termos do artigo 118, §8º da LSA.

Como se sabe, os votos exercidos em Assembleia Geral em descumprimento a acordo de acionistas (e/ou, conforme o caso, à instrução de voto havida em reunião prévia estabelecida em acordo de acionistas) devem ser considerados ineficazes e não podem ser computados pelo Presidente da Assembleia Geral, de acordo com o art. 118, §8º, LSA.

O acionista prejudicado pela infração ao acordo de acionistas devidamente arquivado na sede da companhia (incluindo, se for o caso, nas hipóteses de ausência ou abstenção) poderá votar com as ações do acionista infrator, ausente ou omisso, nos termos do artigo 118, §9º, LSA.

A instrução de voto estabelecida no acordo de acionistas (ou em reunião prévia estabelecida em acordo de acionistas) funcionará como mandato legal e autorizará os acionistas prejudicados a exercerem o direito de voto das ações pertencentes ao acionista infrator na Assembleia Geral, na hipótese deste último descumprir, se ausentar ou se omitir na Assembleia Geral.

Com a utilização do formato de um *smart contract*, todas essas questões seriam resolvidas de forma muito mais prática. Isto porque a auto executoriedade do contrato tornaria automático todo o procedimento envolvido na contabilização de votos proferidos por acionistas vinculados a um acordo.

5 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Uma vez analisadas algumas das tecnologias e sua interação com o Direito Societário, cumpre verificar de que forma podem oferecer respostas a questões e entraves atuais de governança corporativa.

A expressão governança corporativa, tão criticada entre nós[422], teve origem nos Estados Unidos[423]. Designa o conjunto de regras, na maioria das vezes provenientes de autorregulação[424], que buscam trazer maior transparência e controle sobre os atos de gestão das sociedades em geral.

---

[422] O termo "governança corporativa" já foi exaustiva e severamente criticado pela doutrina brasileira. Erasmo Valladão e Mauro Moisés Kertzer ensinam que "governança corporativa" não é tradução adequada para "corporate governance", propondo que tal expressão estaria traduzida de forma mais adequada para o nosso vernáculo como "governação compartilhada da companhia" ou mesmo "governo das sociedades", tal como ocorre em Portugal (HOPT, Klaus J. Deveres legais e conduta ética de membros do conselho de administração e de profissionais. Tradução de Erasmo Valladão A. e N. França e Mauro Moisés Kertzer. RDM. São Paulo: Malheiros, n. 144, pp. 107-119, out./dez. 2006, p. 117). Neste mesmo sentido, Marcelo von Adamek detalha que: "*No Brasil, uma péssima tradução literal [...] fez vingar a expressão "governança corporativa", que, a rigor, é inexpressiva. 'Governança' é sinônimo de 'governo', quando não de 'intendência'. 'Corporativa' é o adjetivo utilizado para designar aquilo que é relativo às corporações, palavra essa que, juridicamente, tem sentido bastante diverso (= agremiação ou união de pessoas, subordinadas a uma regra, estatuto ou compromisso) e que apenas por meio da tradução homófona do termo norte-americano 'Corporation' estaria a designar as sociedades anônimas.*" (ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A* (e as Ações Correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009. p. 115). Arnold Wald também critica a utilização do termo "governança corporativa", por tratar-se "*de um anglicismo condenável, não só por respeito à língua nacional como também pela associação de idéia que pode acarretar. Na língua portuguesa, corporação tem o sentido de associação profissional, sendo inclusive uma reminiscência medieval*". E conclui ser "*mais adequado usar a expressão 'governo das empresas', que é corrente nos países de língua latina, nos quais a corporação não se confunde com a sociedade anônima.*" (WALD, Arnold. *O governo das empresas.* RDB. São Paulo: RT, n. 15, jan./abr. 2002, p. 53). Nós mesmos já tivemos a oportunidade de ponderar sobre o tema (NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 33-34). Entretanto, com a devida vênia, neste trabalho, quando fizermos referência ao conceito, utilizaremos a expressão "governança corporativa", que - embora eivada de imprecisão conceitual – acabou consagrada e largamente adotada no Brasil, inclusive na autorregulação da B3.

[423] Nesse sentido, Adriano Castello Branco destaca que "*O movimento da governança corporativa, que se propõe a aperfeiçoar a administração das empresas, teve início nos Estados Unidos como reação ao desenvolvimento das grandes companhias americanas, nas quais, em razão da pulverização do capital, configurou-se uma crescente separação entre a propriedade da companhia e sua gestão ou controle.*" (BRANCO, Adriano Castello, "Breves Notas sobre Ofertas Públicas de Ações no Direito Brasileiro e Governança Corporativa". *In:* SILVA, Alexandre Couto (coord.). Direito Societário: Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações. São Paulo: Saraiva, 2013).

[424] Vital Moreira destaca que "*A regulação pode ser auto-regulação quando os regulados são também os reguladores, através de esquemas organizatórios adequados, necessariamente através de decisões ou acordos estabelecidos por e entre as suas organizações associativas ou representativas.*" (MOREIRA, Vital. *Auto-Regulação Profissional e Administração Pública*. Coimbra: Livraria Almedina, 1997. p. 52).

No Brasil, por conta do modelo de concentração acionária prevalecente na maioria das companhias, o principal desafio da governança corporativa é a criação de incentivos para que acionistas controladores e administradores atuem no interesse de minoritários, pluralidades de acionistas e *stakeholders*, protegendo os "vulneráveis" contra abusos e desvios por parte de agentes societários dotados de poderes especiais[425].

O crescimento da governança corporativa ocorreu principalmente nos anos 1980 e 1990, em resposta a grandes escândalos empresariais, que culminaram na promulgação do *Sarbanes-Oxley Act* nos EUA, buscando "*protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws (...)*."[426]

Mudanças legislativas buscaram incorporar aos ordenamentos jurídicos conceitos de governança corporativa[427]. No Brasil, destaca-se o esforço empreendido pela Lei nº 10.303/2001 na reforma da LSA e da Lei nº 6.385/1976, a fim de aprimorar e fortalecer os direitos dos acionistas minoritários. Adicionalmente, exalta-se a criação de segmentos especiais de negociação de ações, pela B3, os quais são de adesão voluntária e estão reservados para companhias que adotem práticas diferenciadas de governança corporativa.

Essa série de iniciativas coordenadas se inseriu em contexto de prosperidade econômica global e abundância de investimentos em países emergentes[428], que proporcionou fortalecimento e expressivo crescimento do mercado de capitais brasileiro, especialmente no período compreendido entre 2004 e 2011.

---

[425] "*Corporate governance is, to a large extent, a set of mechanisms through which outside investors protect themselves against expropriation by the insiders*". (LA PORTA, Rafael e LOPEZ-DE SILANES, Florencio, SHLEIFER Andrei, VISHNY Robert. "Investor Protection and Corporate Governance". *In* Journal of Financial Economics. V. 58. 2000).

[426] SEC. Federal Public Law no. 107-2014. Disponível em <https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>. Acesso em 05.11.2019.

[427] Marcelo von Adamek destaca que: "*(...) a partir dos anos 1980, estudiosos e profissionais norte-americanos reuniram-se e prepararam, sob os auspícios do American Law Institute, o documento que viria a ser oficialmente adotado e promulgado em 13 de maio de 1992, denominado Principles of Corporate Governance, no qual foram consolidadas regras, práticas e providências de boa administração, tendentes a fazer com que a gestão das companhias abertas seja mais objetiva, transparente e tenha em conta os interesses dos investidores.*" (ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as Ações Correlatas São Paulo: Saraiva, 2009. p. 116).

[428] Neste sentido, destacamos especialmente: *(i)* MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). *Direito Societário*: Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 119-155; e *(ii)* AZEVEDO, Luis André Negrelli de Moura. A oferta pública para aquisição de controle sob a perspectiva da companhia aberta ofertante. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.), op. cit., pp. 74-114.

A adesão aos segmentos de listagem especial da B3 passou a não ser apenas benevolência dos agentes do mercado, mas sim opção motivada por razões econômico-financeiras, a fim de obter aumento de valor e captação de investimento[429].

Os segmentos de listagem da B3 são, atualmente, alguns dos principais instrumentos de governança corporativa no Brasil. São mais rígidos do que a legislação e a sua adoção por diferentes sociedades é capaz de conferir a transparência e a confiança de que a sociedade listada atua com certo grau de seriedade e profissionalismo.

Sabe-se que ainda há muito a ser aprimorado e desenvolvido em relação aos padrões atuais, na certeza de que estar aderente aos segmentos de listagem especial da B3 não faz com que a companhia possa ser automaticamente reputada como seguidora dos melhores princípios de governança corporativa[430].

Entretanto, a adesão a tais segmentos de listagem tem o potencial de tornar as ações da companhia aderente mais atrativas aos investidores[431] e, em certa medida, mais valorizadas.

Por razões diversas, o estudo da governança corporativa pressupõe a análise sobre as relações societárias existentes nos ambientes interno e externo da sociedade, abordando-se as relações, a teoria de agência e seus respectivos problemas. Portanto, passaremos a fazê-lo,

---

[429] Nesse sentido, a B3 destaca que "*[...]Todos esses segmentos prezam por rígidas regras de governança corporativa. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.A.s.) e têm como objetivo melhorar a avaliação daquelas que decidem aderir, voluntariamente, a um desses segmentos de listagem. Além disso, tais regras atraem os investidores. Ao assegurar direitos e garantias aos acionistas, bem como a divulgação de informações mais completas para controladores, gestores da empresa e participantes do mercado, o risco é reduzido [...].*" (Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/. Acesso em 05.11.2019).

[430] Apesar de todas as alterações e melhoramentos que já foram realizados nas regras de listagem da B3, é possível perceber que ainda há muito a ser desenvolvido. Como exemplo, pode-se citar o artigo 15, do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, mais alto nível de governança corporativa da bolsa, que prevê a obrigatoriedade da presença de, ao menos, 2 (dois) ou 20% (vinte por cento) – o que for maior – de conselheiros independentes no conselho de administração de companhias listadas no referido segmento. O que é possível perceber, na prática do mercado, é que, inobstante os critérios elencados no artigo 16 de tal Regulamento, muitas vezes o conselheiro independente atua de forma coordenada com o acionista controlador da companhia, indo de encontro à sua função principal.

[431] Nesse sentido, "*A importância desses níveis diferenciados para o aprimoramento do mercado de valores mobiliários nacional é inegável, e sua verificação se dá pela análise comparativa do grau de atratividade entre ações de companhias que tenham aderido a um dos níveis, com especial destaque àquelas que se submeteram a regras mais equânimes em relação a acionistas minoritários (Nível 2 e Novo Mercado), e ações das demais companhias.*" CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. "Abertura e Fechamento de Capital". In*:* CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). Sociedade Anônima - 30 anos da Lei 6.404/76. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 471.

com o objetivo sequencial de enquadrar o tema na análise dos efeitos que a adoção de tecnologias em Assembleia Geral pode promover aprimorando relações e prevenindo problemas de agência.

5.1 Problemas de Agência

O sistema legal do Direito Societário cumpre algumas funções principais. A primeira delas é estabelecer a estrutura e a forma de funcionamento das sociedades, com a previsão de regras para assegurar o cumprimento de tal função. A segunda função, que é um desdobramento lógico da primeira, é controlar e prevenir conflitos de interesses e harmonizar a convivência entre os diversos agentes que interagem nas sociedades, incluindo acionistas controladores, acionistas minoritários, administração, credores, trabalhadores e comunidade externa em geral.

Esses potenciais conflitos e divergências entre os diversos agentes que interagem nas sociedades são chamados de "problemas de agência" *(agency problems)* ou "problemas de representação principal-agente" *(principal-agent problems)*.

O problema consiste em assegurar que os incentivos e motivações do agente *(representante)* estão alinhados com os objetivos do principal *(representado)*, buscando evitar surgimento de conflito e divergências de interesses.

De forma geral, as estratégias usualmente adotadas para minimizar problemas de governança corporativa se referem a: *(i)* selecionar e remover agentes-representantes (especialmente nas relações entre acionistas e administradores, em que os acionistas elegem e destituem os administradores); *(ii)* aprovar e ratificar decisões societárias, conferindo aos principais ingerência direta no processo de tomada de decisão por parte dos agentes-representantes; e *(iii)* promover confiança e recompensa, por meio de incentivos (geralmente financeiros) para o alinhamento de interesses de agentes e principais[432].

---

[432] ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier et al. *The anatomy of corporate law*. 3ª ed. Nova Iorque: Oxford University Press, 2009. p. 42-43.

A relação de representação em que uma parte (*principal*) depende de ação a ser tomada por uma outra parte (*agente*) pressupõe a existência de confiança entre os envolvidos, com harmonia de interesses e propósitos entre o principal e o agente. A motivação para atuação do agente deve estar alinhada aos interesses do principal e não simplesmente ao seu próprio interesse. Caso contrário, há certa probabilidade de que surjam desvios em tal relação de representação, especialmente conflitos de interesse e problemas de agência[433].

Por razões diversas, a fim de assegurar que a relação de representação esteja se desenvolvendo de forma adequada, é recomendável que exista monitoramento do principal em relação à atuação do agente. Em um ambiente de fluxo adequado de informações e incentivos, há expectativa de que este monitoramento seja feito de forma harmônica e sem muitos custos (financeiros, temporais e sistêmicos)[434].

Um dos principais desafios modernos do Direito Societário é, justamente, a redução de custos para evitar a ocorrência dos problemas de agência. Sendo assim, devem existir incentivos para que o agente não tome atitudes que prejudiquem o principal[435]. Usualmente, esses incentivos são criados por soluções contratuais, legais e/ou regulatórias[436].

A dificuldade central ocorre devido ao fato de o agente ter, usualmente, melhores informações do que o principal sobre fatos importantes da atividade de representação que está sendo exercida. Por essa razão,

> (...) a solução normalmente encontrada para tais conflitos tem consistido no desenvolvimento, por parte de agentes reguladores e auto-reguladores, de mecanismos eficazes de monitoramento e controle - baseados no full and fair disclosure - sobre o comportamento dos acionistas controladores e/ou dos administradores, conforme a estrutura de propriedade predominante.[437]

---

[433] KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HASMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; ROCK, Edward. *The anatomy of corporate law*. 3ª ed. Nova Iorque: Oxford, 2009. 322, p. 35-36.

[434] Todas as vezes em que nos referirmos ao conceito de *custo* nesta Seção 5, em respeito às lições de Ronald Coase pedimos que a acepção da expressão seja ampla e considere os custos de natureza financeira, temporal e sistêmica. Por razões didáticas e buscando dar fluidez ao texto, adotaremos simplesmente a expressão *custos*. (COASE, R. H. "The Nature of the Firm" In: *Economica (new series)*, Vol. 4, Nº 16, pp. 386-405, 1937. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=1506378. Acesso em 05.11.2019.

[435]JENSEN, Michael C. and MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.

[436] SAPPINGTON, David E.M., "Incentives in Principal-Agent Relationships", 5, The Journal of Economic Perspectives 2, 45-66 (Spring, 1991).

[437] IBGC. Governança corporativa: estrutura de controles societários. IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009.

Há limites para que o principal possa afirmar que a atuação do agente está adequada à expectativa, o que pode fazer com que o agente desempenhe suas funções de forma oportunista. Uma vez disponíveis as informações, é importante que exista acompanhamento da atuação do agente em favor do principal, de modo a assegurar que os incentivos e motivações do agente *(representante)* estejam alinhados para satisfação dos objetivos do principal *(representado)*.

No ambiente das sociedades anônimas, o exemplo mais clássico e emblemático de problema de agência é aquele entre *(i)* acionistas *(principais)*, que detêm a propriedade; e *(ii)* administradores *(agentes)*, que possuem mais informações e estão mais atuantes na condução dos negócios da sociedade do que os próprios acionistas, mas são elegíveis e destituíveis por estes últimos[438].

Adam Smith ponderava, no longínquo ano de 1776, que os administradores de companhias abertas não atuavam com a mesma diligência que normalmente se verificaria em sociedades de pessoas, concluindo que a abundância de recursos, somada a distância das relações entre os acionistas, negligência e falta de controles internos, em regra, prevalecia naquelas e induziria tal comportamento[439].

Diferentes sociedades, com distintas estruturas de capital e formas de administração, poderão apresentar realidades díspares em seus problemas de agência.

Sociedades com poucos acionistas (ou, até mesmo, sociedades familiares) costumam apresentar estruturas menos complexas e, adicionalmente, podem apresentar relações mais harmoniosas entre os sócios, facilitando o fluxo de informação. Em contraponto, grandes companhias, com elevado grau de dispersão acionária, podem apresentar estruturas complexas e base acionária composta majoritariamente por acionistas com perfil investidor,

---

438 "*Here the owners are the principals and the managers are the agents. the problem lies in assuring that the managers are responsive to the owners interests rather than pursuing their own personal interest*" (KRAAKMAN, Reinier et al. *The Anatomy of Corporate Law, a Comparative and Functional Approach*. Third Edition. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 89).

439 "*The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company*." (SMITH, Adam. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. Methuen & Co. Londres: MetaLibri, 2007, pp. 574-575).

dotados de comportamento passivo e desinteressados da condução ativa dos negócios da sociedade. A questão tende a se agravar ainda mais quando envolve acionistas de diferentes países. Nessas estruturas, pode ser mais difícil acompanhar e fiscalizar a atuação dos administradores.

A adoção de boas práticas de governança corporativa é usualmente relacionada também à redução de custos de verificação, acompanhamento e vigilância destas relações de representação.

Quando se criam mecanismos para melhorar o fluxo das informações relacionadas à atuação dos agentes em determinada sociedade – exemplificativamente, no que se refere a atuação e aos atos de administração, a tendência é haver uma redução de custos de verificação, acompanhamento e vigilância dos acionistas em relação à atuação dos administradores.

As estratégias legais que visam à redução de custos de verificação usualmente são divididas entre *(i)* estratégia regulatórias, que são aquelas que estabelecem parâmetros da relação agente-principal e moldam a atuação do agente, e *(ii)* estratégias de gestão (ou governo), que são aquelas que auxiliam o acompanhamento e a fiscalização do agente pelo principal[440]. Tradicionalmente, as intervenções regulatórias e de governo visam à proteção do investidor, a fim de evitar fraudes e manipulações indevidas do mercado[441].

Diversas medidas de governança corporativa são estabelecidas pela própria CVM, seja pela obrigatoriedade de divulgação de Fatos Relevantes e Comunicados ao Mercado (artigo 3º da Instrução CVM nº 358/2002), pela criação de sistema unificado em que estas informações

---

[440] "*A lei desempenha importante função para reduzir os custos de verificação da forma de atuação do agente ao permitir acesso (i) a informações referentes à atuação, (ii) a meios legais para apresentação dessas informações, bem como a ações de responsabilização dos agentes pela atuação desonesta e negligente. A estratégia legal para redução dos custos decorrentes da agência pode se dividir em dois tipos: estratégias regulatórias e estratégias de governo. Nas estratégias regulatórias, são estabelecidos os principais termos que governam a relação principal-agente, reprimindo diretamente a atuação do agente. As estratégias de governo são aquelas em que se busca facilitar o controle do principal sobre o comportamento do agente, tais como eleição e destituição de administradores, decisão inicial ou ratificação de decisão tomada pela administração, as estratégias de incentivo (de recompensa financeira ou de confiança, como o conselheiro independente e auditoria).*" SILVA, Alexandre Couto. "Conflito de Interesses: Problemas de Agência". *In:* SILVA, Alexandre Couto (coord.). Direito Societário: Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 21.

[441] LOSS, Louis. O papel do governo na proteção dos investidores. Revista de Administração de Empresas. Vol. 26. Nº 2. São Paulo. Abr./Jun. 1986.

estarão disponíveis ou pela sua atuação sancionatória, por meio dos Processos Administrativos e Processos Administrativos Sancionadores.

De forma resumida, a governança corporativa concentra esforços no fortalecimento de um sistema de freios e contrapesos para as relações entre *(i)* acionistas controladores e minoritários; *(ii)* acionistas em geral e administradores; e *(iii)* agentes internos e agentes externos *(stakeholders)*.

A solidez dos direitos dos acionistas contribui para o fortalecimento do sistema de governança corporativa, devendo, de um lado, assegurar direitos aos acionistas e, de outro lado, criar incentivos ou diminuir desincentivos para que eles façam efetivo uso de tais direitos. A apatia racional e a assimetria de informações são reconhecidas como principais obstáculos atualmente [442].

5.1.1 Acionistas Controladores *vs.* Acionistas Minoritários

No Brasil, as relações societárias que mais comumente apresentam problemas de agência são aquelas entre acionistas controladores e minoritários[443]. Essa é uma realidade típica de países onde prevalece a concentração acionária nas companhias.

O conflito entre, de um lado, acionistas controladores e, de outro lado, acionistas minoritários (ou não controladores) representa, de certa forma, um embate em que os não controladores buscam:

(i) em abordagem superlativa (e, por assim dizer, exagerada e desmedida) receber – na medida em que aplicável – tratamento isonômico àquele dos controladores, ainda que se pondere sobre a inadequação que tal isonomia poderia causar *vis-à-vis* as diferenças de investimentos realizados e riscos assumidos; e

---

[442] KRANS, Anatoli van der. *The Virtual Shareholders Meeting: How to make it work?* Journal of International Commercial Law and Technology, Vol. 2, Issue 1 (2007). p. 32.

[443] MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas da Capital Pulverizado Brasileiras, pp. 218-262. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R.; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coord.) Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 220.

(ii) em abordagem adequada (e, na verdade, equilibrada) receber proteções e estabelecer limites para que os não controladores não sejam expropriados pelos controladores, buscando evitar situações de abuso de poder.

As soluções oferecidas pela governança corporativa possuem diferentes contornos a depender do sistema jurídico no qual a sociedade esteja inserida[444]. No Brasil, a LSA tem como um dos principais objetivos regular a relação entre, de um lado, o acionista controlador e, de outro lado, a companhia e os demais acionistas[445], tendo consolidado o sistema de responsabilidade do acionista controlador[446] e da repressão aos atos de abuso do poder de controle[447].

A dicotomia controlador-minoritário, no contexto brasileiro, acaba por também se traduzir em conflito entre os proprietários (acionistas) e os gestores (administradores). Nesse sentido, por definição, o acionista controlador também será aquele com a capacidade de eleger

---

[444] Marcelo von Adamek desta que "*A verdade é que, em matéria de corporate governance, as soluções não podem ser uniformemente aplicadas em todos os países, sem considerar as características de cada mercado de capitais. Em países como Estados Unidos da América e Inglaterra, o mercado acionário caracteriza-se pela dispersão, com a pulverização de valores mobiliários em mãos de inúmeros investidores. Em outros mercados, como o da Alemanha, o do Japão e mesmo o do Brasil, há, ao revés, maior concentração das ações, sobretudo em poder de investidores institucionais. É claro, pois, que as medidas e soluções preconizadas para aqueles países não podem ser pura e simplesmente transportadas para estes, sob pena de não surtirem o efeito desejado.*" (ADAMEK citando PETTET e SALOMÃO FILHO, em ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as Ações Correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009. p. 117).

[445] Nesse sentido, Nelson Eizirik destaca que "*Seu foco principal* [da LSA] *é o das relações entre a companhia e seus acionistas e entre o controlador e os minoritários. Os interesses primários são os dos acionistas. Em alguns dispositivos trata de outros interessados, os secundários: os credores, principalmente, na disciplina do capital; e a comunidade, os trabalhadores e o próprio Estado, ao regular o exercício do poder de controle*". (EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I – 2ª ed.. Revista e Ampliada – Artigos 1º a 79. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 40).

[446] Nesse sentido, Arnoldo Wald destaca que "*Embora tivéssemos algumas normas relativamente modernas no Dec.-Lei nº 2.627, de 1940, foi somente com a Lei nº 6.404, de 1976, que, sob a influência do direito-americano, estruturou-se, no Brasil, um regime jurídico que consolidou o sistema de responsabilidade do acionista controlador. Efetivamente, com a mencionada lei, decorrente de anteprojeto dos professores Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy, definimos, em termos modernos, os princípios básicos do direito societário, inclusive e especialmente para a sociedade aberta*". (WALD, Arnoldo. O Governo das Empresas. *RDB*, v. 15. São Paulo: Revista dos Tribunais, jan./mar. 2002, p. 66).

[447] Nos termos de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, "*O abuso do poder de controle é mais frequente, mais sutil e mais prejudicial à minoria do que o abuso do direito de voto pela maioria eventual. Dispondo do comando permanente da máquina social, elegendo ou destituindo os administradores, transformando interesses próprios e desejos individuais em deliberações assembleares, e complementando-as com atos administrativos, usando a sociedade como bem seu para obter ou trocar fatores – o acionista controlador, muita vez, é induzido pelas facilidades que se lhe abrem, a confundir o interesse próprio com o da sociedade que domina*". (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito Das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 611).

a maioria dos membros dos órgãos de administração da companhia[448]. Embora os administradores devam sempre atuar no melhor interesse da companhia, e não do acionista que os elegeu (art. 154, parágrafo único, da LSA), fato é que, na prática, o controlador é responsável pela eleição e, conforme o caso, pela destituição dos administradores.

Desse modo, os conflitos societários resultantes do embate entre controlador e minoritários não se resumem a matérias de competência da Assembleia Geral, mas também transbordam para questões relativas à atuação dos órgãos da administração.

Historicamente, o mercado brasileiro se caracteriza pela concentração acionária e existência de grupo de acionistas controladores definidos na maioria das companhias[449]. Entretanto, a quantidade de companhias abertas brasileiras organizadas com dispersão acionária vem crescendo gradativamente[450].

Dentre as companhias abertas que ingressaram no segmento especial do Novo Mercado B3 até 2016, os dados empíricos evidenciam crescimento do número de companhias com estrutura acionária organizada com dispersão[451].

---

[448] Nesse sentido, nos termos do artigo 116 da Lei nº 6.40/76: "*Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.*" (grifo nosso).

[449] Em 2011, estudos empíricos revelavam que as companhias abertas brasileiras eram caracterizadas pela concentração acionária. Exemplificativamente, referir-se à pesquisa de: *(i)* VALADARES, Silvia Mourthé; e LEAL, Ricardo Pereira Câmara. *Ownership and Control Structure of Brazilian Companies*. 2000. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=213409>. Acesso em 04.02.2019. A partir da análise dos IANs de 325 companhias abertas brasileiras, referentes ao exercício social de 1996, constatou que 62,5% das companhias analisadas possuíam um acionista detentor de 74% do capital social votante da companhia. Outras constatações de tal pesquisa também revelam o perfil de concentração acionária característico das companhias abertas brasileiras; e *(ii)* GORGA, Erica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. *3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers*. Abr. 2008. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1121037>. Acesso em 04.02.2019, que em atualizada pesquisa constata que as características de concentração acionária se mantêm, mas as novas companhias abertas ingressantes no segmento especial do Novo Mercado da B3, cada vez mais frequentemente, adotam estruturas de dispersão acionária.

[450] Maurício Menezes destaca que "*No que se refere à estrutura do poder de controle, encontra-se em curso a flexibilização do modelo que vigorou no Brasil no curso do último século de atividade econômica: o antigo controle concentrado, usualmente titulado por membros de uma ou poucas famílias, vem abrindo espaço para o controle minoritário. É certo que os casos são ainda incipientes, mas a flexibilização é incontroversa. A difusão do controle do capital é um caminho que se abriu apenas recentemente e constitui fenômeno que atinge o âmago da estrutura acionária no Brasil. Seus efeitos ainda estão sendo produzidos e não há condições de se afirmar quais os rumos que serão seguidos no futuro próximo*." (MENEZES, Maurício Moreira Mendonça de. *O Poder de Controle nas Companhias em Recuperação Judicial*. Rio de Janeiro: Forense, 2012. p. 25).

[451] Em pesquisa feita ao website da B3 em outubro de 2018, constatou-se que, em uma amostragem composta por

A tendência é que, se o mercado brasileiro continuar a se desenvolver, surjam cada vez mais companhias com dispersão acionária. Neste cenário, novos desafios se apresentariam, exigindo que alguns conceitos da legislação societária sejam repensados.

Nesse compasso, é cada vez mais importante envolver a pluralidade de acionistas da companhia no exercício de seus respectivos direitos, a fim de aprimorar as relações societárias e reduzir custos de verificação, acompanhamento e vigilância das relações de representação inerentes à sociedade.

De uma forma ou de outra, os institutos da governança corporativa se tornam ainda mais fundamentais, na medida em que atuam como os freios e contrapesos para assegurar o bom funcionamento da sociedade.

5.1.2 Acionistas *vs.* Administradores

Tradicionalmente, o problema de agência entre acionistas e administradores revela-se na situação em que os acionistas (*representados*) buscam estabelecer limites para a atuação dos administradores (*representantes*), a fim de que esses atuem em busca da satisfação do interesse social e da pluralidade acionária e não em função do atendimento de interesses próprios.

Nos países em que há intensa dispersão acionária nas companhias abertas, são relativamente comuns casos em que os administradores assumem o poder de controle da companhia. Tal hipótese é chamada no Brasil de *controle gerencial* e nos EUA de *management control*[452].

---

440 (quatrocentos e quarenta) companhias abertas listadas perante a B3, em 37% (trinta e sete por cento) de tais companhias há acionista ou grupo de acionistas detentor(es) de, pelo menos, 74% (setenta e quatro por cento) das ações ordinárias de emissão de tal companhia; com evidente traço característico da concentração acionária.

[452] Nesse sentido, ver: *(i)* EIZIRIK, Nelson. O mito do "controle gerencial" – alguns dados empíricos. *RDM*. São Paulo: Malheiros, n. 66, pp.103-106, abr./jun., 1987; *(ii)* CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. *Controle Gerencial*. São Paulo: Quartier Latin, 2010; *(iii)* NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 53; *(iv)* COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p 60.

Esses casos ocorrem principalmente quando há absenteísmo e não exercício de direitos políticos por parte de acionistas que, a despeito de não serem isoladamente majoritários, no cenário de dispersão acionária possuiriam as participações mais relevantes da companhia. Desse modo, assume o poder de controle aquele que efetivamente o exerce (*in casu* os administradores da companhia).

No Brasil, até mesmo a relação de potencial conflito entre acionistas e administradores assume uma feição própria e característica do nosso cenário, em que prevalecem companhias com concentração acionária.

Os estudos de direito societário comparado ensinam que, por conta da característica da administração delegada inerente às sociedades anônimas em diversos países do mundo, o poder de eleger e destituir administradores assume uma importância chave para mitigar eventuais problemas de agência entre acionistas (*representados*) e administradores (*representantes*)[453].

Os artigos 122, inciso II, e 140, *caput*, da LSA preveem que os membros do Conselho de Administração são destituíveis *ad nutum* e a qualquer tempo pela Assembleia Geral, de tal maneira que eventual desvio no exercício de funções pode ser facilmente remediado com a substituição do administrador por outro, a critério da Assembleia Geral.

A legislação societária consagra o princípio majoritário como parâmetro fundamental para a tomada das deliberações sociais. Pela sua aplicação, tem-se que a estrutura orgânica das sociedades anônimas se baseia na relação de exercício de poder e prevalência da decisão tomada pela maioria dos votos, que determina a decisão coletiva e sujeita todos os membros do grupo (inclusive, dissidentes, ausentes e vencidos na deliberação tomada) aos efeitos vinculantes da decisão tomada.

No Brasil, devido ao grande número de companhias com controlador majoritário, em muitos casos, a atuação dos administradores acaba se confundido com a dos próprios

---

[453] "*Given the central role of delegated management in the corporate form, it is no surprise that appointment rights – the power to select or remove directors (ot other managers) – are key strategies for controlling the enterprise. Indeed, these strategies are the very core of corporate governance. (...) the power to appoint directors is a core strategy not only for addressing the agency problems of shareholders in relation to managers, but also, in some jurisdictions, for addressing agency problemas of minority shareholders in relation to controlling shareholders, and of employees in relationship to the shareholder class as a role*". (ARMOUR, John, HANSMANN, Henry; e KRAAKMAN, Reinier. Agency Problems and Legal Strategies. In: KRAAKMAN, Reinier et al. *The Anatomy of Corporate Law*: A Comparative and Functional Approach. 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 37).

acionistas controladores, especialmente quando estas duas figuras (*controlador* e *administrador*) se embaraçam em uma mesma pessoa.

José Alexandre Tavares Guerreiro ensina que:

> O legislador brasileiro, de certa forma, trai sua própria convicção acerca do modelo administrativo da sociedade anônima como sistema de poder. Se é certo, de um lado, que os administradores devem ser independentes, no interesse da companhia (art. 154, *caput*, da Lei nº 6.404), não é menos certo, de outro lado, que o ordenamento societário alude como já dissemos, ao uso efetivo do poder de controle para "dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. [...] na medida em que a própria lei admite e até afirma tal possibilidade de dirigir/orientar por parte do acionista controlador, resulta claro que, por trás da administração profissional ou burocrática, atua a eminência parda dos titulares do poder acionário.[454]

O Brasil tem as suas próprias "jabuticabas" e, por este motivo, temas como o problema de agência entre acionistas e administradores devem ser analisados, buscando apoio em nossa própria doutrina e atento às nossas raízes pátrias, como o faz José Alexandre Tavares Guerreiro[455].

Entre nós, muitas vezes, os excessos e eventuais desmandos por parte de administradores que sejam capazes de conduzir a situações de problemas de representação com a generalidade dos acionistas são, na realidade, situações de exteriorização e cumprimento de comandos recebidos dos acionistas controladores.

Com aplicação magistral ao que se quer explicar aqui, José Alexandre Tavares Guerreiro leciona que:

> (…) pelo menos do ponto de vista da análise sociológica, a estrutura burocrática da administração social pode ser levada a atender não o interesse da companhia, como em princípio quer a lei, mas a funcionar precisamente como o meio pelo qual se dá guarida aos interesses do acionista controlador, num típico esquema de dominação no sentido weberiano.[456]

---

[454] GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade Anônima: Poder e Dominação. *RDM*. São Paulo, nº 53, pp. 75-76, jan./mar. 1984.
[455] GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade Anônima: Poder e Dominação. *RDM*. São Paulo, nº 53, pp. 75-76, jan./mar. 1984.
[456] GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade Anônima: Poder e Dominação. *RDM*. São Paulo, nº 53, pp. 75-76, jan./mar. 1984.

Dessa forma, para a análise do conflito existente entre administradores e acionistas, é necessário também que se verifique a tensão existente entre os administradores e o acionista controlador.

A regência do princípio majoritário nas sociedades anônimas permite que o poder de controle do acionista se projete na atuação dos administradores eleitos[457]. Isto porque os diretores serão eleitos pela maioria dos membros do Conselho de Administração, que, por sua vez, serão eleitos pela maioria dos acionistas em Assembleia Geral. Sendo assim, os órgãos da administração usualmente são desdobramentos e instrumentos de consolidação do poder de controle acionário[458].

O Conselho de Administração é órgão social fundamental para a consolidação do poder de controle[459]. Na Diretoria, em regra, as competências são executivas e não há muita alocação de poder decisório sobre temas de orientação dos negócios. Deste modo, cabe ao Conselho de Administração a competência para deliberar sobre diversas matérias relevantes para a condução das atividades sociais.

A lei societária busca inibir a prevalência do interesse do acionista controlador em detrimento do interesse da companhia nos órgãos da administração, ao estabelecer a estrutura de freios e contrapesos sobre a qual falaremos na Seção 5.4 abaixo. No campo da autorregulação, alguns segmentos de listagem da B3 buscam endereçar a questão estabelecendo a obrigatoriedade, por exemplo, de eleição de conselheiros independentes.

---

[457] "*Large shareholders have both the incentives and the power to exert active monitoring over managers, and they usually hold board positions in the companies they control. Managers face a real possibility of being removed by the controlling shareholder if performance is below par. Thus, the shareholders franchise in corporations with concentrated ownership structure is a working monopoly of the controlling shareholders*." (GUTIÉRREZ, María; SÁEZ, Maribel. *Deconstructing Independent Directors, Journal of Corporate Law Studies*, 2013, pp. 71. Disponível em <http://dx.doi.org/10.5235/14735970.13.1.63>. Acesso em 05.11.2019.)

[458] "*[...] na medida em que o órgão é dominado pela maioria, é possível afirmar que se trata, realmente, de instância societária de consolidação do poder do controlador*." (ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as Ações Correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009. p. 21).

[459] "*O Conselho de Administração concentra as mais relevantes competências em matéria de administração da sociedade. Sendo um órgão totalmente dominado pelos controladores, a atribuição de competências administrativas a esse órgão tem um efeito muito peculiar sobre as estruturas societárias, amplamente favorável ao controlador. [...] De outro lado, afasta completamente as decisões da diretoria, que passa a ser mera gerência executiva das decisões do controlador*" (SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 1999, n. 2.3, p. 37).

As figuras do administrador e do acionista controlador não podem ser confundidas e se submetem a deveres e obrigações distintos[460]. É importante respeitar as características de cada uma delas, mas há situações em que a submissão a deveres e obrigações se cumulam, com a sobreposição desses papéis.

No entanto, apesar da imposição dos deveres da administração e dos direitos assegurados aos acionistas minoritários, pesquisa realizada por Marcos Galileu Lorena Dutra e Richard Saito demonstra que, ainda hoje, os Conselhos de Administração permanecem servindo como instrumento de consolidação do poder de controle[461].

Apesar da influência do acionista controlador sobre o Conselho de Administração e demais órgãos da companhia, os administradores devem atuar sempre em prol dos interesses da companhia.

Os administradores não são mandatários dos grupos que os elegeram, mas órgãos da companhia. Neste sentido, a atuação visando apenas ao atendimento dos interesses do controlador pode resultar na aplicação de sanções aos administradores, uma vez que, nas palavras de Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto, "agem com desvio de poder os administradores que, embora cumprindo as formalidades legais e estatutárias, afastam-se do cumprimento de seus deveres"[462].

---

[460] "*De fato, não há que se confundir a figura do administrador com a do acionista ou grupo de acionistas que o elege, na medida em que o membro do conselho de administração tem deveres e responsabilidades para com a companhia (cf. arts. 153 e segs. da Lei n. 6.404/76) que os acionistas não têm. Outrossim, para o exercício do cargo de membro do conselho de administração de sociedade anônima, a lei societária estabelece requisitos e impedimentos (cf. arts. 146 e 1 47 da Lei n. 6.404/76) , aos quais não se sujeitam os atuais acionistas de uma companhia, nem aqueles que nela desejam ingressar na sociedade." Proc. RJ 2004/5494, Reg. n. 4483/2004, Rei. Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, j. 1 6. 1 2.2004. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4483-0.pdf>. Acesso em 05.11.2019.*

[461] "*Os dados da pesquisa demonstram que os conselhos de administração são amplamente dominados por representantes dos acionistas controladores (49%), havendo menor participação de profissionais independentes (21%). Detectaram-se ainda indícios de influências da origem do controlador e da forma de exercício do controle sobre a distribuição dos conselheiros nas categorias propostas. As empresas que poderiam contar com representantes dos minoritários, seja por meio do voto múltiplo, seja com a indicação direta de um membro do conselho por detentores de pelo menos 20% das ações ON, também não apresentaram maior participação de conselheiros independentes*." (DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SAITO, Richard. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. Revista de Administração Contemporânea, vol. 6, nº 2. Curitiba. Maio/Agosto, 2002. Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-65552002000200003>. Acesso em 05.11.2019.

[462] LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações anotada*. 5ª edição, revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Societatis Edições, 2017, Vol. I, p. 655.

Em outros ordenamentos jurídicos, os órgãos da administração possuem maiores proteções e independência em relação à atuação do controlador[463]. Na prática, não é isso que ocorre na maioria das companhias do Brasil.

Nos Estados Unidos, por exemplo, ao contrário do que acontece no Brasil, os membros da administração contam com mandatos fixos, de modo que não podem ser livremente destituídos pelo controlador[464].

Feitas essas considerações sobre a estrutura das companhias brasileiras, conclui-se que a governança corporativa no Brasil não apresentará à risca os mesmos desafios e as mesmas prioridades observados em outros países.

Países que contam com grande dispersão acionária e com grande independência dos órgãos da administração, terão como ponto focal o controle da atuação dos administradores, em benefício dos acionistas[465].

Já na realidade brasileira, o controle da atuação dos administradores será frequentemente acompanhado do controle da atuação do acionista controlador e de eventuais projeções que ele fará de seu controle em relação aos órgãos de administração.

5.1.3 Agentes Internos *vs.* Agentes Externos (*Stakeholders*)

Outro potencial problema de agência recorrente em sociedades anônimas e que será o último e brevemente analisado nesta tese – para não fugirmos da proposta deste estudo –, é

---

[463] "*As teorias sobre o conselho de administração e o governo das sociedades, por serem pertinentes, devem ter em conta a diversidade da composição do conselho de administração, com os quadros institucionais e jurídico-legais específicos de cada país a condicionarem fortemente os diferentes sistemas nacionais de governo das sociedades*." MARTINS RODRIGUES, Jorge José; DOS SANTOS HENRIQUES SEABRA, Fernando Miguel. Conselho de administração: Que funções?. Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão, vol. 10, núm. 1-2, janeiro, 2011, pp. 2-12. ISCTE-Instituto Universitário de Lisboa. Lisboa, Portugal. Disponível em <http://www.redalyc.org/pdf/3885/388539127002.pdf>. Acesso em 05.11.2019.

[464] Neste sentido, ver Adriano Castello Branco: "*Em certos ordenamentos jurídicos, os administradores têm termo fixo de gestão, não podendo ser demitidos* ad nutum, *como ocorre, por exemplo, nos Estados Unidos*". BRANCO, Adriano Castello. O Conselho de Administração nas Sociedades Anônimas. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2007. p. 38.

[465] Frank Easterbrook e Daniel Fischel entendem que: "Managers may do their best to take advantage of their investors, but they find that the dynamics of the market drive them to act as if they had investors' interests at heart. It is almost as if there were an invisible hand." EASTERBROOK, Frank H e FISCHEL, Daniel R. The Economic Structure of Corporate Law. Harvard: Harvard University Press, 1948, p. 4.

aquele resultante do conflito de interesses entre agentes internos e agentes externos (*stakeholders*).

Esse é o problema que surge entre, de um lado, a sociedade (inclusive os acionistas e demais agentes internos em geral) e, de outro lado, os agentes econômicos que contratam com ela (credores, fornecedores, consumidores, trabalhadores e comunidade em geral), que doravante chamaremos de *stakeholders*. A ideia central aqui é conter o comportamento oportunista da sociedade em prejuízo desses *stakeholders*.

A Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 impõe que a propriedade atenda à sua função social, em seus artigos 5º, inciso XXIII e 170, inciso III. No plano infraconstitucional, o artigo 421 do Código Civil estabelece que também o contrato atenderá a sua função social[466]. Sobre as sociedades anônimas, a LSA prevê a função social no parágrafo único do seu artigo 116, atribuindo poder-dever especial ao acionista controlador.

Da leitura de todos esses dispositivos se evidencia o conceito da função social da empresa, que, atualmente, é amplamente reconhecido e aceito[467]. A doutrina ensina que a função social da empresa[468-469] exige que não apenas os interesses diretos da empresa (e dos

---

[466] Embora não seja objeto do presente artigo e seja tema sobre o qual a doutrina amplamente se debruça, reconhecemos aqui a natureza contratual das sociedades, observada a sua natureza de contrato plurilateral, conforme melhores ensinamentos de Tullio Ascarelli e com a devida vênia à corrente doutrinária que defende a natureza institucionalista da empresa.

[467] Em que pese a ausência de norma expressa acerca da função social da empresa, a I Jornada de Direito Civil do Conselho de Justiça Federal, realizada em 2002, aprovou o Enunciado 53, com a seguinte redação: "*Deve-se levar em consideração o princípio da função social na interpretação das normas relativas à empresa, a despeito da falta de referência expressa*".

[468] Sobre o tema, explica Mauro Rodrigues Penteado "*[e]stá definitivamente consolidada entre nós a noção de que a empresa exerce função social, até por determinação constitucional (art. 170, caput, e inc. III, da CF). O marco a partir do qual este salvo valorativo na visão da atividade empresarial foi introduzido em letra de fôrma em nosso ordenamento jurídico reside, por certo, na Lei 6.404/76, que embora ironicamente promulgada ainda sob o regime autoritário, prescreve, de forma didática, em seu art. 116, parágrafo único, 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 devem lealmente respeitar e atender*" (PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Comentários à Lei de Recuperação e Falência*. Capítulo I – Disposições Preliminares. In: Francisco Satiro de Souza Jr. e Antonio Sergio A. de Moraes Pitombo – coordenadores. Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência. 2ª ed. São Paulo: RT, 2007 pp. 72-73).

[469] Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro destacam a empresa como um veículo de produção de riquezas que contribui para o desenvolvimento da comunidade ao afirmarem que "não é apenas sob o aspecto da captação de poupanças junto ao público investidor que se revela a função social da companhia. Como unidade de produção, a empresa se insere no quadro econômico de uma nação como um veículo de riquezas, mobilizando matérias-primas e produtos intermediários, comprando e vendendo, prestando serviços, recolhendo

empresários) prevaleçam, mas também que os diversos interesses estranhos à sociedade[470] sejam atendidos e respeitados[471-472].

Reconhecida a função social da empresa, não se poderia utilizá-la apenas para cenários positivos de alegria e prosperidade. Quando uma empresa se desenvolve de forma promissora, o ordenamento brasileiro recomenda que esta atue de forma responsável com relação a todos aqueles que, direta ou indiretamente, sejam afetados pela sua atuação. De forma consistente, nos cenários de adversidade e crise econômico-financeira da empresa, o ordenamento jurídico brasileiro – por meio do artigo 47 da Lei de Recuperação e Falência - busca tutelar a empresa e auxiliar a superação da crise – homenageando, assim, não apenas o interesse da empresa (e dos empresários), mas de toda a coletividade afetada pelo seu funcionamento.

Atualmente, são cada vez mais comuns estudos jurídicos centrados na ideia do capitalismo responsável[473]. O que se pondera em relação ao estudo e ao estabelecimento de limites para o problema de agência relacionado ao potencial enfrentamento entre agentes

---

tributos, assalariando empregados, enfim, contribuindo para o desenvolvimento geral da comunidade" (TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. V. 1. São Paulo: João Bushatsky, 1979, p. 297).

[470] PENTEADO, Mauro Rodrigues, ob. cit., p. 73.

[471] Michele Sandulli, ao analisar o procedimento concursal do direito italiano, explica que: *"la rilevanza dell´impresa, e massimamente dell´impresa commerciale, nell´ambito dei rapporti economici e social, provoca l íntervento di organi pubblici, ai quali viene affidata la sorte (quali gestori o quali controllori) dei bene e dei raporti che fanno capo all´imprenditore; ciò, sai al fine di governare e controllare le modalità di soddifacimento dei creditori (in genere numerosi), sai al fine di determinar ela destinazione dei beni compresi nel patrimonio dell´imprenditore-debitore, eventualmente anche prosseguindo la gestione dell´impresa"*. SANDULLI, Michele. *Capitolo Único. Le Procedure Conconsuali. Sezione I – Lineamenti dele procedure concorsuali*. In: *Manuale di Diritto Commerciale* (coord. Vincenzo Buonocore). 10ª ed. Turim: G. Giappichelli, 2011, pp. 1.005-1.006.

[472] CAMPINHO, Sergio. *Falência e Recuperação de Empresa: O novo Regime da Insolvência Empresarial.* Editora Renovar. Primeira edição. 2006. p. 120.

[473] O desenvolvimento deste conceito tem relação com o surgimento de companhias que possuem, como principal objetivo, angariar investimentos que sejam capazes de gerar um impacto socioambiental positivo. Esse tema tem sido objeto de estudos recentes, como: *(i)* SCHIEFLER, Gustavo Henrique Carvalho e ABID, Luccas Augusto Nogueira. Títulos de Desenvolvimento Social: Utilizando a Lógica do Mercado de Capitais para Financiar Políticas Públicas no Brasil. *Revista Digital de Direito Administrativo***.** São Paulo, p. 69-103. 11 jan. 2016. Disponível em: <http://www.revistas.usp.br/rdda/article/view/106006/108645>. Acesso em 05.11.2019; *(ii)* VALOIS, Diego. Título de Ação Social – Uma nova proposta de funding para projetos sociais. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/titulo-de-acao-social-uma-nova-proposta-de-funding-para-projetos-sociais-16022016>. Acesso em 05.11.2019; *(iii)* VILLAÇA, Bianca Fortes. *Making Money While Making Difference:* perspectivas do investimento de impacto no Brasil. In: Coleção Jovem Jurista 2016. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2016, pp. 11-44; e *(iv)* FORÇA TAREFA DE FINANÇAS SOCIAIS. *Conquistas e Avanços do Ecossistema de Investimentos e Negócios de Impacto no Brasil*. 2018. Disponível em: <https://forcatarefa-assets.s3.amazonaws.com/uploads/2019/04/Alianca_Relatorio_2018-com-links.pdf>. Acesso em 05.11.2019.

internos e agentes externos (*stakeholders*) é evitar que este comando principiológico sirva como fundamento para excessos e abusos.

É incoerente conceber que um país que tem como um de seus fundamentos constitucionais "os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa"[474] e sua ordem econômica fundada nos princípios, entre outros, da propriedade privada e da livre concorrência[475], um comando legal possa ser utilizado para impor à empresa a obrigação de servir como "mártir da caridade"[476]. Nesse sentido, a ponderação e equilíbrio para evitar excessos e conflitos de interesses nas relações entre agentes internos e agentes externos (*stakeholders*) deve, a nosso ver, proteger preferencialmente a sociedade e, em última instância, os seus agentes internos.

5.2 Absenteísmo Societário

Conforme o exposto até aqui, as decisões sobre assuntos nucleares aos interesses dos acionistas são reservadas aos próprios acionistas, que poderão tomá-las, de forma coletiva, em Assembleia Geral. As competências concernentes ao dia-a-dia operacional da sociedade são atribuídas à administração, que observará limites legais e estatutários para o exercício de tais funções.

Sendo assim, quanto maior for o nível de engajamento dos acionistas nessa organização das sociedades, mais legítimas serão as decisões tomadas pela Assembleia Geral e mais eficiente será o acompanhamento exercido pelos acionistas em relação às funções delegadas à administração.

De igual maneira, o comportamento ativo dos acionistas minoritários e não controladores em geral exerce grande importância para conter excessos por parte dos acionistas controladores (e, nos casos em que aplicável, evitar transbordamentos do exercício de poder de

---

[474] Art. 1º, inciso IV da Constituição da República Federativa do Brasil, de 1988.
[475] Art. 170, incisos II e IV da Constituição da República Federativa do Brasil, de 1988.
[476] Faz-se referência aqui à figura de "*São Maximiliano Maria Kolbe*", frade franciscano da Polônia, que foi canonizado pelo Papa João Paulo II como "Mártir da Caridade", por ter se voluntariado à morte em lugar de um pai de família no campo de concentração de Auschwitz.

controle em outros órgãos sociais, que sirvam como instrumento de consolidação do domínio exercido pelo controlador).

A Assembleia Geral possui papel relevante para mitigar eventuais problemas de agência. Quanto maior for a adesão dos acionistas às Assembleias Gerais e o engajamento dos agentes societários no acompanhamento e monitoramento dos assuntos de interesse da companhia, maior é a expectativa de que se desenvolvam e se exerçam adequadamente as relações de auto supervisão entre os diferentes agentes societários.

O exercício dos direitos políticos (notadamente o direito de voto) é chave para funcionamento adequado do sistema de alocação de poderes, deveres e responsabilidades entre os agentes que interagem nas companhias.

O direito de voto é uma das ferramentas mais importantes nesse sistema. Ele não se resume a um mero "sim" ou "não", mas compreende também inúmeros direitos acessórios como o direito de ingresso e presença na Assembleia Geral, o direito de apresentar propostas de deliberação, o direito de usar a palavra, o direito de apresentar questões de ordem, manifestações de voto em separado e até mesmo protestos, o direito de pedir informações e esclarecimentos, tanto à mesa quanto à administração, e de forma ampla o direito de se expressar, verbalmente ou por escrito[477]. Atenta-se, sempre, sobre o fato de que esses direitos não sejam exercidos de forma abusiva, a fim de sempre preservar o bom andamento da Assembleia Geral.

A vontade da companhia é formada a partir da manifestação dos acionistas reunidos em Assembleia Geral, sendo impactada diretamente tanto pelo *absenteísmo* quanto pelo *ativismo* dos seus acionistas.

O poder de controle é uma situação de fato (e não de direito). Sendo assim, controlam a companhia aqueles que exercem efetivamente a maioria dos votos de modo permanente na Assembleia Geral; e elegem a maioria dos administradores da companhia, assumindo efetivamente o comando das atividades sociais.

---

[477] FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Direito Comercial*. v. 4, São Paulo: Saraiva 1963, p. 810. No mesmo sentido, MAIA, Pedro. *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a Sociedade Anônima.* Coimbra: Almedina, 2019. P. 102

Tem-se a origem comum do *absenteísmo* (frente aos custos de objeção à matéria de decisão e interesse do acionista controlador) e do *ativismo* (pela coordenação de acionistas para conseguirem formar oposição ao acionista controlador e/ou exercer direitos relevantes atribuíveis a titulares de participação relevante na companhia).

O absenteísmo é um fenômeno mundial, que se caracteriza pelo desinteresse por parte dos acionistas em participarem da gestão da companhia, optando por se manterem apáticos e permitirem que outros acionistas de forma ativa assumam a condução dos negócios[478].

O acionista ativista ao efetivamente participar e se manifestar nas Assembleias Gerais automaticamente exercerá importante vigilância e atuará como mecanismo de freio e contrapeso para conter e restringir a extração de benefícios particulares pelos acionistas majoritários e pelos administradores[479].

A partir da compreensão do absenteísmo como algo negativo, discutiu-se a possibilidade de aplicar sanções aos acionistas que não participassem e/ou de outra forma não exercessem efetivamente o direito de voto nas Assembleias Gerais.

Entretanto, essa discussão está superada não somente pelo direito de voto ser visto exclusivamente como um direito (e não uma obrigação ou dever) dos acionistas, mas também por haver se compreendido que, em vez de reprimir o titular do voto que não o exerce, incentivar aquele que o faz parece ser o encaminhamento mais adequado para lidar com o problema do absenteísmo[480].

O *Think Tank* do Parlamento da União Europeia, em seu estudo sobre as principais questões regulatórias relativas ao direito societário, afirmou que a falta de participação dos

---

[478] "*L'azionista assenteista è, di norma, tale perché si disinteressa della gestione sociale: perciò, come non va personalmente in assemblea, così egli si astiene dal dare istruzioni circa l'essercizio del voto. Il più delle volte, anzi, l'azionista non as neppure se e in qual modo le sue azioni siano utilizzate in assemblea: egli è um risparmiatore che há acquistato azioni e le há, quidi, depositate presso uma banca in amministrazione, com l'incarico cioè di esercitare per suo conto i diritti ad esse inerenti.*" (GALGANO, Francesco. *Diritto commerciale*. 18º ed. Turim: Zanichelli Bologna, 2013, p. 277).

[479] Para reflexões mais profundas sobre o tema, veja-se OIOLI, Erik Frederico. *Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014, especialmente na p. 342 e seguintes.

[480] EUROPEAN PARLIAMENT. Directorate-General For Policies Policy Department C: Citizens' Rights And Constitutional Affairs. *Rights and obligations of shareholders: national regimes and proposed instruments at EU level for improving legal efficiency*, pp. 58-59. Disponível em: <http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/juri/dv/pe462463_/pe462463_en.pdf>. Acesso em 05.11.2019.

acionistas em Assembleias Gerais é um dos principais desafios a serem enfrentados pelo mercado de capitais europeu[481].

Os pedidos públicos de procuração, o exercício do direito de voto pelo BVD e a própria participação a distância em Assembleias Gerais se apresentam como opções para facilitar a manifestação dos acionistas, reduzindo custos de verificação, acompanhamento e vigilância das relações de representação inerentes à sociedade.

Há diferentes causas relacionadas ao fenômeno do absenteísmo de acionistas, as quais passaremos a examinadas nas Seções 5.2.1 a 5.2.5 a seguir, as quais são usualmente associadas a incentivos e/ou desincentivos à participação nas Assembleias Gerais.

5.2.1 Apatia Racional

Na prática, o que se observa é que muitas vezes os acionistas minoritários não têm interesse em comparecer às Assembleias Gerais e/ou de exercer os seus direitos políticos (inclusive direito de voto) por acreditarem que o custo de se manterem informados e participarem das Assembleias Gerais é superior ao benefício a ser extraído com o comportamento proativo e atuante.

É como se, em uma decisão refletida, ponderando prós e contras, custos e benefícios, o acionista chegasse à conclusão de que é mais vantajoso se manter alheio às questões políticas da sociedade e às Assembleias Gerais do que nelas se envolver[482].

---

[481] O estudo analisa também as soluções adotadas por diversos dos países europeus acerca das principais questões do mercado europeu. Como exemplo, cite-se a diferenciação adotada, na legislação da França, entre o direito de *participar* do direito de *votar* em uma Assembleia Geral: "*In some European countries (such as France), a 'subtle' distinction is made between the right to vote at the general meeting (which assumes that shares have been registered at least three days previously – 'record date') and the right to participate 'physically' in the general meeting, including the right to participate without a right to vote (which is the case for people who have become shareholders after the 'record date') but by taking part in the discussions.*" (European Parliament. Directorate-General For Internal Policies Policy Department C: Citizens' Rights And Constitutional Affairs. *Rights and obligations of shareholders: national regimes and proposed instruments at EU level for improving legal efficiency*, pp. 55. Disponível em: <http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/juri/dv/pe462463_/pe462463_en.pdf>. Acesso em 05.11.2019).

[482] "*Low attendance rates, especially of small shareholders, usually referred to as 'shareholders absenteeism', are often mentioned as a point of criticism. (...) Rational shareholders weigh the marginal costs of voting against the*

O acionista racionalmente toma uma decisão de se manter inerte e apático diante das questões políticas da sociedade, em um comportamento que se convencionou chamar de *apatia racional*[483] nos estudos sobre o absenteísmo, em que os acionistas optam por se comportar como um carona em relação às decisões e aos caminhos que vierem a ser decididos e escolhidos pela maioria.

5.2.2 Concentração Acionária: Baixo Impacto dos Minoritários

Nas companhias em que a estrutura do capital social é concentrada, com a presença de acionista e/ou grupo de acionistas titular de ações votantes em quantidade suficiente para prevalecer nas deliberações sociais, sem a necessidade de outros votos para alcançar o quórum de deliberação sobre os temas submetidos à Assembleia Geral, muitas vezes há o sentimento por parte dos acionistas minoritários de que a participação deles e o exercício do voto na Assembleia Geral não terá impacto relevante.

Independentemente do voto que vier a ser proferido pelo acionista minoritário, o quórum de deliberação para a aprovação da respectiva matéria já terá sido isoladamente alcançado pelo acionista controlador e/ou grupo de acionistas vinculados ao controle.

Some-se a isto outro elemento interessante, abordado por Anne Lafarre[484] ao atentar para as novas realidades na dinâmica das Assembleias Gerais, em que a maioria das discussões (e até mesmo negociações) sobre os temas a serem deliberados na Assembleia Geral acabam acontecendo em interações entre acionistas previamente ao conclave, fazendo com que o encontro assemblear se torne uma mera formalidade[485].

---

marginal benefits and invest the amount of effort for which these benefits exceed the costs. When the benefits of voting are small (approximately zero), and voting comes at a cost, no individual shareholder would be willing to incur this cost of voting: in this case, their optimal monitoring investment will be zero" (LAFARRE, Anne. *The AGM In Europe: Theory and Practice of Shareholder Behavior*. Bingley: Emerald Publishing Limited, 2017, p. 8).

[483] LAFARRE, Anne. *The AGM In Europe: Theory and Practice of Shareholder Behavior*. Bingley: Emerald Publishing Limited, 2017, p. 8.

[484] "(...) *Small shareholders may perceive the AGM irrelevante, since important discussions and de fact decision-making do not take place anymore, making the AGM perhaps just a formality*" (LAFARRE, Anne. *The AGM In Europe: Theory and Practice of Shareholder Behavior*. Bingley: Emerald Publishing Limited, 2017, p. 11).

[485] Tal como expusemos em mais detalhes na Seção 2.4.2 acima.

Diante do sentimento de impotência e pouca relevância do exercício de suas forças, há um desestímulo para que tais acionistas minoritários efetivamente se envolvam e se engajem nas deliberações sociais e nas discussões dos temas submetidos à Assembleia Geral.

5.2.3 Custos de Participação nas Assembleias Gerais

Os acionistas que participam ativamente das Assembleias Gerais incorrem em custos de diversas naturezas que, em alguns casos, acabam desestimulando o comportamento ativo e induzindo a passividade e o absenteísmo por parte dos acionistas.

De forma geral, a participação na Assembleia Geral envolve custos, diretos e indiretos, a serem incorridos pelos acionistas. Tais custos podem ser de natureza financeira, temporal e/ou até mesmo sistêmica (englobando nessa categoria questões reputacionais e outros elementos de difícil mensuração)[486].

A participação qualificada na Assembleia Geral, muitas vezes, envolve a necessidade de que se incorram em custos e despesas com profissionais e assessores, internos e/ou externos, que se dedicam a acompanhar, estudar e ponderar sobre as informações divulgadas pela companhia. Tudo isso consome, afora recursos financeiros, tempo e esforço que eventualmente poderia estar sendo alocado e dedicado a outras atividades, que eventualmente seriam imediatamente mais rentáveis.

Além disso, o comparecimento nos eventos societários demanda recursos com deslocamento e hospedagem, quando – conforme o caso – as reuniões e assembleias acontecem em locais distantes. Em complemento à análise sobre custos e despesas com profissionais e assessores, internos e/ou externos, reforce-se que quanto mais distante for o local dos encontros, maior será o tempo consumido com estas atividades. Esse é, inclusive, comprovadamente um dos principais elementos a serem analisados em relação ao comportamento absenteísta por parte de acionistas estrangeiros.

---

[486] COASE, R. H. "The Nature of the Firm" In: *Economica (new series)*, Vol. 4, Nº 16, pp. 386-405, 1937. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=1506378. Acesso em 05.11.2019.

Sob a ótica sistêmica, a participação ativa na Assembleia Geral pode conduzir a situações de enfrentamento, embate e conflito. O acionista que se posiciona de forma ativa assume posições que podem gerar desgastes e comprometer relacionamentos. Por razões diversas, o ativismo é usualmente associado às ideias de não conformismo, discordância e não submissão a conceitos e normas estabelecidos.

O acionista que se posiciona de forma ativa acaba sendo justamente aquele que enfrenta e se posiciona de forma contrária a situações de eventual desvio, excesso e abuso. Consequentemente, acaba também sendo rotulado como combativo, hostil e oposicionista. Esses fatores acabam tendo reflexos indiretos e outras consequências sistêmicas, como, por exemplo, efeitos na reputação, que podem ser bons e/ou ruins dependendo do ponto de vista que se adote.

Há um receio de desgaste reputacional por parte do acionista, que prefere não se engajar ativamente em questões polêmicas, a fim de evitar ser rotulado de ativista, *striker* e aguerrido[487].

Por conta de todos esses custos e efeitos, há situações em que a atuação ativa não é recompensadora (e, ao contrário, pode até mesmo ser punitiva). De forma refletida, o acionista acaba preferindo se manter passivo.

Há a percepção de que a redução dos custos (financeiros, temporais e sistêmicos), com a criação de mecanismos para uma atuação coordenada e conjunta dos acionistas minoritários pode contribuir para motivar uma quantidade maior de atuantes e reduzir encargos e desgastes para aqueles acionistas que isoladamente são ativos.

---

[487] AZEVEDO, Luis André N. de Moura. *A Nova Corporation: Ativismo Societário e Investidores Institucionais.* In: Governança Corporativa. Avanços e Retrocessos. ROSSETTI, Maristela Abla; PITTA, Andre Grunspun (coords). São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 562.

5.2.4 Assimetria de Informação

Conforme exposto anteriormente, um dos desafios centrais para melhorar a relação entre os diversos agentes do ambiente societário é diminuir a assimetria de informação existente entre estes.

São comuns situações em que a origem do problema de agência pode ser atribuída ao fato de que o agente possui melhores informações do que o principal sobre fatos importantes da atividade de representação que está sendo exercida. A solução para minimizar esses potenciais conflitos envolve assegurar ampla, imediata e qualitativa divulgação de informações *(full and fair disclosure)*.

A informação é, por si só, instrumento valioso para construção de confiança entre os envolvidos e mecanismo eficaz de verificação, acompanhamento e vigilância das relações entre os agentes societários, capaz, inclusive, de reduzir os custos (financeiros, temporais e sistêmicos) sobre os quais falamos.

O acesso à informação é uma ferramenta basilar para equilibrar forças e promover proteção da minoria[488]. O direito à informação é fundamentalmente importante aos acionistas e efetiva outros direitos, como, por exemplo, o direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais (direito essencial, *ex vi* do art. 109, inc. III, da LSA).

5.2.5 Comportamento Carona

O comportamento carona é aquele em que acionistas minoritários usualmente têm incentivos para serem absenteístas e, simplesmente, se colocarem como caronas *(free riders)* diante das escolhas dos caminhos feitas pelos acionistas controladores[489].

Usualmente, comparado a situações de parasitismo, o comportamento carona é associado ao reconhecimento do acionista minoritário de que ele se aproveitará do que vier a

---

[488] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2ª ed., rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017, pp. 45-46.
[489] Conforme notas de rodapé nº 299 e 301.

ser decidido pelos acionistas controladores, que, na proporção de seus investimentos realizados e riscos assumidos, serão proporcionalmente mais atingidos por suas decisões.

O acionista minoritário que usualmente se posiciona dessa forma tem perfil investidor e não está interessado em se engajar nas decisões sociais da companhia, na medida em que podem, simplesmente e com menos custos, se beneficiar da atuação de outros acionistas, maiores e, portanto, com maior interesse na direção dos negócios.

Sem prejuízo, tais acionistas podem, ainda, manifestar o seu descontentamento com a administração da companhia simplesmente se desfazendo de suas ações, o que pode ser mais rápido, fácil e não representar, para eles, grande dilema[490].

5.2.6 Pluralidade de Investimentos

Os acionistas muitas vezes têm dificuldades de participarem e se engajarem ativamente em Assembleias Gerais e outros compromissos societários por possuírem investimentos diversificados, que se distribuem em diversas sociedades, até mesmo como estratégia de diluição de risco.

Há situações em que os eventos e compromissos ocorrem simultaneamente e o número de profissionais e assessores, internos e/ou externos, responsáveis pelo gerenciamento dos investimentos dos acionistas nas companhias se revela insuficiente para atender, de forma adequada, a todos os eventos e compromissos, especialmente quando ocorrem nas mesmas datas e em locais distantes.

Consequentemente, os acionistas titulares de investimentos plurais acabam elegendo prioridades e fazendo escolhas em relação a companhias nas quais se comportará de forma mais ativa e outras em que será mais passivo. Destas escolhas, resultam situações de absenteísmo.

---

[490] ADMATI, Anat R., PFLEIDERER, Paul,.*The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice*, 22, The Review of Financial Studies, 7, 2445-2486 (2009).

Essa causa do absenteísmo tem relação direta com o perfil do investidor, que muitas vezes não pretende interferir na administração da companhia, mas apenas atuar como investidor no mercado em busca de resultados econômicos. A satisfação ou insatisfação do investidor com o desempenho da companhia (e indiretamente com seus controladores e administradores) é manifestada pelo movimento de negociação, que tal investidor faça com as suas ações. Se está satisfeito, o investidor *compra*. Se está insatisfeito, *vende*[491].

5.3 Ativismo Societário

O ativismo societário é a conduta ativa do acionista, que se comporta de forma a verificar, acompanhar e vigiar as relações entre os diversos agentes da sociedade, especialmente os acionistas controladores e os membros dos órgãos de administração, que são os agentes dotados de poderes especiais em relação à companhia.

Algumas vezes, tal atuação dá origem à percepção de que os acionistas controladores e/ou os membros dos órgãos de administração poderiam desempenhar suas funções de forma mais eficiente (ou, em visão mais extrema, a percepção de que aqueles não cumprem adequadamente suas funções).

O acionista que se engaja de forma ativa, usualmente, busca exercer os seus direitos na maior extensão possível. Entretanto, por conta de sua posição usualmente minoritária, tal acionista ativista buscará promover mudanças para melhorar o *status quo* de sua posição, sem pretensões de assumir poder de controle e/ou protagonismo em relação às decisões societárias[492].

O ativismo societário tende a estar presente principalmente em companhias com mau desempenho e/ou inadequada estrutura de governança corporativa, que conduzem a situações de insatisfação e inconformismo tendentes a promover comportamento ativo por parte de minorias acionárias.

---

[491] ADMATI, Anat R., PFLEIDERER, Paul. *The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice*, 22, The Review of Financial Studies, 7, 2445-2486 (2009).
[492] UYSAL, Nur *et al*. C*orporate governance on stakeholder issues: shareholder activism as a guiding force.* Journal of Public Affairs, Volume 15 Número 2, 2015, p. 210.

O equilíbrio está em incentivar que a companhia não ignore as demandas formuladas por acionistas ativistas, quando estas sejam capazes de gerar valor, ganhos e eficiências e/ou, de alguma outra forma, quando embora não gerem diretamente estes efeitos de valor, ganho e eficiência, sejam capazes de assegurar o respeito e o atendimento a direitos de minoritários e *stakeholders* em geral. Ao mesmo tempo e como contraponto, espera-se que a companhia não prestigie demandas formuladas por acionistas ativistas, que se revelem negativas para o interesse social[493].

Em análise histórica, o ativismo societário surgiu no mercado de capitais norte-americano devido, principalmente, à dispersão acionária e às estruturas de controle minoritário e gerencial em companhias dos EUA. Em tal contexto, há espaço para atuação e pressão de investidores na tomada de decisões das companhias, inclusive podendo haver casos em que comportamentos ativistas promovam mudanças substanciais na estrutura da companhia e, até mesmo, tomadas hostis de controle *(hostile takeovers)*.

No Brasil, o ativismo societário ainda está em desenvolvimento, mas tem crescido substancialmente nos últimos anos[494].

A concentração acionária faz com que as principais tensões societárias no Brasil sejam entre acionistas minoritários e controladores, sendo que o centro de poder está nos acionistas (*shareholder-centric)*, diferentemente do que ocorre, por exemplo, em países em que há dispersão acionária e o poder está alocado na administração *(management-centric)* [495].

Por conta da concentração acionária nas companhias brasileiras, o ativismo societário no Brasil usualmente não está acompanhado de ameaças de tomadas hostis de

---

[493] GORANOVA, Maria *et al*. *Corporate Governance Antecedents to Shareholder Activism: a Zero-Inflated Process*. Strategic Management Journal, John Wiley & Sons, Ltd., 38, 2017, P. 421.
[494] GOUVÊA, Carlos Portugal; e YOSHIKAWA, Caio Henrique. *Brazil Shareholders Actvism & Engagement*. Disponível em: https://gettingthedealthrough.com/area/84/jurisdiction/6/shareholder-activism-engagement-2019-brazil/. Acesso em 05.11.2019.
[495] CASIUCH, Breno. Ativismo Societário Inc. *vs*. Ativismo Societário S.A.: Já se pode notar um avanço do ativismo societário no Brasil. Jota: Opinião e Análise, Rio de Janeiro, 2016. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/ativismo-societario-inc-vs-ativismo-societario-s-28072016> Acesso em 05.11.2019.

controle, tal como ocorre nos EUA, uma vez que tentativas de tomada de controle pressupõe a existência de dispersão acionária[496].

Entre nós, o ativismo societário está relacionado a estratégias de exercício de direitos por minorias acionárias, a fim de conquistarem assentos e representatividade nos órgãos sociais, especialmente Conselho de Administração e Conselho Fiscal.

No Brasil, os acionistas recorrentemente envolvidos com ativismo societário são investidores qualificados, com especial destaque a gestores de fundos de investimento mais agressivos e, por mais controverso que pareça, Entidades Fechadas de Previdência Complementar – EFPCs (ou, simplesmente, fundos de pensão)[497].

Como regra geral, usualmente os fundos de pensão tenderiam a apresentar comportamento passivo, mas, em um cenário de timidez no exercício de direitos e prerrogativas societárias, na prática brasileira, os fundos de pensão acabam exercendo protagonismo. Em estudo sobre ativismo societário no Brasil, Luís André Azevedo explica que os fundos de pensão assumem "papel central nas estruturas de comando de importantes companhias listadas no País, atuando, na realidade, como instrumentos indiretos de intervenção do Estado no domínio econômico" [498].

5.3.1 Estratégias de Ativismo Societário

Em suas aparições iniciais, o ativismo societário esteve rotulado como algo negativo e relacionado a comportamento conflituoso e desarmônico com os demais agentes da

---

[496] "*A existência da dispersão acionária é premissa essencial para a tomada de controle. A aquisição de controle em companhia com concentração acionária pressupõe a concordância entre o detentor do poder de controle em aliená-lo ao adquirente, o que, por si só, inviabiliza a ideia da tomada de controle, que é entendida como operação potencialmente realizada à revelia de acionistas relevantes e/ou administradores*." (NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 59).

[497] GOUVÊA, Carlos Portugal; e YOSHIKAWA, Caio Henrique. *Brazil Shareholders Actvism & Engagement*. Disponível em: https://gettingthedealthrough.com/area/84/jurisdiction/6/shareholder-activism-engagement-2019-brazil/. Acesso em 05.11.2019.

[498] AZEVEDO, Luis André N. de Moura. *A Nova Corporation: Ativismo Societário e Investidores Institucionais.* In: Governança Corporativa. Avanços e Retrocessos. ROSSETTI, Maristela Abla; PITTA, Andre Grunspun (coords). São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 564.

sociedade. Entretanto, a tendência é que o amadurecimento do uso do ativismo societário demonstre consequências positivas.

O ativismo societário pode servir como interessante mecanismo para acompanhar e tornar efetivo o cumprimento de deveres e regras essenciais para o bom funcionamento das relações entre os diferentes agentes da sociedade, sendo uma forma de concretização de desejável governança corporativa.

Os acionistas com comportamento ativista têm estímulos para exercer direito de voto em Assembleias Gerais e adotar outras estratégias buscando a proteção e preservação de seus direitos.

Além disso, os poderes da atuação ativista se ampliam quando há atuação conjunta e coordenação de acionistas com este perfil, que passam a concentrar ações em quantidade suficiente para exercer direitos e poderes especiais de minorias acionárias.

O principal ponto de atuação do ativismo societário é a supervisão de controles internos das companhias, notadamente no que diz respeito à estrutura de freios e contrapesos típica das sociedades anônimas, buscando fazer com que a legislação societária e os deveres dos agentes societários sejam cumpridos corretamente.

Os acionistas minoritários com perfil ativista buscam indicar representantes no Conselho de Administração e/ou no Conselho Fiscal, a fim de obter acesso a informações mais relevantes e exercer direitos e proteções às minorias.

Entretanto, algumas vezes os acionistas minoritários não possuem isoladamente ações em quantidade suficiente para conseguir eleger representante em tais órgãos sociais. Em situações como estas, os acionistas minoritários se coordenam para conjuntamente indicar membros do Conselho de Administração e/ou Conselho Fiscal.

Outras estratégias típicas do ativismo societário envolvem, exemplificativa, mas não exaustivamente, o exercício de algum ou alguns dos seguintes direitos concebidos como formas de proteção às minorias acionárias:

(i) solicitação de documentos e informações, inclusive certidões com informações constantes dos livros de registro de ações e de transferência de ações, no pressuposto de estarem atuando em defesa de direitos e obtendo

esclarecimento em favor dos acionistas ou do mercado de valores mobiliários (art. 100, §1º, da LSA);

(ii) pedido de exibição integral dos livros da companhia, quando formulada por acionistas titulares de, no mínimo, 5% do capital social da companhia, sempre que sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia (Art. 105 da LSA);

(iii) solicitação da relação de endereços dos acionistas para realização de eventual pedido público de procuração, na forma do §1º do art. 126 da LSA, desde que representem, no mínimo, 0,5% (meio por cento) do capital social (Art. 126, §3º, da LSA);

(iv) promoção de ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao patrimônio da companhia, sendo que tal direito poderá ser exercido (a) por qualquer acionista, caso tal ação tenha sido aprovada em Assembleia Geral e não seja proposta em 3 meses (art. 159, §3º, da LSA); ou (b) por acionista titular de, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social, quando a Assembleia Geral deliberar não promover tal ação (Art. 159, §4º, da LSA);

(v) instalação do Conselho Fiscal, nos casos em que o funcionamento de tal órgão não seja permanente e/ou tal órgão social ainda não tenha sido instalado (art. 161, §2º, da LSA), sendo que os percentuais de participação societária necessários à formulação de tal pedido variam em companhias abertas e fechadas, sendo que nas abertas tal percentual é determinado com base no valor do capital social da companhia (cf. Instrução CVM 324/00);

(vi) promoção de ação de reparação de danos contra controladores, caso a companhia tenha sido prejudicada por infração dos deveres dos controladores, sendo que (a) tal medida poderá proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social (Art. 246, §1, alínea “a” da LSA); ou (b) por qualquer acionista, desde que preste caução pelas custas e honorários de advogado devidos no caso de vir a ação ser julgada improcedente (Art. 246, §1, alínea “b” da LSA); e

(vii) no caso de ativismo societário no âmbito de companhias abertas, formulação de reclamações perante a CVM.

A legislação brasileira não estabelece deveres específicos aplicáveis aos acionistas que se comportem de forma ativista, mas, ao mesmo tempo, não tolera o comportamento abusivo nem mesmo das minorias acionárias[499].

5.3.2 Efeitos Positivos do Ativismo Societário

Nos últimos anos, tem havido crescimento do ativismo societário. As companhias brasileiras vêm desenvolvendo e aprimorando suas práticas de governança e, paralelamente, os representantes da minoria acionária, que atuam profissionalmente, revelam-se cada vez mais ativos, ao zelar pelo exercício e cumprimento dos direitos da pluralidade acionária.

Há inúmeros efeitos positivos associados ao ativismo societário, sendo interessantes as ponderações de Lucian Bebchuk e Michael S. Weisbach ao valorizarem tais práticas de ativismo societário como mecanismos tendentes a promover fortalecimento de direitos dos acionistas e aprimorar as relações entre os diferentes agentes integrantes das sociedades anônimas[500].

Adicionalmente, o ativismo de acionistas já exerce um papel diferenciado relacionado à ascensão da responsabilidade social corporativa. Observa-se uma tendência de integração entre as companhias e a sociedade civil em geral. Os ativistas sociais objetivam melhorar a sensibilidade da companhia quanto às questões sociais, por vezes desvinculadas ao objetivo financeiro. O ativismo dos acionistas em questões sociais fornece, portanto, um

---

[499] Marcelo von Adamek, ao analisar o instituto do abuso de minoria, atesta o seguinte: "*O abuso de minoria é abuso que pode se verificar no exercício pelo sócio de cada uma e todas as posições jurídicas subjetivas ativas ineretes à sua posição contratual na complexa relação jurídica societária*." (ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 69).

[500] "*conclusion that activism is beneficial provides support for strengthening shareholder rights*", (BEBCHUK, Lucian e WEISBACH. "The State of Corporate Governance Research". In: *Fisher College of Business Working Paper No.* 2009-03-20; *Review of Financial Studies*, Vol. 23. No. 3, pp. 939-961, 2010.; Fisher College of Business Working Paper No. 2009-03-20; *Harvard Law and Economics Discussion Paper* No. 652. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=1508146 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1508146. Acesso em 05.11.2019).

contexto no qual os interesses dos acionistas e acionistas são alinhados para o bem maior da sociedade.

Sob o ponto de vista de políticas públicas, o ativismo societário pode ser visto como elemento positivo na medida em que incentiva os agentes privados das sociedades anônimas a se auto monitorarem e supervisionarem. Dessa forma, há legitimação de atos praticados e redução da necessidade de intervenção estatal.

Há fortalecimento de direitos e garantias de acionistas minoritários e investidores em geral, na medida em que o cenário de automonitoramento incentiva as partes a cumprirem seus respectivos deveres e obrigações, tendendo a reduzir problemas de agência.

As iniciativas que buscam promover automonitoramento e supervisão entre agentes privados devem ser vistas com especial carinho em países em desenvolvimento, tal como é o caso do Brasil, em que há escassez de recursos e dificuldades para que o Estado atue de forma eficiente em todas as demandas por intervenção do poder público.

De forma geral, pode-se ponderar que alguns dos efeitos que são possivelmente alcançáveis quando companhias ingressam em segmentos de listagem especial da B3 e passam a adotar boas práticas de governança corporativa, tendem a ser alcançados de forma semelhante no caso de companhias em que as pluralidades acionárias estão ativas e não apáticas.

5.3.3 Efeitos Negativos do Ativismo Societário

O célebre provérbio atribuído a Paracelsus ensina que *"*a diferença entre o remédio e o veneno é a dose*"*. Sendo assim, os aspectos negativos referentes ao ativismo societário são muitas vezes associados às situações em que há exercício abusivo e/ou excessivo de direitos e proteções às minorias.

Marcelo von Adamek analisa as situações de abuso de minoria, dividindo-as em abusos decorrentes de condutas positivas (comissivas) e negativas (omissivas). A este respeito, transcreva-se:

> A análise das múltiplas situações de abuso de minoria permite, ainda que para fins meramente expositivos e de melhor estruturação das soluções propostas, segregá-las em situações de *abuso positivo* (ou *comissivo*), que resultam da

> conduta ativa do agente pela qual este impinge, em assembleia, uma decisão minoritária abusiva aos demais sócios ou, fora dela, exerce os seus direitos de sócios de maneira desvirtuada, e situações de *abuso negativo* (ou *omissivo*), em que, pelo contrário, a conduta censurável decorre justamente do fato de o sócio, utilizando do seu poder, manter-se inerme, nos casos em que deveria agir, ou atuar no sentido de bloquear o processo decisório – impedindo, com isso, a tomada de deliberações societárias.[501]

O ativismo societário é, então, capaz de causar inúmeros efeitos negativos, inclusive perdas e danos para a companhia, a pluralidade de seus acionistas e até mesmo aqueles que interagem com a companhia.

Diferentemente do que acontece com os acionistas controladores nos casos de abuso do poder de controle, não há na legislação societária deveres específicos alocáveis ao acionista minoritário, que ao atuar ativamente acaba extrapolando e cometendo abusos. Todavia, aplicam-se os mesmos deveres e consequências que são genericamente estabelecidos para acionistas de companhias.

Marcelo von Adamek destaca três situações em que o abuso negativo - ou obstrucionismo - da minoria pode se manifestar. São elas: *(i)* através do bloqueio expresso em votos contrários à proposta submetida à deliberação; *(ii)* pelo não comparecimento ao conclave ou pela abstenção do minoritário presente e *(iii)* através do distúrbio e do tumulto promovido intencionalmente nas Assembleias Gerais, com o intuito de obstar o processo decisório[502]. Nos termos do autor:

> O fenômeno do uso disforme de medidas judiciais é hoje universal, mas no passado teve marcante repercussão sobretudo no direito norte-americano, onde a excessiva facilitação à propositura de ações derivadas pelos sócios (*derivative suits*) trouxe, como consequencias indesejadas, o abuso e a desvirtuação do instituto, que se transformou em fonte de chantagem.[503]

No Brasil, as ações derivadas expressamente previstas na nossa legislação, que são aquelas que podem ser propostas pelos acionistas, em nome próprio, em regime de substituição processual em relação à sociedade, conforme regulado pelo artigo 6º do CPC, são apenas as ações judiciais típicas previstas nos artigos 159 e 256 da LSA. Indiscutivelmente, esses são

---

[501]ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 183.
[502] ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 184.
[503] ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 205.

importantes instrumentos de proteção às minorias, que podem servir como eficientes ferramentas para o ativismo societário. Todavia, é fundamental que o uso dessas ferramentas seja feito com razoabilidade para evitar excessos, distorções e abusos, capazes de desnaturar a proteção e convertê-la em violação.

5.4 Poderes *vs*. Proteções: Estrutura de Freios e Contrapesos

A Teoria da Separação dos Poderes conhecida, também, como Sistema de Freios e Contrapesos (*checks and balances system*), foi consagrada pelo pensador francês Montesquieu, na sua obra clássica "O Espírito das Leis"[504], que encontrou inspiração e fundamento em outros estudos humanistas clássicos de pensadores como Aristóteles[505] e John Locke[506].

Originalmente aplicável à divisão dos poderes do Estado Democrático, com a alocação de prerrogativas e competências específicas para Legislativo, Executivo e Judiciário, a Teoria da Separação dos Poderes consistia em atribuir poderes especiais aos entes do Estado Democrático, a fim de que esses pudessem conter eventuais abusos uns dos outros.

A separação de poderes, nesse sentido, foi pensada como um mecanismo para evitar que os poderes se concentrassem em um único indivíduo e/ou um grupo de sujeitos, buscando preservar e manter equilíbrio entre os poderes do Estado Democrático fazendo com que cada um deles tivesse poderes especiais e, conforme o caso, pudesse conter eventuais excessos praticados pelos outros.

Tal como um pêndulo em busca de constante equilibro, de um lado, outorgam-se poderes e, de outro lado, estabelecem-se limites e proteções, que atuam, em paralelo, como efetivo freio. Nenhum poder poderá ser ilimitado, da mesma forma que nenhuma proteção poderá ter a capacidade de tornar um poder ineficaz.

Quando analisamos uma sociedade e sua forma de organização, o sistema de freios e contrapesos se faz tão relevante quanto na estrutura de governos. Isso porque, nestas

---

[504] MONTESQUIEU. *O Espírito das Leis*. 9ª ed. Rio de Janeiro: Saraiva, 2008.
[505] WOLFF, Francis. *Aristóteles e a Política*. Tradução: Thereza Christina Ferreira Stummer e Lygia Araújo Watanabe, 1ª ed., Discurso Editorial: São Paulo, 1999.
[506] LOCKE, John. *O Segundo Tratado sobre o Governo Civil*. Tradução: Magda Lopes e Marisa Lobo da Costa. Editora Vozes: Petrópolis, 1994.

entidades, surgem conflitos e problemas de agência entre os diferentes agentes interessados na companhia, que podem ser mitigados pela existência de incentivos tendentes a reestabelecer equilíbrio nas relações entre tais agentes.

A estrutura orgânica que a lei brasileira confere às sociedades anônimas, de certa forma, demonstra preocupação com a modelagem de separação de poderes, por meio de freios e contrapesos, com as normas referentes à estrutura dos próprios órgãos sociais da companhia[507]. A LSA prevê diversos mecanismos – como prerrogativas, incentivos e garantias – para que os referidos *agency problems* sejam contornados.

Inicialmente, a lei societária, disciplina expressamente os órgãos sociais que compõem as companhias e atribui, para cada um deles, poderes-função específicos. O poder-função deliberante é atribuído à Assembleia Geral; o poder-função administrativo, à Diretoria; e o poder-função sindicante, ao Conselho Fiscal[508].

Como exemplo de prerrogativas em defesa de acionistas minoritários, a LSA prevê: *(i)* a vedação ao abuso do poder de controle, previsto no artigo 117; *(ii)* a previsão de direitos individuais e essenciais dos acionistas, conforme o artigo 109[509], além das proteções específicas atribuídas às minorias[510], como o direito de retirada, previsto no artigo 137, e o poder-dever especial atribuído pelo parágrafo único do artigo 116 ao acionista controlador.

No mesmo compasso, na relação entre acionistas em geral e administradores, aplicam-se também as limitações aos poderes dos acionistas controladores[511], com o intuito de

---

[507] EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume III – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 171-172.

[508] Fábio Konder Comparato aponta que este é um dos elementos diferenciadores das sociedades anônimas em relação aos demais tipos societários. (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 30).

[509] Outra resposta à inovação legislativa em prol da maioria foi o desenvolvimento da teoria dos direitos individuais dos acionistas e do regime de proteção da minoria como formas de estabelecer limites ao poder majoritário na criação e modificação do contrato de sociedade." (TELLECHEA, Rodrigo. *Autonomia Privada no Direito Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, pp. 271-272).

[510] "A função da proteção à minoria é evitar os riscos de uma desigualdade de tratamento, quando a relação de supremacia e subordinação se torna uma relação estável de dominação." (ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 55).

[511] As hipóteses de responsabilização do acionista controlador estão previstas no artigo 117 da Lei nº 6.404/76. Nos termos de Nelson Eizirik: "*O exercício do poder de comandar os negócios sociais é lícito e legítimo, exercendo o acionista controlador a soberania societária e expressando a vontade da companhia. O poder de controle na sociedade anônima, na medida em que constitui um 'direito-função', é atribuído ao seu titular para a*

proteger administradores de abusos perpetrados. De outro lado, como contrapeso, há a imputação de deveres fiduciários aos administradores[512], previstos nos artigos 153 a 158 da legislação societária. A eventual violação desses deveres permite que a companhia prossiga com ação de responsabilização dos administradores, nos termos do artigo 159. Neste sentido, a lei é capaz de garantir, aos acionistas, proteções à má-gestão dos administradores.

Outro aspecto interessante a ser mencionado é que a legislação societária incentiva o monitoramento recíproco de um administrador em relação aos atos praticados pelos demais administradores, inclusive, conforme prevê o §1º do art. 158 da LSA, isentando o administrador de responsabilidade por atos ilícitos de outros administradores, quando: *(i)* se posicionar de forma não conivente com tais atos ilícitos; e/ou *(ii)* se engajar de forma ativa e não for negligente em descobrir tais atos ilícitos ou se, deles tendo conhecimento, agir para impedir a sua prática.

Da mesma forma, o próprio §1º do art. 158 da LSA prevê que se exime de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, ao Conselho Fiscal, se em funcionamento, ou à Assembleia Geral.

O art. 158, §1º, da LSA não afasta o princípio da responsabilidade individual dos administradores (*i.e.*, responsabilidade por atos próprios e incomunicabilidade da culpa)[513], mas evidencia a não tolerância com comportamentos coniventes entre administradores no que se refere a atos ilícitos praticados[514].

---

con-secução de determinadas finalidades. Como ele não constitui um poder absoluto, o legislador estabeleceu determinadas regras visan-do a prevenir e reprimir eventuais abusos praticados pelo acionista controlador." (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª ed. Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015).

[512] "*O legislador pátrio, palmilhando a mesma rota trilhada pelas mais modernas leis societárias, em vez de procurar inutilmente restringir a atuação e o poder decisório dos administradores, por meio de preceitos rígidos e específicos para cada um dos múltiplos acontecimentos da vida negocial [...], corretamente optou, de um lado, por preservar a liberdade de atuação dos administradores, conferindo-lhes atribuições e poderes privativos e (consequentemente) indelegáveis (LSA, arts. 138, §1º 139 e 144), e, de outro lado, resolveu pautar o comportamento dos administradores por padrões de conduta gerais e abstratos, verdadeiras cláusulas-gerais a serem contrastadas com sua atuação específica em cada caso concreto (LSA, arts. 153 a 157), em clara aproximação à técnica legislativa da common law*." (SALOMÃO NETO, Eduardo. *O "trust" e o Direito Brasileiro*. São Paulo: LTr, 1996, n. 5.1.3, pp. 114-115).

[513] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 877-878.

[514] Em sentido semelhante, vejam-se as lições de Marcelo von Adamek *"a responsabilidade dos administradores*

Este dispositivo evidencia que a legislação societária deseja promover supervisão *intra* e *inter* órgãos sociais, a fim de assegurar o cumprimento dos deveres e responsabilidades legais.

Por fim, no que concerne à relação entre agentes internos e agentes externos *(stakeholders)*, há a previsão legal de diferentes regras e *standards* que devem ser cumpridos por companhias abertas, principalmente no que tange à divulgação de informações[515].

é, de regra, individual, mas a lei regula hipóteses das quais pode resultar a sua responsabilidade solidária, nos casos de (...) violação de deveres ordinários (LSA, art. 158, §1º)" (ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as Ações Correlatas São Paulo: Saraiva, 2009. p. 236).

[515] KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John et. al. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, pp. 31-47.

6 COMPARAÇÃO JURÍDICA: A EXPERIÊNCIA ESTRANGEIRA

A comparação de ordenamentos jurídicos, na disciplina do direito societário, revela, ao mesmo tempo, tanto a existência de semelhanças básicas entre sistemas legais[516], quanto características regulatórias próprias em que não há convergência.

Em breves lineamentos, pretende-se, nesta Seção 6, identificar, por meio do direito comparado, o tratamento jurídico da forma de participação de acionistas e de realização de Assembleias Gerais em sociedades anônimas, bem como a experiência de cada um dos países estudados.

Com essas comparações, não se pretende simplesmente transpor elementos estrangeiros ao ordenamento brasileiro. Seguindo as lições de Túlio Ascarelli[517], o objetivo é estudar institutos presentes em diferentes ordens jurídicas levando em consideração as suas especificidades, de modo a respeitar as particularidades presentes tanto no Brasil, quanto no Direito dos outros países analisados[518].

Trata-se, no entanto, de tarefa complexa. O exame dos ordenamentos jurídicos selecionados revela que são múltiplas as fontes normativas que tratam de Assembleias Gerais de acionistas. A depender do país, tais reuniões se encontram na legislação federal e/ou estadual, em normas regulamentares do mercado de valores mobiliários, nos códigos oficiais e

---

[516] KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John et. al. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, pp. 1-28. Henry Hansmann e Reinier Kraakaman ensinam que há cinco características estruturais semelhantes que usualmente se replicam em sociedades empresárias em diferentes ordenamentos jurídicos, quais sejam: *(i)* personalidade jurídica; *(ii)* responsabilidade limitada; *(iii)* transferibilidade das ações; *(iv)* administração centralizada em uma estrutura de órgãos; e *(iv)* propriedade das ações por contribuição de capital.

[517] "*Non si tratta, ripeto, di argomentare in un determinato Diritto dalla soluzione raggiunta in um altro Diritto; si trata invece di studiare nella loro portata storica Diritti straniere e Diritto nazionale per arrichire l'esperienza del giurista e renderlo così più atto a risolvere i problemi del próprio Diritto, rendendolo cosciente dela portata dele categorie alle quali fa ricorso*" (ASCARELLI, Tullio. *Interpretazione del diritto e studio del diritto comparato*, in Saggi di Diritto Commerciale, Milão: Giuffrè, 1995, pp. 481-519. Cf. nota de rodapé nº 27).

[518] O mesmo Tullio Ascarelli ensina que os estudos de Direito Comparado têm como principais funções resolver os problemas que exigem a aplicação do direito internacional e estruturar as relações econômicas. Isso porque permite que o intérprete consiga avaliar melhor os diversos sistemas jurídicos, sendo capaz de traçar a linha básica do desenvolvimento dos povos, possibilitando que compreenda as diferenças jurídicas. Nesse sentido, o Direito Comparado auxilia no progresso jurídico dos países pelo uso de experiências alheias e contribui para que seja desenvolvida uma linguagem ideal, internacionalmente uniforme. (ASCARELLI, Tullio. "Premissas ao estudo do Direito Comparado". In: *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. 1ª ed. Campinas: Bookseller, 2001).

não oficiais de governança corporativa e nas regras emitidas por bolsas de valores[519]. Além disso, em determinados países europeus, aplicam-se também as normas da União Europeia.

Entretanto, entendemos que o esforço é válido, pois o panorama internacional é fundamental para situar o entendimento da matéria e aferir onde e em que medida o Brasil fixará suas raízes nas vertentes existentes sobre o assunto.

Sendo assim, serão analisados, nos próximos tópicos, os variados tratamentos legais e regulatórios nos países de referência sobre os métodos de participação remota em Assembleias Gerais, com atenção à admissibilidade de meios eletrônicos e instrumentos de comunicação remota, bem como uso de ferramentas de tecnologia nas Assembleias Gerais tentando depurar como é o "o direito vivo, aplicado ao dia-a-dia"[520].

6.1 Estados Unidos da América

Como não poderia deixar de ser, a nossa análise em relação ao panorama internacional se inicia pelos Estados Unidos da América, que, por meio do estado de Delaware, assumiu posição de vanguarda ao autorizar a realização de Assembleias Gerais se valendo, apenas e tão somente, de meios eletrônicos e instrumentos de comunicação remota, em substituição ao ambiente físico e aos padrões tradicionais. Tal inovação foi adotada em 2000 pela legislação estadual de Delaware[521].

A partir de tal ocasião, inúmeros outros estados norte-americanos e até mesmo diferentes países do mundo passaram a refletir sobre o tema e, em alguns casos, seguiram o exemplo de Delaware, promovendo modificações semelhantes em suas leis.

---

[519] ZETZSCHE, Dirk A. School, *Virtual Shareholder Meetings and the European Shareholder Rights Directive* - Challenges and Opportunities (Junho 26, 2007). CBC-RPS Nº 0029, p. 13. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=996434>. Acesso em 05.11.2019 ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.996434>. Acesso em 05.11.2019.

[520] (ASCARELLI, Tullio. "Premissas ao estudo do Direito Comparado". In: *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. 1ª ed. Campinas: Bookseller, 2001).

[521] Conforme previsto no Del. Code Ann. Tit. 8, § 211 (2019), legislação societária aplicável às companhias constituídas e sediadas no Estado de Delaware (EUA).

Os EUA guardam uma característica particular quando comparados a outros países no que se refere à sua legislação societária. Isso porque o modelo federativo norte-americano, atribui aos Estados autonomia para legislar em matéria de Direito Societário e de Mercado de Capitais[522]. A competência para a legislação destes temas é federal, mas isso não inibe, porém, a competência concorrente[523] dos estados, desde que respeitem a lei federal[524]. Sendo assim, a legislação federal fica responsável por traçar padrões normativos e regulatórios mínimos de governança e negociação de valores mobiliários.

Consequentemente, ao lado de diplomas normativos federais como o *Securities Act* de 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934, o ordenamento jurídico norte-americano ainda conta com legislações adotadas por cada estado.

A despeito da diversidade de fontes normativas, dentre os 50 (cinquenta) estados da federação norte-americana, o Estado de Delaware ocupa lugar de referência em matéria de Direito Societário e de Mercado de Capitais, exercendo grande influência sobre diferentes

---

[522] Neste sentido, cumpre notar que, em determinados estados como Kansas e New York, as leis estaduais regulando o mercado de valores mobiliários (as chamadas "*blue sky laws*") precedem o *Securities Act*, de 1933. Em detalhado artigo sobre a conciliação das leis estatuais e federais em matéria de valores mobiliários, Roberta Karmel explica que "*[t]he constitutionality of state blue-sky laws was first tested in three Supreme Court cases decided in 1917, sixteen years before the first federal securities law was enacted. While a variety of constitutional arguments were raised in these cases, the cases particularly focused upon the possible limitations imposed by the Fourteenth Amendment on the power of a state to prevent fraudulent securities issuances. Only one of the opinions, however, specifically discussed the contention that the blue-sky laws burdened interstate commerce. In Hall v. Geiger-Jones Co., the Court upheld the blue-sky statute under review, on the ground that the statute was only applicable to dispositions of securities within the state and, thus, could not burden interstate commerce. The Court found that: Upon their transportation into the State there is no impediment - no regulation of them or interference with them after they get there. There is the exaction only that he who disposes of them there shall be licensed to do so, and this only that they may not appear in false character and impose an appearance of a value which they may not possess - and this certainly is only an indirect burden upon them as objects of interstate commerce, if they may be regarded as such."* . U.S. Supreme Court, *Hall v. Geiger-Jones Co.*, caso n. 438, julgado em 22 de janeiro de 2017, publicado no U.S. Report n. 242, p. 539, citado em KARMEL, Roberta S., 28 Brook. J. Int'l L. 495 (2002-2003).

[523] Sobre a competência concorrente entre a legislação estadual e federal, a Corte de Apelação do Nono Circuito explica que: *"This provision [15 U.S.C. § 78bb(a)] does not indicate congressional intent to occupy the entire field of securities regulation, but rather, to occupy that field only inasmuch as state laws "conflict with the provisions of [the Act] or the rules and regulations thereunder."* U.S. Court of Appeals, 9th Circuit, *Whistler Investments, Inc. v. The Depository Trust and Clearing Corporation*, caso n. 06-16088, julgado em 22 de agosto de 2008, U.S. Report n. 539 F.3d, p. 1.159

[524] De forma a determinar eventual conflito entre a legislação estadual e federal, a Suprema Court dos Estados Unidos explica: "The criterion for determining whether state and federal laws are so inconsistent that the state law must give way is firmly established in our decisions. Our task is "to determine whether, under the circumstances of this particular case, [the State's] law stands as an obstacle to the accomplishment and execution of the full purposes and objectives of Congress"". Supreme Court, *Hines v. Davidowitz*, caso n. 22, julgado em 20 de janeiro de 1941, publicado no U.S. Report n. 312, p. 52, citado em U.S. Court of Appeals, 9th Circuit, Jones v. Rath Packing Co., caso n. 75-1053, julgado em 29 de março de 1977, publicado no U.S. Report n. 430, p. 519.

ordenamentos jurídicos. Não foi diferente com a promulgação de sua legislação dedicada a tratar de Direito Societário, o *Delaware General Corporation Law*, parte do *Delaware Code*.

A fim de viabilizar algum nível de coerência e consistência entre as legislações estaduais, o *Committee on Corporate Laws of the Section of Business Law* da *American Bar Association* desenvolveu o *Model Business Corporation Act* (MBCA), que funciona como uma espécie de modelo a ser potencialmente seguido por legislações estaduais nos EUA[525]. Desde sua concepção original, tal documento sofreu alterações, que resultaram no atual *Revised Model Business Corporation Act* (RMBCA)[526], que continua servindo de referência para legislações estaduais nos EUA.

No que se refere especificamente a Assembleias Gerais, são múltiplos os níveis regulatórios do Direito Societário encontrados nos EUA, com destaque ao *Delaware Code*[527] e ao RMBCA[528]. O *Securities Exchange Act* de 1934 fica responsável por delimitar as normas de mercado de capitais dedicadas ao tema[529].

Sob o ponto de vista regulatório, o tema é tratado pela *Regulation* 14A da SEC sobre o *Code of Federal Regulations do Securities Exchange Act* de 1934[530]. No que tange a regulamentos de listagem, o manual de listagem das companhias abertas da NYSE[531] assume esse papel. Por fim, o país conta também com códigos de governança corporativa não oficiais[532].

---

[525] BEBCHUK, Lucian A., *The Case for Increasing Shareholder Power*. Harvard Law Review, Vol. 118, No. 3, pp. 833-914, Janeiro 2005; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 500. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=387940. Acesso em 05.11.2019.

[526] O último modelo disponibilizado data de 2017, e seu inteiro teor pode ser acessado em: <https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corplaws/2016_mbca.authcheckdam.pdf>. Acesso em 05.11.2019.

[527] Como exemplo de normas que regulam tal tema, pode-se citar o Title 8, §§211-233 do Delaware Code.

[528] Revised Model Business Corporation Act. §7.01-7.47.

[529] Securities Exchange Act of 1934. 15 U.S.C. 2B, s.78n.

[530] Code of Federal Regulations. §240.14a [Rule 14a-X].

[531] NYSE. Listed Company Manual [NYSE-M] f.e., ss. 401-2.

[532] ZETZSCHE, Dirk A. School, *Corporate Governance in Cyberspace - a Blueprint for Virtual Shareholder Meetings* (June 19, 2005). CBC-RPS No. 0011, p. 11. Disponível em: SSRN: https://ssrn.com/abstract=747347. Acesso em 05.11.2019.

A disponibilização de informações das companhias norte-americanas é realizada por meio de dois métodos: *pull* e *push*[533].

No método *pull*, a sociedade disponibiliza a informação em algum lugar pré-determinado como repositório de documentos e informações, usualmente sua sede ou registros da sociedade. Isso também vale para informações relacionadas a Assembleias Gerais, tais como balanços anuais e relatórios afins, o edital de convocação e materiais referentes a procurações, pedidos de acionistas, videoconferência, os resultados da votação, entre outras.

O método de *push*, a seu turno, baseia-se no envio ou fornecimento de informações pela companhia diretamente ao acionista. Esse método, diferentemente do primeiro, facilita o engajamento dos acionistas, uma vez que os custos no acesso à informação são reduzidos, quando comparados com o método *pull*.

No estado de Delaware, o acesso a documentos e informações da companhia relativas a Assembleias Gerais pode ser obtido por meio do método *pull*. Sendo assim, o acionista que desejar cópias de demonstrações financeiras e relatórios a elas relacionados[534], convocação para Assembleias Gerais e materiais conexos a procurações[535-536], solicitações de acionistas[537], videoconferências da assembleia, resultados de votações e uma variedade de outras informações[538] deverá acessar o repositório de documentos e informações da companhia.

No que diz respeito aos requerimentos para o envio de informações aos acionistas por meio eletrônico, seguindo o modelo *push*, os EUA dispensam a necessidade da autorização prévia por parte dos acionistas, em regime de consentimento presumido. O *Delaware Code* determina que tal consentimento pode ser revogado por notificação enviada pelo acionista

---

[533] ZETZSCHE, Dirk A. School, *Corporate Governance in Cyberspace - a Blueprint for Virtual Shareholder Meetings* (June 19, 2005). CBC-RPS No. 0011, p. 14. Disponível em: SSRN: https://ssrn.com/abstract=747347. Acesso em 05.11.2019.
[534] NYSE. Listed Company Manual [NYSE-M]. S. 203.01A.
[535] Rule 14a-6(e). SEC.
[536] NYSE-M. S. 401.01-02 e 402.00-03.
[537] Nos EUA, solicitações de acionistas não devem ser feitas após o aviso da assembleia. Consequência disso é que elas devem ser informadas na circular da administração ou arquivadas como material de procuração emitido pelo solicitante. Cf. ZETZSCHE School, Dirk A., *Corporate Governance in Cyberspace - a Blueprint for Virtual Shareholder Meetings* (June 19, 2005). CBC-RPS No. 0011, p. 15. Disponível em: SSRN: https://ssrn.com/abstract=747347. Acesso em 05.11.2019.
[538] Ibidem. p. 14-15.

enviada à companhia[539]. A *SEC* e o RMBCA são omissos em relação a procedimentos formais adicionais.

O acesso às declarações de procuração (*proxy statements*) é também questão de enorme relevância, tendo em vista que tal mecanismo é capaz de aumentar a participação de acionistas nos processos decisórios da companhia. A SEC, durante anos, tentou adotar regras que impusessem a companhias o dever de tornar disponível aos acionistas as declarações de procuração (*proxy statements*), sem obter sucesso[540].

Desde a alteração da *Exchange Act Rule* 14a-11, em 2011, diversas companhias abertas passaram a disponibilizar declarações de procuração (*proxy statements*) aos seus acionistas, como consequência da pressão exercida por grandes investidores institucionais e outros representativos grupos de acionistas.

Na atualidade, cerca de 71% (setenta e um por cento) das companhias integrantes do S&P 500[541] disponibilizam declarações de procuração (*proxy statements*) aos seus acionistas, proporcionando a esses o poder de indicar candidatos a cargos no Conselho de Administração da Companhia[542]. O dado demonstra expressiva evolução na matéria, considerando-se que, até 2015, apenas 15 (quinze) companhias dos EUA disponibilizavam tal documento.

No que concerne à possibilidade de votação a distância, o *E-Sign Act* e o RMBCA permitem a Votação Eletrônica por Representantes *(EPV)*, sendo que o *Delaware Code* entende que a efetiva adoção de tal ferramenta precisa ser previamente autorizada pelo Conselho de Administração da companhia[543]. O *Delaware Code* dá o mesmo tratamento legal à Votação Eletrônica Direta *(EDV)*. Entretanto, o RMBCA não a permite.

---

[539] Delaware Code. Title 8, §232.
[540] GREGORY, H. J., GRAPSAS, R., Holland, C. The Latest on Proxy Access. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*. 2019.
[541] S&P 500 é abreviação de Standard & Poor's 500 – índice composto por 500 (quinhentos) ações de companhias listadas na NYSE ou na NASDAQ, que são reconhecidamente bem qualificados por seu tamanho de mercado (*market share*), sua liquidez e sua representação de grupo industrial –.
[542] ZETZSCHE, Dirk A. School, *Corporate Governance in Cyberspace - a Blueprint for Virtual Shareholder Meetings* (June 19, 2005). CBC-RPS No. 0011, p. 15. Disponível em: SSRN: https://ssrn.com/abstract=747347. Acesso em 05.11.2019.
[543] ZETZSCHE, Dirk A. School, *Corporate Governance in Cyberspace - a Blueprint for Virtual Shareholder Meetings* (June 19, 2005). CBC-RPS No. 0011, p. 28. Disponível em: SSRN: https://ssrn.com/abstract=747347. Acesso em 05.11.2019.

Por fim, quanto à possibilidade de condução de Assembleias Virtuais, determina o *Delaware Code* que, nas hipóteses em que o Conselho de Administração estiver autorizado a definir o local da Assembleia Geral, ficaria a critério da administração a realização de Assembleias Gerais a distância. O RMBCA, a seu turno, não as prevê, mas permite a adoção de mecanismos de comunicação remota para que os acionistas possam emitir seus respectivos votos[544].

Desde a aprovação do *Delaware Code*, em 2000, permitiu-se que companhias promovessem Assembleias Gerais por meios unicamente eletrônicos de comunicação, e diversas legislações estaduais nos EUA decidiram adotar soluções legislativas semelhantes. No mesmo compasso, a *American Bar Association* propôs mudanças ao *Model Business Corporation Act*, a fim de prever no modelo de legislação alguma espécie de Assembleia Geral Virtual.

Até 2010, 32 (trinta e dois) estados nos EUA haviam abordado, em suas legislações, algumas formas de Assembleia Virtual[545]. Dentre eles, 23 (vinte e três) legislações, de forma explícita ou implícita, apresentavam normas que permitiam tanto a realização de Assembleias físicas tradicionais, com mecanismos de participação remota, quanto Assembleias Gerais exclusivamente virtuais[546].

---

[544] Nos termos do §7.09 do RMBCA: "*§7.09 Remote Participation in Shareholders' Meetings (a) Shareholders of any class or series of shares 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 as a shareholder 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 §7.09(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 as a shareholder 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*".

[545] FAIRFAX, Lisa M. *Virtual Shareholder Meetings Reconsidered* (2010). Seton Hall Law Review, Vol. 40, Nº 1367, 2010; GWU Legal Studies Research Paper Nº 539; GWU Law School Public Law Research Paper Nº 539, p. 1368. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1787297>. Acesso em 05.11.2019.

[546] Em 2017, 236 (duzentas e trinta e seis) companhias abertas realizaram Assembleias Virtuais nos Estados Unidos, sendo 212 (duzentas e doze) Assembleias Gerais exclusivamente virtuais e 24 (vinte e quatro) Assembleias Gerais híbridas, com a participação presencial e virtuais de acionistas. (BROADRIDGE FIN. SOLUTIONS, INC., *Virtual Shareholders Meetings: Recent Facts and Figures (2017)*. Disponível em: https://www.broadridge.com/_assets/pdf/broadridge-vsm-platform.pdf. Acesso em 05.11.2019).

Há, ainda, o caso especial de Massachussets, cuja legislação permite a realização de Assembleias Virtuais, ao lado da participação remota de acionistas[547]. A legislação dos demais estados, por sua vez, permite a participação de acionistas por meios eletrônicos, vedando, por outro lado, a realização de Assembleias Virtuais.

Daqueles estados que tratam da matéria, a maior parte segue o modelo implementado por Delaware, que torna obrigatório, às companhias, a instituição de 3 (três) procedimentos específicos com vistas a poderem conduzir Assembleias Virtuais[548], quais sejam: *(i)* verificar a identidade dos acionistas ou procuradores com capacidade de voto; *(ii)* permitir que acionistas participem e votem nas Assembleias Gerais e, por fim, *(iii)* manter registros dos votos ou outros acontecimentos durante o evento[549].

Os demais estados se limitam à exigência de que companhias instituam medidas para garantir, na medida do possível, que acionistas possam ouvir uns aos outros.

Adicionalmente, é possível dividir os estados nos EUA entre aqueles que deixam unicamente a critério do Conselho de Administração a possibilidade de realização de Assembleias Virtuais ou de Assembleias Gerais tradicionais-físicas, com participação remota de acionistas[550].

---

[547] Nos exatos termos da legislação de Massachussets, "*Unless otherwise provided in the articles of organization or bylaws, if authorized by the board of directors: any annual or special meeting of shareholders need not be held at any place but may instead be held solely by means of remote communication, unless the corporation is a public corporation; and subject to such guidelines and procedures as the board of directors may adopt, shareholders and proxyholders not physically present at a meeting of shareholders may, by means of remote communications*". Gen. Laws Ann. Ch. 156D § 7.08 (West 2010). Para acessar o inteiro teor da legislação: <https://malegislature.gov/laws/generallaws/parti/titlexxii/chapter156d>. Acesso em 05.11.2019.

[548] Delaware Code Annotated. Title 8. § 211 (2)(b) (2010).

[549] FAIRFAX, Lisa M. *Virtual Shareholder Meetings Reconsidered* (2010). Seton Hall Law Review, Vol. 40, Nº 1367, 2010; GWU Legal Studies Research Paper Nº 539; GWU Law School Public Law Research Paper Nº 539, p. 1369. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1787297>. Acesso em 05.11.2019.

[550] Em âmbito federal, a *Securities Exchange Comission* entende que a decisão sobre a forma de realização das assembleias de acionistas é uma decisão comercial da companhia. Diante da consulta formulada pela *HP Inc.* acerca da exclusão da proposta de acionista da companhia para que o conselho de administração adotasse uma política de governança restabelecendo a realização de Assembleias Gerais presenciais, a divisão de *corporate finance* da entidade entendeu que *"[t]here appears to be some basis for your view that HP may exclude the proposal under rule 14a-8(i)(7), as relating to HP's ordinary business operations. In this regard, we note that the proposal relates to the determination of whether to hold annual meetings in person. Accordingly, we will not recommend enforcement action to the Commission if HP omits the proposal from its proxy materials in reliance on rule 14a-8(i)(7)"*. HP Inc., SEC No-Action Letter, 2016 WL 6819133, at 1 (Dec. 28, 2016).

Contando com Delaware[551], 10 (dez) são os estados que o fazem[552]. Outros 8 (oito) estados, embora prevejam a necessidade de autorização para a realização de Assembleias Gerais por meio eletrônico, a linguagem utilizada na legislação permite a interpretação de que outros órgãos poderiam deliberar sobre o assunto. Há, ainda, estados que permitem que acionistas participem em Assembleias Gerais por meio eletrônico desde que os documentos societários da companhia prevejam a realização de Assembleias nesses moldes[553].

6.2 Europa

O tratamento legal conferido aos temas objeto desta Seção, nos países europeus, é, em grande medida, influenciado por normas de direito comunitário aplicáveis aos países integrantes da União Europeia.

A este respeito, são especialmente importantes para esta análise as seguintes diretivas cronologicamente expedidas pelo Parlamento Europeu e pela CEE:

Diretiva EU nº	Matéria
2004/109/CE	Harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações relativas aos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação, usualmente chamada de Diretiva da Transparência *(Transparency Directive)*.
2007/36/CE	Exercício de direitos de acionistas em companhias abertas, proveniente da Comunicação ao CEE e ao Parlamento Europeu de 21 de Maio de 2003, que possui o objetivo de "modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia", e dispõe sobre normas que visam a reforçar os direitos de acionistas de companhias

[551] Delaware Code. Title 8, §211 (2).
[552] FAIRFAX, Lisa M. *Virtual Shareholder Meetings Reconsidered* (2010). Seton Hall Law Review, Vol. 40, Nº 1367, 2010; GWU Legal Studies Research Paper Nº 539; GWU Law School Public Law Research Paper Nº 539, p. 1380. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1787297>. Acesso em 05.11.2019.
[553] Ibidem. p. 1370.

	abertas e solucionar problemas relativos à votação transfronteiriça (*i.e.*, votação por acionistas estrangeiros localizados em um Estado Membro da UE em Assembleias Gerais de companhias sediadas em outro Estado Membro da UE). Esta diretiva também é usualmente conhecida como Diretiva dos Direitos dos Acionistas I *(Shareholder Rights Directive I)*.
2017/828	Aperfeiçoamentos nas regras do Direito Europeu em resposta à crise econômico-financeira mundial, a fim de incentivar o engajamento, participação e acompanhamento por acionistas, com vistas a otimizar o desempenho das companhias e prestigiar regras de governança corporativa, também é usualmente conhecida como Diretiva dos Direitos dos Acionistas II *(Shareholder Rights Directive II)*.

Como consequência da transposição de tais diretivas nos Estados Membros, há certa uniformidade entre as normas como, por exemplo, em relação à divulgação de informações e ao exercício de direitos dos acionistas em companhias sediadas em países integrantes da União Europeia.

Atualmente, há um movimento coordenado na Europa pela valorização do exercício de direitos de acionistas em sociedades anônimas, com especial atenção ao exercício do direito de voto nas Assembleias Gerais, *vis-à-vis* as recomendações da Diretiva UE nº 2007/36/CE e da Diretiva UE nº 2017/828.

Dentre outros aspectos, existe uma preocupação em facilitar meios para que os acionistas das sociedades que têm sede em um Estado Membro e cujas ações estão admitidas à negociação em mercados regulados em funcionamento em outro Estado Membro possam exercer esses direitos, sem entraves e dificuldades procedimentais e burocráticas[554].

[554] Gower e Davies descrevem tal precoupação da seguinte forma: "*Increasingly an institutional investor based in one Member State of the EU will hold shares in a company incorporated in another Member State and wish to exercise its voting rights in relation to that company. This is a natural area for regulation by Community law and in 2007 the Community adopted Directive 2007/36/EC on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies*." (GOWER, Laurence Cecil Bartlett e DAVIES, Paul Lyndon. *Principles of Modern Company Law.* 8ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008, p. 429-430).

A Diretiva UE nº 2017/828 foi concebida como política pública no sentido de incentivar o engajamento dos acionistas no acompanhamento e monitoramento de questões relativas às sociedades investidas, estimulando relações de longo prazo e aumentando a transparência entre as sociedades e os investidores, de forma consistente com o passo inicialmente dado pela Diretiva EU nº 2004/109/CE.

A Diretiva UE nº 2017/828 recomenda aos países da União Europeia que se esforcem no sentido de converter em lei preceitos de governança corporativa, dando prosseguimento ao empenho iniciado pela Diretiva UE nº 2007/36/CE para modernizar o Direito Societário e reforçar as relações de governança corporativa em sociedades na UE.

Existe preocupação em facilitar os meios de identificação dos acionistas pelas sociedades e tornar mais eficientes as comunicações destes com a sociedade, inclusive valendo-se de meios eletrônicos. Pretende-se permitir à sociedade se comunique diretamente com os seus acionistas para facilitar o exercício dos direitos dos acionistas.

A cadeia de intermediários usualmente envolvidos no exercício do direito de voto tem sido demandada e incentivada a prestigiar e facilitar o exercício de direitos por acionistas estrangeiros e/ou que, de outra maneira, participe dos eventos societários a distância ou se valendo de mecanismos eletrônicos.

Há também esforços no sentido de assegurar que os acionistas possam conferir se os votos foram exercidos e computados corretamente. Em caso de votação eletrônica, há aperfeiçoamento em regras anteriores, no sentido de confirmar o recebimento e contabilização dos votos exercidos eletronicamente. Além disso, cada acionista que exprime um voto na Assembleia Geral deverá ter pelo menos a possibilidade de verificar se, após a reunião, o seu voto foi validamente registado e contabilizado pela sociedade.

Em tal contexto, está sendo valorizado o ativismo societário, reconhecendo a importância do papel desempenhado por investidores institucionais e gestores de fundos de investimento, fazendo com que estratégias de investimento sejam mais claras e incentivando relacionamentos e investimentos de logo prazo, com perfil engajado no acompanhamento de atividades da companhia investida.

Esses requisitos específicos são aplicáveis em relação à identificação dos acionistas, transmissão de informações, facilitação do exercício dos direitos dos acionistas, transparência

dos investidores institucionais, dos gestores de ativos e dos consultores em matéria de votação *(proxy advisors)*.

São especialmente importantes para o presente estudo os dispositivos constantes do Capítulo II da Diretiva UE nº 2007/36/CE, que falam sobre as Assembleias Gerais. De forma resumida, tais comandos buscam assegurar que:

(i) Os acionistas sejam tratados de forma isonômica na participação e no exercício dos direitos de voto nas Assembleias Gerais (artigo 4º);

(ii) Os acionistas sejam devidamente informados, previamente à Assembleia Geral, sobre os temas em relação aos quais se deliberará, usando inclusive meios de comunicação suficientes para divulgar, de forma eficaz, a informação junto do público (artigo 5º);

(iii) Os acionistas possam solicitar a inclusão de matérias na ordem do dia da Assembleia Geral e, conforme o caso, possam apresentar projetos de deliberação (artigo 6º);

(iv) Os acionistas possam exercer seus direitos para participar e votar nas Assembleias Gerais, sem imposição de restrições e condicionantes, como por exemplo obrigações de depósito de informações antes da Assembleia Geral (artigo 7º);

(v) As sociedades proporcionem, aos seus acionistas, formas de participação em Assembleias Gerais por meios eletrônicos, inclusive: *(i)* transmissão em tempo real da Assembleia Geral; *(ii)* comunicação e interação em tempo real, que permita aos acionistas intervir na assembleia a partir de um local distante; e *(iii)* mecanismo de votação, antes ou durante a Assembleia Geral, sem necessidade de nomear um procurador que esteja fisicamente presente na assembleia (artigo 8º);

(vi) Os acionistas tenham o direito de formular perguntas e solicitar esclarecimento nas Assembleias Gerais, inclusive prevendo parâmetros de conteúdo mínimo em relação às respostas a tais demandas (artigo 9º);

(vii) O exercício do direito de voto por meio de procuradores e simplificar formalidades para nomeação do procurador (artigos 10 e 11);

(viii) As sociedades deem aos seus acionistas a possibilidade de votar por correspondência antes da Assembleia Geral (artigo 12);

(ix) Eliminação de impedimentos ao exercício efetivo dos direitos de voto, notadamente simplificação de entraves e procedimentos burocráticos (artigo 13); e

(x) As sociedades tenham a obrigação de divulgar os resultados de votação, com o detalhamento sobre cômputo e contabilização dos votos (artigo 14).

Por diversas razões, pode-se observar que as Diretiva UE nº 2007/36/CE e a Diretiva UE nº 2017/828 tiveram enorme influência na forma como foi produzida a regulamentação da CVM sobre o parágrafo único do artigo 121 e o parágrafo único ao artigo 127 da LSA, conforme introduzidos pela Lei nº 12.431/11.

Assim, tais diretivas serviram de inspiração na elaboração das Instruções CVM que versam sobre a votação e a participação a distância[555], que modificaram e aprimoraram a Instrução CVM nº 481/2009, com regras de pedidos públicos de procuração, de participação e votação a distância em Assembleias Gerais.

Há, aqui, alicerce importante para buscarmos respostas a algumas indagações no mercado de capitais brasileiro.

Em que pese haver certa homogeneidade entre as normas dentro da comunidade europeia, em razão do uso de regulações de caráter vinculante, ainda resta determinado nível de discricionariedade para que os países membros da UE decidam como adotar certas normas, como, por exemplo, as Diretivas, que estabelecem objetivos que todos os países da UE devem atingir, mas não determinam especificamente as normas que deverão ser seguidas dentro de todos os ordenamentos jurídicos dos países.

Por essa razão, cabe examinar individualmente a legislação dos países seguintes, que são de especial interesse para este estudo.

[555] Notadamente as Insutruções nº 552/2014, 561/2015, 565/2015, 567/2015 e 594/2017.

6.2.1 Reino Unido

O Reino Unido adotou e transpôs para o seu direito interno tanto a Diretiva dos Direitos dos Acionistas II, quanto a Diretiva da Transparência[556].

Adicionalmente, há outras legislações aplicáveis no Reino Unido sobre Assembleias Gerais e exercício do direito de voto como, por exemplo, o *Companies Act* 2006[557] e o *UK Corporate Governance Code*[558].

No âmbito da regulação do mercado de capitais, há o *UK Listing Rules*, conjunto de regras aplicáveis às companhias abertas, cujos valores mobiliários são admitidos à negociação na *United Kingdom Stock Exchange* e, consequentemente, sujeitas à supervisão da autoridade local na matéria (*UK Listing Authority* – UKLA).

No que tange aos métodos de acesso a informações da companhia por parte de acionistas, por adotar a *Transparency Directive*, vigem sobre o Reino Unido os requerimentos para o método *push* já mencionados, sendo aceito o uso de meios eletrônicos de informação por companhias, sob a condição de que tal decisão seja tomada em Assembleia Geral, conforme a parte 3 do *Schedule 5* do *Companies Act* 2006[559].

Em relação à disponibilização de documentos relevantes para a realização de uma Assembleia Geral, o *Companies Act 2006* determina que os acionistas receptores de tais informações devem ter sido individualmente notificados pela companhia para afirmarem se concordam ou não com o envio de informações via *website*[560].

---

[556] Conforme dados disponíveis no site da União Europeia: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/NIM/?uri=CELEX:32004L0109>. Acesso em 05.11.2019.

[557] As normas gerais aplicáveis às assembleias gerais encontram-se na "*Part 13*" do *Companies Act 2006*, sendo que o item 360A, regula especificamente as formas eletrônicas de realização de Assembleia e de manifestação de voto. Disponível em: http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents. Acesso em 05.11.2019.

[558] Trata-se apenas de um documento de orientação às companhias abertas, de modo que suas disposições não são obrigatórias. Disponível em: https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.pdf. Acesso em 05.11.2019.

[559] Disponível em: http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/schedule/5. Acesso em 05.11.2019.

[560] *Companies Act 2006*. *Schedule 5, Pt. 10 (3)*. "*The conditions are that (a) the person has been asked individually by the company to agree that the company may send or supply documents or information generally, or the documents or information in question, to him by means of a website, and (b) the company has not received a response within the period of 28 days beginning with the date on which the company's request was sent*".

Além disso, no mesmo sentido da regra da *Transparency Directive*, a legislação no Reino Unido prevê a hipótese de consentimento implícito, de tal modo que, caso o acionista tenha sido notificado e a companhia não tenha recebido resposta dentro de 28 (vinte e oito) dias contados da data em que a solicitação da companhia foi enviada, entende-se, presumidamente, que houve consentimento do acionista.

Nesse sentido, no Reino Unido, além do método *pull*, tradicionalmente utilizado, o envio de informações aos acionistas, além de depender de aprovação em Assembleia Geral, deve ser precedido de obtenção do consentimento individual do acionista, o qual poderá ser presumido pela ausência de resposta após 28 (vinte e oito) dias do envio da notificação.

Adicionalmente, o item 311A do *Companies Act 2006* determina que as companhias abertas devem disponibilizar, em seu *website*, e de forma prévia, as seguintes informações relacionadas às Assembleias Gerais: *(i)* questões destacadas no edital de convocação da Assembleia Geral; *(ii)* o número total de ações da companhia e de cada classe; *(iii)* o total de direitos de voto que acionistas podem exercer na Assembleia Geral no que concerne aos direitos de cada classe; e *(iv)* declarações de acionistas, resoluções de acionistas e questões a respeito do negócio postas por acionistas recebidas pela companhia após o primeiro dia de convocação da Assembleia Geral. Estabelece, ainda, que o acesso a informações no *website* e a possibilidade de obter via física desta não estejam sujeitos a pagamento de taxa ou que estejam restritos de qualquer outra forma[561].

No Reino Unido, em que pese não ser obrigatória a disponibilização de declarações de procuração (*proxy statements*) para acionistas por parte de companhias, o item 311(3)(d) do *Companies Act* 2006 dispõe que o edital de convocação das Assembleias Gerais de companhias abertas deve incluir declaração fornecendo detalhes sobre os formulários a serem usados na outorga de procuração.

Em relação à realização de Assembleias Virtuais, a legislação ainda é omissa. Gower e Davis, por suas vezes, afirmam que:

> *Thanks for modern technology it is no longer necessary that a meeting should require all those attending to be in the same room. If more turn up than had been foreseen, a valid meeting can still take place if proper arrangements have been made to direct the overflow to other rooms with adequate audio-*

[561] Companies Act 2006. s. 311A (3).

> *visual links enabling everyone to participate in the discussion to the same extent as if all had been in the same room.*[562]

A respeito das formas de votação, é permitida a votação por procuração eletrônica, se a companhia fornecer endereço eletrônico em instrumento de procuração ou convite para nomeação de procurador[563].

A Votação Eletrônica Direta, por sua vez, encontra-se prevista ao lado da realização de Assembleias Virtuais no *Companies Act 2006*[564], porém, conforme pesquisa realizada por Dirk A. Zetzsche, a jurisprudência acerca da Votação Eletrônica Direta é turva[565].

6.2.2 Portugal

Além da *Transparency Directive*, Portugal transpôs para seu ordenamento interno a Diretiva dos Direitos dos Acionistas I, sem acolher as alterações trazidas pela Diretiva dos Direitos dos Acionistas II.

No Direito Português, ao lado das diretivas internalizadas, vigoram também: *(i)* o Decreto-Lei nº 262, de 02 de setembro de 1986, conhecido como Código das Sociedades Comerciais[566]; *(ii)* a Lei nº 1/2014[567]; e *(iii)* o Código dos Valores Mobiliários[568], este último editado pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários – CMVM, órgão responsável por

---

[562] GOWER, Laurence Cecil Bartlett e DAVIES, Paul Lyndon. *Principles of Modern Company Law.* 8ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008, p. 445.
[563] Companies Act 2006. s. 333 (2).
[564] Companies Act 2006. s. 360A (1).
[565] ZETZSCHE, Dirk A. School. *Virtual Shareholder Meetings and the European Shareholder Rights Directive* - Challenges and Opportunities (Junho 26, 2007). CBC-RPS Nº 0029, p. 39. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=996434>. Acesso em 05.11.2019 ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.996434>. Acesso em 05.11.2019.
[566] Tal lei possui o mesmo escopo que a Lei nº 6.404/76 possui no ordenamento brasileiro. Disponível em: http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/LegislacaoComplementar/EmitentesOfertasInformcaoValoresMobiliarios/Pages/CSC20060414.aspx?v=. Acesso em 05.11.2019.
[567] Cuja íntegra pode ser acessada em: https://dre.pt/application/conteudo/571006. Acesso em 05.11.2019.
[568] Aprovado pelo Decreto-Lei nº 486, de 13 de novembro de 1999, e republicado pela Lei nº 35/2018. Disponível em: https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/CodigodosValoresMobiliarios/Documents/CdVM_vers%C3%A3o%20republicada_julho2018.pdf. Acesso em 05.11.2019.

fiscalizar o mercado de valores mobiliários de Portugal, que possui atuação semelhante à da CVM no Brasil[569].

A nível regulamentar, são adotados diversos Regulamentos emitidos pela própria CMVM[570], sendo os principais de nº 4/2013 e 5/2008[571].

Conforme dito anteriormente, nos termos do artigo 17(3) da *Transparency Directive*, é permitido o uso de meios eletrônicos com o fim de transmitir informações aos acionistas, sob a condição de que tal decisão tenha sido objeto de deliberação em Assembleia Geral. Tendo em vista a incorporação dessa Diretiva ao ordenamento jurídico português, é admitido o método *push* naquele país. Adicionalmente, os acionistas deverão ser individualmente contatados por escrito pela companhia se esta quiser obter seu consentimento para o envio de informações por meios eletrônicos. Contudo, caso aqueles não respondam em um período razoável, seu consentimento será presumido.

Além disso, recorre-se ao método *pull*. O Código dos Valores Mobiliários, em seu artigo 21º-C, prevê que as companhias abertas devem disponibilizar, antes da realização da Assembleia Geral, na sede da sociedade e em seu *website*, diversos documentos relativos à Assembleia Geral, como, por exemplo, formulários de documento de representação e de voto por correspondência, caso este não seja proibido pelo contrato de sociedade. O país encontra-se, portanto, entre aqueles que exibem preocupação com *proxy access*.

As companhias devem, ainda, disponibilizar em seu *website*, em termos claramente identificados e atualizados, dentre outras informações, documentos de prestação de contas[572] e calendário semestral de eventos societários, divulgado no início de cada semestre, no qual deverão constar as reuniões da Assembleia Geral, divulgação de contas anuais, semestrais e, caso aplicável, trimestrais[573].

---

[569] Disponível em: https://www.cmvm.pt/pt/CMVM/Apresentacao/Pages/Apresentacao-o-que-e-a-CMVM.aspx. Acesso em 05.11.2019.
[570] Todos os Regulamentos editados pela CMVM encontram-se compilados no site do próprio órgão: https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Regulamentos.aspx?pg. Acesso em 05.11.2019.
[571] Ambos regulamentos são de caráter geral, visto que impõem regras e condutas comuns a todas as companhias que possuem valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa.
[572] Que devem permanecer acessíveis por, pelo menos, 5 (cinco) anos.
[573] Regulamento n.º 4/2013 da CMVM. Artigo 3.

O Regulamento nº 5/2008 da CMVM determina, às companhias abertas, amplos deveres de divulgação de informações periódicas e eventuais[574].

O Código dos Valores Mobiliários, por sua vez, em seu artigo 23º-D(2), determina que a ata da Assembleia Geral de companhias abertas seja obrigatoriamente divulgada aos acionistas por meio do *website* da sociedade, no prazo de 15 (quinze) dias após o encerramento da Assembleia Geral ou quando do cômputo definitivo da votação[575].

A manifestação de voto por parte dos acionistas deve ser realizada, no mais tardar, até o dia anterior ao 5º (quinto) dia de negociação anterior à data da Assembleia, podendo para tanto, recorrer o acionista ao correio eletrônico[576].

Em relação à representação de acionistas em Assembleias Gerais, o Código dos Valores Mobiliários, em seu artigo 23º (2), permite que as procurações sejam enviadas por meio de correio eletrônico, embora o Código das Sociedades Comerciais não faça menção ao uso de meios eletrônicos no recebimento e autenticação de instrumentos de representação.

O artigo 381 do Código das Sociedades Comerciais, por sua vez, regula o Pedido de Representação, que se assemelha ao Pedido Público de Procuração brasileiro. Nos termos do referido dispositivo, caso um indivíduo solicite a outorga de poderes de representação à mais de 5 (cinco) acionistas, este deverá respeitar os seguintes termos: *(i)* as procurações concedidas serão válidas apenas para uma Assembleia Geral específica; *(ii)* a concessão dos poderes possui natureza revogável; e *(iii)* o solicitante de procurações deverá enviar, à sua custa, a cópia da ata da Assembleia Geral aos outorgantes.

A participação do acionista de forma direta e remota, por sua vez, é possibilitada por meio do "voto por correspondência", previsto no artigo 384º do Código das Sociedades Comerciais e no artigo 22º do Código dos Valores Mobiliários. Trata-se de método de votação

---

[574] Como exemplo, cite-se o dever de divulgar informações financeiras trimestrais previsto no artigo 10º(1). O mesmo dispositivo normativo, em seu artigo 5º, define os meios de divulgação de tais informações. São eles: *(i)* o sistema de difusão de informação da CMVM – que possibilita, aos investidores de toda a Comunidade Europeia, um fácil e rápido acesso, sem custos específicos, numa base não discriminatória –; e *(ii)* o *website* próprio do emissor, no qual as informações devem permanecer disponíveis pelo período de 1 (um) ano

[575] A data do cômputo definitivo da votação poderá ser diferente da data do término da Assembleia Geral caso o estatuto social da companhia permita que ocorra voto por correspondência, e que os acionistas possam votar em até 5 (cinco) dias seguintes ao da realização da Assembleia. Nessa hipótese, o cômputo definitivo dos votos é feito até oito dias após a Assembleia, nos termos do artigo 342(9)b do Código das Sociedades Comerciais.

[576] Código dos Valores Mobiliários. Artigo 23-C (3 e 4).

que permite que o acionista expresse sua vontade, antes da realização da reunião, sobre as matérias de uma Assembleia Geral, sem que seja necessária sua participação presencial[577-578].

A CMVM, ao perceber a relevância desse mecanismo e a ausência de normas que o regulassem, editou recomendações relativas, especificamente, ao exercício do voto por correspondência em sociedades abertas[579].

O órgão regulador se manifestou no sentido de que o instrumento de convocação da Assembleia Geral deverá indicar a possibilidade do exercício do direito de voto por correspondência, e, a fim de simplificar esse procedimento, a companhia poderá editar "boletins de voto".

Conforme as recomendações de nº 09, 10 e 11, a companhia poderá também permitir que o voto por correspondência possa ser exercido por meio eletrônico. Nesse caso, caberá também à companhia verificar a autenticidade das declarações de voto, e garantir os níveis de segurança e de sigilo necessários[580]. Para tanto, o próprio órgão regulador indicou a utilização de meios criptográficos.

---

[577] Para Gonçalo Castilho dos Santos, o mecanismo do voto por correspondência tem sido capaz de evitar o absenteísmo de acionistas. Nos termos do autor: "*O absentismo dos accionistas nas assembleias gerais das sociedades anónimas é, actualmente, apontado como um dos grandes óbices a uma efectiva participação social da maioria dos sócios. É aduzido, com frequência, como motivo desvirtuador do tipo histórico da sociedade anónima – designadamente, pela perturbação que introduz na clássica proporcionalidade entre participação social e controlo societário – e, mais nefastamente, como elemento potenciador de abusos de minorias activas em detrimento de maiorias silenciosas. A questão tem vindo a ser, aliás, suscitada, de forma reiterada, no âmbito da temática do governo das sociedades (corporate governance) – sobretudo das sociedades abertas ao investimento do público – tendo merecido recentemente a atenção da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) no contexto das respectivas recomendações sobre o governo das sociedades cotadas*." (SANTOS, Gonçalo Castilho do. "Voto por Correspondência nas Sociedades Anônimas". In: CMVM. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*. vol. 07, abril, 2000, pp. 132-158). Disponível em: https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/CadernoN7.aspx?v=. Acesso em 05.11.2019.

[578] Essa forma de votação está de acordo com o artigo 8º da *Shareholder Rights Directive I*.

[579] Essas recomendações foram editadas em 2001 e encontram-se disponíveis em: https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/CódGoverno%20das%20Sociedades/Pages/Recomendações-da-CMVM-Relativas-ao-Exerc%C3%ADcio-do-Voto-por-Correspondência-nas-Sociedades-Abertas.aspx. Acesso em 05.11.2019.

[580] Importante ressaltar, ainda, que, no ordenamento jurídico português, há o *Regime Jurídico dos Documentos Electrónicos e da Assinatura Digital*, que determina que documentos eletrônicos apenas serão considerados devidamente assinados caso lhe sejam apostas assinaturas eletrônicas certificadas por uma entidade certificadora credenciada. Entende-se que tal exigência também caberá nos casos de voto proferidos por correspondência eletrônica. Entretanto, permite-se que a companhia preveja outras formas de certificação da autenticidade e identidade dos votantes e da integridade do voto, nos termos do artigo 3º(4) do mesmo diploma legal. (LEITÃO, Luis Manuel Teles de Menezes. "Voto por correspondência e realização telemática de reuniões de órgãos sociais". In: *Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura*. A Reforma ao Código das Sociedades Comerciais. Coimbra: Almedina, 2007, p. 259).

Apesar de tal instituto ser parecido com o voto a distância brasileiro, o tratamento conferido ao voto por correspondência pela CMVM é diferente daquele conferido pela CVM ao voto a distância. Isso porque, principalmente, o instituto brasileiro é altamente regulado, enquanto o português não está presente em quaisquer normas legais ou regulamentares[581].

No que tange à possibilidade de realização de Assembleias Virtuais, a legislação portuguesa é omissa. Entretanto, a doutrina entende ser possível a realização da reunião de forma virtual, por meios eletrônicos, por decisão do presidente da mesa ou de quem requerer a convocação da Assembleia Geral[582].

Cabe ressaltar que o próprio Código das Sociedades Comerciais prevê a possibilidade da realização de reuniões do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal de forma virtual, caso o estatuto social da companhia não disponha de forma diversa[583].

Paulo de Tarso Domingues entende que as Assembleias Gerais, além de ocorrerem da forma tradicional, com o encontro presencial dos acionistas – com a eventual participação remota de alguns deles –, bem como podem ocorrer por meio de um encontro *online*.

Nos termos do referido autor português, na primeira hipótese, as Assembleias Gerais se classificariam como *online* ou mistas, sendo "a tradicional reunião presencial, permitindo-se, no entanto, que alguns sócios, estando noutros locais, possam presenciar e tomar parte na Assembleia Geral através do recurso às novas tecnologias". Já em relação à segunda hipótese:

> não há qualquer reunião presencial dos sócios, participando todos eles na assembleia por via telemática (v.g., através da Internet); ou seja, trata-se de uma assembleia totalmente virtual, na medida em que não se realiza em qualquer espaço físico, uma vez que todos participam nela através de meios de comunicação remotos[584].

---

[581] Além disso, cabe ressaltar que o método do voto por correspondencia é admitido nas companhias fechadas portuguesas, tendo em vista constar do artigo 384 do Código das Sociedades Comerciais.

[582] Nesse sentido: *(i)* LEITÃO, Luis Manuel Teles de Menezes. "Voto por correspondência e realização telemática de reuniões de órgãos sociais". In: *Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura. A Reforma ao Código das Sociedades Comerciais*. Coimbra: Almedina, 2007, pp. 256-260; e *(ii)* DOMINGUES, Paulo de Tarso. Os meios telemáticos no funcionamento dos órgãos sociais. O regime português". In: *Revista semestral de direito empresarial*, vol. 10, 2012.

[583] Conforme artigos 410º(8) e 423º(5) do Código das Sociedades Comerciais, respectivamente.

[584] DOMINGUES, Paulo de Tarso. "Os Meios Telemáticos no Funcionamento dos Órgãos Sociais. Uma primeira aproximação ao regimedo CSC". In: *Reformas do Código das Sociedades*. Coimbra: Almedina, 2007, p. 108.

Dessa forma, ainda que a legislação portuguesa seja omissa em relação à realização de Assembleias Gerais de forma virtual, pode-se concluir pela sua possibilidade, tendo em vista a posição majoritária da doutrina daquele país, e a própria adoção da *Shareholder Rights Directive I*.

6.2.3 Espanha

À semelhança de Portugal, a Espanha adota tanto a Diretiva da Transparência quanto a Diretiva dos Direitos dos Acionistas I, sem ter transposto para seu direito interno a Diretiva dos Direitos dos Acionistas II.

Adicionalmente, vigoram no Direito Espanhol a *Ley de Sociedades de Capital* (LSC), o *Codigo de la Ordenación de los Mercados Financieros* e as circulares emitidas pela *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, com especial atenção neste estudo à Circular nº 5/2010.

É permitido na Espanha o método *push*, o que significa que companhias podem usar meios eletrônicos para transmitir informações aos acionistas. Contudo, apenas podem fazê-lo se deliberarem sobre tal envio previamente em Assembleia Geral e se entrarem em contato de forma individual com os acionistas por escrito, a fim de obter seu consentimento, nos termos do artigo 11(4) da LSC. Este, no entanto, seguindo a linha da *Transparency Directive*, será presumido se o acionista não oferecer resposta ao pedido no prazo estipulado. A lei espanhola também permite que seja utilizado o método *pull*, a exemplo da forma de convocação de Assembleias Gerais, feita mediante anúncio publicado na página da companhia na *internet*.

A respeito dos deveres de divulgação de informação impostos pela legislação, a LSC dispõe que os acionistas poderão solicitar aos administradores, acerca dos assuntos compreendidos pela ordem do dia, as informações ou esclarecimentos que entenderem ser necessários, ou formular por escrito as perguntas que considerarem pertinentes até o sétimo dia anterior ao da realização da Assembleia Geral.

Conforme a LSC, os administradores estarão obrigados a fornecer a informação por escrito até a Assembleia Geral. De maneira similar, durante a reunião, os acionistas da

sociedade poderão solicitar verbalmente informações ou esclarecimentos sobre os assuntos relativos à ordem do dia e, caso não seja possível satisfazer o direito do acionista imediatamente, os administradores estarão obrigados a fornecer tal informação por escrito nos 7 (sete) dias seguintes ao do término da Assembleia Geral.

O Direito Espanhol, em compasso com o de outros países, vem buscando adotar mecanismos tecnológicos para simplificar o acesso de informações aos acionistas.

A LSC prevê que os estatutos sociais de companhias podem estabelecer que o edital de convocação da Assembleia Geral seja realizado não somente por meio de comunicação individual e escrita, mas também por mecanismos adicionais, como sistemas de alerta aos acionistas por meio da *internet*[585-586].

No tocante à possibilidade de participação e votação a distância, cumpre ressaltar que o artigo 189 (2 e 3) da LSC permite que o estatuto social da companhia preveja a possibilidade de que, em qualquer Assembleia Geral, os acionistas votem por meio de correspondência postal, eletrônica ou qualquer outro meio de comunicação a distância. O dispositivo legal determina também que, nesses casos, a identidade do acionista deve ser devidamente garantida.

O artigo 521 do mesmo ato normativo, por sua vez, prevê as formas que o exercício do direito de voto a distância poderá ocorrer, permitindo que o estatuto social disponha de alguma ou todas delas: *(i)* transmissão em tempo real da Assembleia Geral; *(ii)* comunicação em tempo real entre o acionista a distância e os presentes fisicamente; e *(iii)* mecanismo que permita o exercício do direito de voto antes ou depois da Assembleia, sem a necessidade de nomeação de representante que compareça fisicamente.

No que tange à representação dos acionistas, os artigos 189 e 522(3) da LSC permitem o envio de procurações por meios de comunicação a distância, desde que cumpram com os requisitos relativos ao exercício do direito de voto a distância. A lei determina que

---

585 Artigo 173 da *Ley de Sociedades de Capital*.

586 Dentre os dados que devem constar do instrumento de convocação, há a necessidade de conferir informação clara e exata dos trâmites que os acionistas devem seguir para participar e emitir seu voto na Assembleia Geral, mencionando o direito de solicitar informações, incluir pontos na ordem do dia e apresentar propostas de acordo, indicando, ainda, os prazos para exercício de tais direitos.

caberá à própria companhia estabelecer o sistema para o recebimento de notificações eletrônica acerca das nomeações de procuradores.

Assim, permite-se, no Direito Espanhol, não somente a Votação Eletrônica Direta, mas também a Votação por Procuração Eletrônica.

A LSC estabelece que, salvo disposição contrária do estatuto social, a Assembleia Geral será celebrada na circunscrição municipal onde a sociedade tiver domicílio e que, se o aviso de assembleia não informar o local de sua celebração, dever-se-á compreender que esta se celebrará em seu domicílio social[587]. É mencionada, portanto, apenas a localidade física da Assembleia Geral, o que leva à interpretação da impossibilidade de Assembleias Virtuais. Entretanto, a doutrina posiciona-se no sentido de reconhecer a possibilidade de realizá-las[588].

6.2.4 Itália

Incialmente, cabe destacar que a Itália transpôs para o seu direito interno todas as 3 (três) diretivas da União Europeia supracitadas: a *Transparency Directive*[589], a Diretiva dos Direitos dos Acionistas I[590] e a Diretiva dos Direitos dos Acionistas II[591-592].

Sem prejuízo da internalização das diretivas europeias no ordenamento jurídico italiano, o tratamento legal das sociedades anônimas fica a cargo do *Codice Civile* de 1942, estando as matérias relacionadas à intermediação financeira a cargo do *Testo Unico della*

---

[587] *Ley de Sociedades de Capital*. Artigo 175.
[588] Conforme artigos publicados em: *(i)* PACHECO, Silvia. "Asambleas de Socios y Sesiones de Junta Directiva Podrán Celebrarse con Presencia Virtual". Punto Jurídico: 20.08.2018. Disponível em: https://www.puntojuridico.com/asambleas-de-socios-junta-directiva-podran-celebrarse-virtualmente/. acesso em 05.11.2019; *(ii)* Actualicese. "asambleas y juntas virtuales: ¿son legales?, ¿cómo y cuándo se pueden hacer?": 11.02.2010.disponível em: https://actualicese.com/asambleas-y-juntas-virtuales-son-legales-como-y-cuando-se-pueden-hacer/. Acesso em 05.11.2019; e *(iii)* actualicese. "Asambleas y juntas virtuales: legalidad y forma de realizarlas": 24.03.2017. Disponível em: https://actualicese.com/asambleas-y-juntas-virtuales-legalidad-y-forma-de-realizarlas/. Acesso em 05.11.2019.
[589] Conforme o artigo 195 do Decreto Legislativo de 6 de novembro de 2007.
[590] Nos termos do artigo 27 do Decreto Legislativo 27 de janeiro de 2010.
[591] Vide artigo 49 do Decreto Legislativo de 10 de março de 2019.
[592] Um estudo de Harvard mostra que, muito embora a Itália tenha transposto a Diretiva dos Direitos dos Acionistas II, esta ainda não foi amplamente incorporada à prática jurídica do país. (HIRT, Hans-Christoph; JONES, Andy. The Shareholder Rights Directive II, Abril de 2019. Disponível em: < ttps://corpgov.law.harvard.edu/2019/04/04/the-shareholder-rights-directive-ii/>. Acesso em 05.11.2019).

Finanza (TUF)[593], editado pela *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (CONSOB), que é a autoridade italiana de regulação dos mercados.

A CONSOB, vale dizer, em consonância com o disposto no artigo 17 (3) do *Transparency Directive*, determinou que a companhia, mediante deliberação da Assembleia Geral, pode utilizar meios eletrônicos para fins de envio de informações aos acionistas, bem como aos agentes custodiantes[594].

A *Banca d'Italia*, o Banco Central italiano, e a CONSOB podem requerer às sociedades e aos entes de qualquer natureza que possuírem participações em empresas de *asset management*, *Società di Intermediazione Mobiliare* (SIM), So*cietà di Investimento a Capitale Variabile* (SICAV) ou *Società di Investimento a Capitale Fisso* (SICAF), a indicação nominal dos titulares de participações, como consta no livro de sócios[595].

A CONSOB pode, ainda, com a finalidade de averiguar a procedência das informações emitidas ao público, solicitar: *(i)* aos emissores cotados em bolsa; *(ii)* aos sujeitos que os controlam; e *(iii)* às demais sociedades por eles controladas que os comuniquem com as notícias e documentos, estabelecendo os procedimentos a serem seguidos[596].

Ainda no que tange aos deveres de informação de companhias, o TUF exige que os emissores cotados em bolsa devem comunicar ao público informações privilegiadas que digam respeito àquele emissor o mais brevemente possível, de acordo com os procedimentos estabelecidos pela regulamentação técnica adotada pela Comissão Europeia[597].

A respeito do aviso de convocação da Assembleia Geral, o *Codice Civile* determina que deste deve constar indicação do dia, hora e local da reunião[598]. O aviso deve ainda ser publicado na *Gazzetta Ufficiale della Reppublica* e no *website* da companhia, cabendo aos administradores a disponibilização, para o público, de uma relação de cada uma das matérias constantes da ordem do dia[599].

---

[593] Decreto legislativo n. 58/1998.
[594] Comentários ao art. 84, Regolamento Consob n. 11971/1999 (Emittenti), (aggiornato con le modifiche apportate con delibera n. 21016 del 24 luglio 2019, in vigore dal 6 agosto 2019).
[595] TUF. Artigo 17 (1) (b).
[596] TUF. Artigo 115.
[597] TUF. Artigo 114 (1).
[598] Codice Civile. Artigo 2366.
[599] TUF. Artigo 125 (3).

Conforme destaca Francesco Galgano[600], o artigo 2.370 do *Codice Civile* estabelece que o estatuto social pode consentir com a participação por parte de acionistas mediante meios de telecomunicação e com votos por correspondência ou por via eletrônica[601].

No que diz respeito à representação em Assembleia Geral, informa o *Codice Civile* que aqueles que detiverem direito de voto podem se fazer representar na Assembleia, desde que o mandato seja outorgado por escrito e os respectivos documentos sejam arquivados pela companhia[602]. Não obstante, o TUF dispõe que o representante pode, no lugar do representado, entregar ou transmitir uma cópia, ainda que por meio eletrônico, do instrumento de delegação, podendo a representação ser conferida, ainda, por documento digital subscrito eletronicamente[603].

Não há, no entanto, qualquer norma que estabeleça a possibilidade de realização de Assembleias Gerais virtuais na Itália, na medida em que o *Codice Civile*, por exemplo, dispõe apenas que a Assembleia Geral deve ser convocada pelos administradores na sede da sociedade, caso o ato constitutivo não disponha de maneira diversa[604]. Assim sendo, conclui-se que, ao menos no silêncio do estatuto, a Assembleia Geral depende de lugar físico para ocorrer.

Não obstante, neste ponto, Gustavo Visentini, ao determinar aquele que enviar instrução de voto pode ser considerado presente na Assembleia, admite a possibilidade de realização da Assembleia a distância, isto é, eletronicamente:

> *La riunione trova fisicamente presenti coloro che hanno diritto d'intervento. La presenza fisica si há anche quando la riunione, ove previsto dallo statuto, si svolga a distanza, mediante mezzi di telecomunicazione che consentono agli intervenuti di discutere contestualmente glu argomenti (art. 2370, IV).*

---

[600] "*Il voto può essere esercitato anche per corrispondenza [o in via elettronica], se l'atto costitutivo lo consenta (art. 2370, comma 4º), così evitando al socio di intervenire di persona in assembleia; e in tal caso il socio si considera intervenuto all'assemblea; sempre che lo statuto lo consenta, l'intervenuto può, a sua volta, essere effettuato mediante mezzi ti telecomunicazione, dando così luogo ad uma assemblea* inter absentes, *per tele o videoconferenza*" (GALGANO, Francesco. *Diritto commerciale*. 18º ed. Turim: Zanichelli Bologna, 2013, p. 284).

[601] Neste sentido: "*L'art. 2370, IV, affida allo statuto la possibilità e quindi il regolamento del voto per corrispondenza o in via elettronica, con la sola specificazione che coloro che se ne avvalgono* si considerano intervenuti in assemblea." (VISENTINI, Gustavo. *L'Assemblea Della Società Per Azioni*. Roma: Dike, 2017, p. 219).

[602] Conforme o artigo 2372 do *Codice Civile*.

[603] TUF. Artigo 135 (5 e 6) c/c Decreto legislativo de 7 de março de 2005, n. 82, artigo 21, parágrafo 2.

[604] Conforme o artigo 2363 do *Codice Civile*.Codice Civile.

> *Si faccia attenzione che la telecomunicazione è possibilitá per il socio che si aggiunge, in alternativa alla presenza fisica, fermo che non la sostituisce: il socio deve poder intervenire di persona*[605-606]

É fundamental notar, contudo, que o meio eletrônico utilizado para a realização da Assembleia Geral deve permitir a participação efetiva do acionista, de modo que este tenha capacidade de intervir diretamente nas deliberações, diferentemente do que aconteceria com a mera apresentação da manifestação de voto por correspondência em mídia digital.

6.2.5 França

Na França, a adoção da Diretiva dos Direitos dos Acionistas I promoveu fortalecimento de direitos de acionistas em companhias abertas. Em 2017, a Diretiva dos Direitos dos Acionistas II, por sua vez, aperfeiçoou tais direitos, promovendo compromisso de longo prazo.

A fim de adequar o direito interno da França às novas determinações do Parlamento e do Conselho europeus, foi promulgada a *Loi PACTE* (Lei n° 2019-486 de 22 de maio de 2019), que transpôs parcialmente as disposições da Diretiva dos Direitos dos Acionistas II.

Entre as transposições já adotadas, a *Loi PACTE* passou a exigir que as companhias abertas publiquem em seu *website* os *conventions réglementées*, acordos firmados entre uma sociedade e uma outra parte que seja ligada a ela.

Além disso, a celebração de um acordo por um dirigente ou por um acionista que detenha mais de 10% (dez por cento) dos direitos de voto – bem como nos casos de sociedades controladas – devem ser mencionados no relatório de governança corporativa da sociedade.

A *Loi PACTE* estabeleceu novas obrigações de comunicação, introduzindo, em seu artigo 187, a necessidade de publicar comparativos entre médias de remuneração e evolução da remuneração dos diretores das sociedades, comparando-os entre e com empregados. Pela

---

[605] VISENTINI, Gustavo. *L'Assemblea Della Società Per Azioni*. Roma: Dike, 2017, p. 83.
[606] Sobre este assunto, ver também: PALMIERI, Massimiliano. Diritto Societario Virtuale: La Videoassemblea Diventa Relatà, in Contratto e impresa, 2000, p. 830 ss.

disponibilização dessa informação, é possível que sejam mais explícitas as disparidades entre as remunerações nas sociedades. A exigência da França em relação à publicação de tal comparação vai além do estabelecido pela Diretiva de Direito dos Acionistas II, visto que esta requer apenas a apresentação de uma comparação entre a remuneração dos executivos e a remuneração média dos empregados.

Ainda que a *Loi PACTE* já tenha introduzido algumas disposições da Diretiva dos Direitos dos Acionistas II e que tenha previsto que o governo deve promulgar ato legislativo realizando a transposição da Diretiva dos Direitos dos Acionistas II, ainda perduram alguns obstáculos no *Code de Commerce* a serem transpostos. Isso porque, a nível estatutário, o Direito societário francês fica a cargo do FrCC[607], enquanto o *Décret* n°2002-803 de 3 de maio de 2002[608] dispõe sobre Direito Societário a nível regulatório.

Nesse sentido, inclusive, já se manifestaram diversas associações profissionais[609] no *Comuniqué de Presse Comum*, em junho de 2018[610]. Além da transposição total da Diretiva dos Direitos dos Acionistas II, é necessária também adaptação do artigo R.225-63 do *Code de Commerce*. Isso porque o artigo exige a concordância prévia do acionista para que possa ser utilizada a comunicação eletrônica em vez da via postal em determinadas matérias, como, por exemplo, na convocação de Assembleias Gerais. Tal disposição constitui um entrave para a transição das sociedades para o mundo digital, visto que pouquíssimos acionistas respondem às solicitações para utilização de meio eletrônico, fazendo com que as sociedades sejam obrigadas a continuar a realizar as comunicações por correio.

---

[607] Code de Commerce. Seção 3 (Artigos L.225-96 - L.225-126).

[608] *Décret n°2002-803 du 3 mai 2002 portant application de la troisième partie de la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques*.

[609] O comunicado foi elaborado pela Association française des entreprises privées (Afep), Association française des Professionnels des Titres (AFTI), Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA), Association pour le Patrimoine et l'Actionnariat Individuel (APAI), Association Française des Professionnels de la Communication Financière - CLIFF, Fédération des Investisseurs Individuels et des Clubs d'Investissement - F2ic, Fédération Française des Associations d'Actionnaires Salariés et Anciens Salariés (FAS), France Invest, Mouvement des Entreprises de France (MEDEF), Association Professionnelle Française Indépendante Représentative des Valeurs Moyennes Cotées - MIDDLENEXT e Paris EUROPLACE, visando a modificação do artigo R.225-63 do Code de Commerce.

[610] Disponível em: https://cliff.asso.fr/doc_site/source/actualités/2018_06_27_CP_Digitalisation%20des%20relations%20entre%20les%20émetteurs%20et%20leurs%20actionnaires.pdf. Acesso em 05.11.2019.

Por conta disso, segundo as associações profissionais, existiria uma necessidade urgente de modificação de tais disposições, permitindo que as sociedades possam se adequar ao cenário digital atual.

A França também adota *a Transparency Directive*, voltada para a regulação de valores mobiliários[611], por meio da *Ordonnance nº 2015-1576*, que ainda está pendente de ratificação pelo Parlamento.

Em harmonia com o disposto na *Transparency Directive*, a França permite o método *push* de acesso a informações da companhia por acionistas, desde que o envio de tais informações por meio eletrônico seja objeto de deliberação em Assembleia Geral[612].

Caso o acionista, após ter sido contatado por escrito pela companhia, não ofereça resposta dentro de um período razoável, ele terá seu consentimento presumido.

De forma semelhante, o FrCC dispõe que o Conselho de Administração ou a Diretoria, conforme o caso, deve enviar ou deixar à disposição dos acionistas os documentos necessários para que eles possam se pronunciar de maneira informada sobre a gestão e o desenvolvimento dos negócios da sociedade[613].

Em compasso com a Diretiva dos Direitos dos Acionistas I, o FrCC prevê que todo acionista tem o direito de fazer perguntas por escrito à companhia, as quais o Conselho de Administração ou a Diretoria, conforme o caso, deverão responder no decorrer da Assembleia Geral[614]. A resposta a uma questão escrita também é considerada dada se ela figurar no *website* da companhia no formato de pergunta e resposta. Companhias francesas costumam manter um registro extensivo de perguntas e respostas[615].

No que tange ao acesso a declarações de procuração (*proxy statements*), o Direito Francês prevê que, a contar da convocação da Assembleia Geral, cada acionista pode solicitar à companhia, por escrito e, a depender do caso, por via eletrônica, um formulário de voto a

---

[611] *Transparency Directive*. Artigo 17.
[612] *Transparency Directive*. Artigo 17 (3).
[613] *Code de Commerce*. L225-108.
[614] Code de Commerce. L225-108.
[615] LAFARRE, Anne; VAN DER ELST, Christoph. *Blockchain Technology for Modernizing the Shareholder Dialogue*. Working Paper. Junho de 2018. Disponível em: <https://www.tilburguniversity.edu/upload/1413437f-2ccb-4fe9-bc01-60aa0c7ec657_BlockchaintechnologyformodernizingshareholderdialogueWP.pdf>, p. 9, Acesso em 05.11.2019.

distância[616]. Essa solicitação deve ser depositada na sede social da companhia no mais tardar 6 (seis) dias antes da data da reunião. Esse formulário de voto a distância, por sua vez, pode figurar no mesmo documento de procuração[617].

Além disso, o sistema de voto via *internet* foi introduzido na França em 2001 pela Lei NRE. Nesse contexto, tanto a Votação por Procuração Eletrônica[618], quanto a Votação Eletrônica Direta são permitidas no país, contanto que, nos casos desta última, haja previsão no estatuto social, devendo a companhia destinar *website* exclusivamente para este propósito[619].

No período de 2003 a 2009, foram realizadas pesquisas empíricas acerca dos impactos da adoção do voto por meio eletrônico na França[620]. O resultado dos estudos revelou que o voto via *internet* favoreceu o exercício do ativismo acionário e melhorou a quantidade de votos nas sociedades francesas. Também foi observada melhoria das relações dos acionistas durante e depois das Assembleias Gerais, visto que o período de voto dura aproximadamente um mês e que o voto é revogável. Houve, ainda, significativa redução dos custos de realização das Assembleias Gerais[621].

A legislação francesa permite, ainda, a participação de acionistas por videoconferência ou outros meios de telecomunicação que permitam a sua identificação[622-623] e a realização de Assembleias Virtuais, desde que o estatuto social autorize[624]. Nos casos em que há acionistas participando remotamente, a lei francesa considera tais acionistas como presentes[625].

---

[616] *Code de Commerce*. R225-75.
[617] *Code de Commerce*. R225-76.
[618] Code de Commerce. R225-79.
[619] Code de Commerce. R225.61 e R225-77.
[620] CHEFFI, Sonia A. Les effets du vote par internet aux assemblées générales des actionnaires sur la gouvernance d'entreprise actionnariale. *Recherches em Sciences de Gestion*, v. 6, nº 87, p. 69-92, 2011.
[621] Nesse sentido, o diretor jurídico de uma sociedade emissora revelou que por meio da utilização do voto via meios eletrônicos, economizou 30.000 euros ao realizar uma única assembleia geral. CHEFFI, Sonia A. Les effets du vote par internet aux assemblées générales des actionnaires sur la gouvernance d'entreprise actionnariale. *Recherches em Sciences de Gestion*, v. 6, nº 87, p. 69-92, 2011, p. 83
[622] É importante notar que a lei francesa estabelece um mecanismo de controle por parte dos acionistas, visto que se um ou mais acionistas representantes de pelo menos 5% se opuserem à realização da assembleia virtual, deve ser convocada uma assembleia física. Para mais detalhes, ver https://business.lesechos.fr/entrepreneurs/juridique/12134114-recours-a-la-visioconference-lors-des-assemblees-de-societe-anonyme-319520.php. Acesso em 09/10/2019.
[623] *Code de Commerce*. L225.107.
[624] *Code de Commerce*. R225-61-1.
[625] STORCK, Michel. *Corporate Governance à la Française – Current Trends*. European Company and Financial Law Review, vol. 1, nº1, p. 36-59, abril/2004, p. 54.

6.2.6 Alemanha

Apesar de ainda não haver transposto a Diretiva dos Direitos dos Acionistas II para sua legislação — fato que se atribui à demora da tramitação da *Gesetzentwurf zur Umsetzung der zweiten EU-Aktionärsrechte-Richtlinie* no parlamento alemão[626] —, a Alemanha adota a Diretiva dos Direitos dos Acionistas I, sendo esta, portanto, a diretiva vigente em matéria de Direito Societário no país. A nível estatutário, a mesma matéria é disciplinada pela *Aktiengesetz* (AktG)[627].

O *Deutsche Corporate Governance Kodex* (DGK) fica responsável por reunir obrigações para a administração e para a supervisão de companhias alemãs listadas e regras internacional e nacionalmente reconhecidas de governança responsável[628]. A *Transparency Directive* tem papel preponderante na regulação sobre valores mobiliários[629]. Finalmente, a *Gesetz über Wertpapierhandel* (WpHG)[630] e a *Wertpapiererwerbs - und Übernahmegesetz* (WpÜG)[631] dispõem sobre valores mobiliários a nível estatutário.

Em razão da adoção da *Transparency Directive*, o envio por meio eletrônico de informações por parte da companhia para acionistas é permitido na Alemanha, desde que aprovado em Assembleia Geral[632]. Além disso, cada acionista deve ser contatado por escrito para que seu consentimento seja obtido[633]. Caso o acionista não tenha levantado objeções ao pedido de consentimento por escrito, dentro de determinado prazo e não tenha revogado tal consentimento em momento posterior, este será considerado implícito[634].

---

[626] NOACK, Ulrich. ARUG II in der Sommerpause – Umsetzung verschoben. Rechtsboard - Wirtschafts- und Arbeitsrechtliche Perspektiven. 02.07.2019. Disponível em <https://blog.handelsblatt.com/rechtsboard/2019/07/02/arug-ii-in-der-sommerpause-umsetzung-verschoben/>. Acesso em 05.11.2019.
[627] *Aktiengesetz* (AktG). ss. 118, 241 e seguintes.
[628] *Regierungskommission. Deutscher Corporate Governance Kodex wie von der Regierungskommission am 9. Mai 2019 beschlossen. Präambel*.
[629] *Transparency Directive*. Artigo 17.
[630] *Gesetz über Wertpapierhandel*. ss. 30a-30g.
[631] *Wertpapiererwerbs - und Übernahmegesetz*. s. 16.
[632] *Transparency Directive*. Artigo 17 (3).
[633] *Transparency Directive*. Artigo 17 (3) (c).
[634] *Gesetz über Wertpapierhandel*. Seção 49 (3) (1) (d).

Como foi mencionado anteriormente, a Alemanha ainda não transpôs para seu Direito a Diretiva dos Direitos dos Acionistas II, de modo que a regra do artigo 3a, incluído por esta diretiva, não se aplica às companhias alemãs. O artigo prevê que companhias possam solicitar a identificação de acionistas que possuam mais de 0,5% das ações ou dos direitos de voto[635].

As normas da Diretiva dos Direitos dos Acionistas e da *Transparency Directive* no que diz respeito aos deveres de informação de ambas as partes, já expostas anteriormente, por outro lado, se aplicam aos acionistas e companhias alemãs, dado que foram transpostas para o ordenamento jurídico alemão.

No que diz respeito à facilitação do exercício do direito de voto de acionistas, versões anteriores do DGK previam que o Conselho de Administração deveria ser responsável pela nomeação de procurador para exercitar os direitos de voto dos acionistas de acordo com suas instruções[636]. Entretanto, a disciplina da Hauptversammlung sofreu considerável redução em maio de 2019, momento em que foi editada versão mais recente do DGK que não manteve essa disposição.

Com relação à versão mais recente do DGK, deve-se ressaltar que o princípio (*Grundsatz*) n.º 8 se ateve a indicar a função da Assembleia Geral, com a disposição sugestiva de que a sua duração se restrinja a entre 4 (quatro) e 6 (seis) horas[637]. Alguns doutrinadores ponderaram que tal sugestão estaria distante da realidade prática das Assembleias Gerais, avaliando que reuniões sobre temas simples e rotineiros podem durar muito menos do que 4 (quatro), enquanto Assembleias Gerais Extraordinárias sobre assuntos mais graves e relevantes podem demorar muito mais do que 6 (seis) horas[638]. Cabe aqui a reflexão acerca da capacidade de redução do tempo consumido com deliberações assembleares, mediante o uso de tecnologias.

O WpHG, a seu turno, dispõe que, após convocação da Assembleia Geral, se a companhia for listada em bolsa de valores, ela deverá disponibilizar em seu *website*, se

---

[635] *Shareholder Rights Directive* II. Artigo 3a (1).
[636] *Deutsche Corporate Governance Kodex*. Nº. 2.3.2.
[637] *Regierungskommission. Deutscher Corporate Governance Kodex wie von der Regierungskommission am 9. Mai 2019 beschlossen*. Princípio nº 8 e Sugestão A.1.
[638] NOACK, Ulrich. *Corporate Governance Kodex 2019: die Hauptversammlung als Stiefkind. Rechtsboard - Wirtschafts- und Arbeitsrechtliche Perspektiven*. 25.08.2019. Disponível em <https://blog.handelsblatt.com/rechtsboard/2019/08/25/corporate-governance-kodex-2019-die-hauptversammlung-als-stiefkind/>. Acesso em 05.11.2019.

aplicável, os formulários a serem usados para ter o voto exercido por meio de procuração ou exercido via correio, a não ser que tais formulários já sejam diretamente transmitidos aos acionistas[639].

O diploma determina, ainda, que, em até, no máximo, 21 (vinte e um) dias antes da Assembleia Geral, o Conselho de Administração deve notificar instituições de crédito e associações de acionistas que exerceram direitos de voto em nome de acionistas na última Assembleia Geral, ou que solicitaram que tal aviso fosse dado, de que a Assembleia Geral está sendo convocada[640]. O aviso de convocação de Assembleia Geral deve indicar a opção de exercício de direito de voto por procuração, bem como por uma associação de acionistas. O Conselho de Administração deverá, ainda, prover a mesma notificação àqueles acionistas que assim demandarem ou que tiverem ingressado na companhia até 14 (quatorze) dias antes da Assembleia Geral. Neste caso, o estatuto social poderá limitar a transmissão a meios de comunicação eletrônicos[641].

O WpHG permite a Votação por Procuração Eletrônica[642], que encontra suporte legal no *Bürgerliches Gesetzbuch* (BGB), código civil alemão, que dispõe que a forma escrita de um documento pode ser substituída pela forma eletrônica, salvo se o estatuto social definir o contrário[643]. A Votação Eletrônica Direta também é permitida, desde que o estatuto social assim o preveja ou dê ao Conselho de Administração poderes para assim determinar[644]. Contudo, a leitura do WpHG dá a entender que estas seriam Assembleias Gerais com participação a distância, e não Assembleias Virtuais, em que os procedimentos assembleares ocorreriam exclusivamente por meios eletrônicos.

---

[639] *Aktiengesetz*. Seção 124a (5).
[640] *Aktiengesetz*. Seção 125 (1).
[641] *Aktiengesetz*. Seção 125 (2).
[642] *Aktiengesetz* Act. Seção 121 (3) (2) (a).
[643] *Bürgerliches Gesetzbuch*. Seções 126 (3) e 126a.
[644] *Aktiengesetz*. Seção 118 (2).

6.2.7 Holanda

Membro da União Europeia, a Holanda transpôs algumas de suas diretivas, entre elas a Diretiva dos Direitos dos Acionistas I e a *Transparency Directive*. Contudo, não transpôs a Diretiva dos Direitos dos Acionistas II. O tratamento societário fica, além disso, a cargo do Código Civil holandês e do *Dutch Corporate Governance Code* de 2009.

A Holanda faz uso tanto do método *push* quanto do método *pull* de informação aos acionistas. Como exemplo daquele, o artigo 113(4) do Código Civil holandês prevê que, além de ser publicado em periódico, o edital de convocação da Assembleia Geral poderá ser enviado por meios eletrônicos, de forma legível e reproduzível, para os acionistas que tiverem consentido com o envio, salvo disposição em contrário contida no estatuto social.

Exemplo do método *pull* pode ser encontrado no artigo 101(1) do Código Civil holandês que determina que, anualmente, dentro dos 5 (cinco) meses seguintes ao fim do exercício social, a Diretoria deve preparar as declarações financeiras anuais e depositar tais documentos na sede da companhia para inspeção pelos acionistas. Nos casos de companhias abertas, esse prazo é reduzido para 4 (quatro) meses[645].

Além disso, a legislação holandesa permite que qualquer acionista realize perguntas na Assembleia Geral[646]. O entendimento da doutrina e da jurisprudência holandesas variam no que tange à forma na qual os acionistas poderão exercer esse direito. No caso *ASMI v. acionistas*[647], entendeu-se que os acionistas, individualmente, não poderiam requerer qualquer informação fora da Assembleia Geral. Peter Van Schilfgaarde, por sua vez, defende que os acionistas poderiam, em algumas hipóteses, solicitar informações fora da reunião[648].

Nesses casos, tanto o Conselho de Administração quanto o Conselho Fiscal estariam obrigados a fornecer as informações solicitadas. Entretanto, os órgãos da administração poderão, de forma justificada, deixar de prestar tais informações, sempre que a

---

[645] Dentro do mesmo período, a Diretoria deve depositar seu relatório anual para inspeção pelos acionistas. Estes poderão obter uma cópia gratuita dos documentos na sede da companhia.
[646] A legislação holandesa já seguia o disposto no artigo 9º da *Shareholders Right Directive* mesmo antes da adoção de tal diretiva.
[647] Caso julgado pela *Hoge Raad*, Suprema Corte holandesa. *Hoge Raad*, ASMI International N.V. v. acionistas, caso n. 228, julgado em 4 de julho de 2010.
[648] VAN SCHILFGAARDE, Peter. *Van de BV en de NV*. Deventer: Kluwer, 2013, p. 217.

disponibilização da informação requerida pelos acionistas seja contrária ao interesse substancial (*zwaarwichtig belang*) da companhia[649-650].

No que tange à divulgação de documentos referentes à Assembleia Geral, o item IV.3.10 do *Dutch Corporate Governance Code* determina que, caso seja solicitado, as companhias deverão disponibilizar aos acionistas o relatório da Assembleia Geral, em, no máximo, 3 (três) meses da realização da reunião. Depois do recebimento do relatório, os acionistas terão 3 (três) meses para contestarem seu conteúdo.

O Código Civil holandês permite, em seu artigo 117(6), a Votação por Procuração Eletrônica. Entretanto, a legislação é omissa em relação ao fornecimento de formulários de procuração ou de voto a serem disponibilizados aos acionistas. Ainda sobre as procurações eletrônicas, o mesmo Código prevê que a outorga e o registro eletrônicos são suficientes para atender à exigência legal da forma escrita para a outorga de procurações.

A legislação também permite a utilização do mecanismo da Votação Eletrônica Direta. Nesse sentido, o artigo 117a(1) do Código Civil holandês determina que o estatuto social poderá prever que os acionistas se valham de meios eletrônicos de comunicação para participar nas Assembleias Gerais e exercer seu direito de voto. É necessário, contudo, que, para esses fins, seja possível identificar o acionista e que ele possa ter direto conhecimento do que acontece na Assembleia Geral e que possa exercitar seu direito de voto, conforme o artigo 117a(2) de tal Código.

Por fim, no que tange à possibilidade de realização de Assembleias Virtuais, dispõe o artigo 116 do Código Civil holandês que as Assembleias Gerais devem ocorrer em território holandês em local mencionado no Estatuto Social, ou, em caso de silêncio deste, na municipalidade do domicílio legal da companhia. Sendo assim, há obscuridade em relação à admissão das Assembleias Gerais exclusivamente virtuais.

---

[649] LAFARRE, Anne. *The AGM In Europe: Theory and Practice of Shareholder Behavior*. Bingley: Emerald Publishing Limited, 2017, p. 45.

[650] Conforme *Kamerstukken II (2008-2009) 31746, nr. 03 (Memorie van Toelichting)* documento parlamentar, caso a divulgação da informação solicitada seja capaz de reduzir a competitividade da companhia. Disponível em: https://zoek.officielebekendmakingen.nl/kst-31746-3.html. Acesso em 05.11.2019.

7 CONCLUSÃO

Cumprindo com a nossa proposta inicial, este trabalho analisou os atuais reflexos que as tecnologias já têm apresentado em relação às Assembleias Gerais de sociedades anônimas e, ainda, propôs algumas digressões em relação às perspectivas futuras sobre o tema.

A análise da aplicação das tecnologias às Assembleias Gerais é inovadora e de extrema relevância para a comunidade jurídica e para o mercado de capitais. O desenvolvimento tecnológico tem potencial para encurtar distâncias entre acionistas, colaborar para o ativismo societário e contribuir para o combate ao absenteísmo.

O absenteísmo nas Assembleias Gerais tem sido considerado um problema a ser enfrentado pela legislação e por órgãos reguladores do mercado de capitais em diversos países. A utilização de tecnologia tende a ser a forma mais eficiente para apresentar possíveis alternativas para mitigar o absenteísmo.

O estudo metodológico do tema, no Brasil e no mundo, revela a existência de soluções que vem sendo utilizadas como padrão para solucionar tal problema, quais sejam: (i) as Assembleias Virtuais (*Remote Only Shareholder Meeting*); e (ii) as Assembleias com Votação e Participação Remota (*Remote Shareholder Participation*).

As Assembleias Virtuais são polêmicas e, conforme exposto anteriormente, estão felizmente distantes da realidade brasileira. Todavia, as Assembleias Gerais com votação e participação remota já vêm ocorrendo entre nós, sem estudos específicos sobre o tema.

A LSA já autoriza que companhias abertas no Brasil promovam Assembleias Gerais em que os acionistas tenham a possibilidade de participar e votar a distância, conforme artigo 121, parágrafo único, e artigo 127, parágrafo único, da LSA.

A experiência prática das Assembleias Gerais de companhias abertas realizadas no Brasil nos anos de 2017, 2018 e 2019 já trouxe alguns ensinamentos iniciais, que inclusive serviram de amostragem para pesquisa empírica conduzida pela Central de Inteligência Corporativa (CICORP) da B3.

Os resultados de tal pesquisa em relação à aplicação prática do sistema de voto e participação a distância nas Assembleias Gerais no Brasil, em 2017, 2018 e 2019 apresentam algumas conclusões iniciais, comprovando que a ferramenta é capaz de aumentar o número de

acionistas participantes e votantes em Assembleia Geral e, deste modo, reduzir o absenteísmo e gerar incentivos ao engajamento de acionistas no exercício do direito de voto e outros direitos políticos em sociedades anônimas.

Todavia, a comprovação do aumento da quantidade de votos exercidos ainda não está associada a incremento na qualidade como o voto é exercido. Espera-se que tal efeito esteja conexo à evolução das tecnologias empregadas para este propósito.

O caminho adotado pelos países da União Europeia em relação à adoção de tecnologias foi um pouco diferente daquele adotado pelos EUA. Há maior alinhamento no tratamento da matéria entre o Brasil e os países integrantes da União Europeia.

De forma geral, tanto no Brasil quanto na União Europeia o caminho da modernização vendo sendo trilhado pela admissibilidade de: *(i)* representação do acionista por procurador, que poderá ocorrer em consequência de um pedido público de procuração; e *(ii)* participação remota do acionista em Assembleias Gerais, de modo que este possa votar e participar mesmo que a distância.

As Diretiva UE nº 2007/36/CE e da Diretiva UE nº 2017/828 tiveram enorme influência no Brasil. A regulamentação da CVM sobre o parágrafo único do artigo 121 da LSA e o parágrafo único ao artigo 127 da LSA, conforme introduzidos pela Lei nº 12.431/2011, é comprovação dessa influência europeia.

Tais diretivas inegavelmente foram a grande inspiração no contexto da elaboração das Instruções CVM nº 552/2014, 561/2015, 565/2015, 567/2015 e 594/2017, que modificaram e aprimoraram a Instrução CVM nº 481/2009, com regras de pedidos públicos de procuração, de participação e votação a distância em Assembleias Gerais das sociedades anônimas.

A expectativa em relação à aplicação de tecnologias às Assembleias Gerais é que estas gerem a ampliação da participação dos acionistas nos conclaves, fazendo com que o direito de voto venha a ser utilizado de forma mais efetiva por acionistas de diferentes perfis.

De forma geral, pretende-se incentivar o ativismo societário, combater o absenteísmo societário e evitar que as Assembleias Gerais sejam apenas frequentadas por acionistas controladores, que efetivamente participam e/ou possuem incentivos para participar de Assembleias Gerais.

Entretanto, pondera-se também sobre diversos efeitos negativos que podem se materializar na utilização inadequada de tecnologias e com a supressão dos encontros presenciais, caso admitam-se Assembleias Gerais realizadas totalmente a distância e/ou virtualmente.

As Assembleias Gerais possuem papel fundamental para, dentre outros, o confronto de ideias, o debate, a proposição de alternativas e opções diferentes daquelas inicialmente concebidas. O exercício do direito de voto não se resume à manifestação monossilábica do 'sim' ou 'não'.

Reduzir as Assembleias Gerais a encontros não presenciais, sem debate, sem discussão e/ou com limitações de interação entre participantes presenciais e remotos seria uma ofensa ao Direito Societário. A adoção de tecnologias deve ser feita como uma forma de ampliação de horizontes e, não, uma limitação da extensão com que direitos podem ser exercidos.

Tivemos também algumas conclusões sobre os potenciais efeitos a serem obtidos com a adoção de tecnologias e mecanismos modernos nas Assembleias Gerais, como *blockchains* e *smart contracts*, a fim de reduzir a necessidade de atuação humana em aspectos burocráticos do procedimento assemblear.

Entendemos que a legislação societária precisará ser repensada em alguns pontos, até mesmo em consonância com a interpretação evolutiva, de modo a assegurar que o texto da lei esteja conciliável com a prática.

Em paralelo às atualizações feitas no artigo 121, parágrafo único, e no artigo 127, parágrafo único, da LSA, registre-se que foi incluído também o §2º no art. 100 da LSA, prevendo que nas companhias abertas, os livros societários poderão ser substituídos por registros mecanizados ou eletrônicos, desde que observadas as normas expedidas pela CVM.

Todas estas adaptações legislativas se inserem no contexto de medidas coordenadas à atualização das Assembleias Gerais a realidade atual.

Como visão de política pública, a atual solução adotada é ainda muito tímida. As companhias abertas representam no Brasil apenas uma pequena fatia do total de sociedades anônimas regularmente registradas em nosso país, em que prevalecem como imensa maioria as companhias fechadas.

Sendo assim, se efetivamente se buscasse promover modernização dos livros societários, minimamente deveria ser prevista alguma solução abrangendo as companhias fechadas.

Recomenda-se a introdução de §3º no art. 100 da LSA, autorizando que as companhias fechadas também substituam os livros societários por registros mecanizados ou eletrônicos, sendo que, no caso das companhias fechadas, caberia ao Poder Executivo regulamentar a matéria, tal como o faz a CVM em relação às companhias abertas.

Ainda não há no Brasil autorização legal para que os livros societários de companhias fechadas possam ser substituídos por registros mecanizados ou eletrônicos. Tal autorização legislativa é o passo fundamental para viabilizar o emprego de tecnologias como *blockchains* e *smart contracts*.

A tecnologia *blockchain* poderia ser utilizada como instrumento de registro de propriedade de ações, substituindo os arcaicos e obsoletos livros societários, simplificando e democratizando a divulgação de documentos e o fluxo de informações entre integrantes dessa cadeia e, a um só tempo, alcançando benefícios diferentes capazes de reposicionar o uso de ferramentas tradicionais do Direito Societário.

Consequentemente, a mesma tecnologia que serviria de plataforma para registro de propriedade de ações, permitiria aprimorar as relações existentes entre os acionistas e entre as companhias e os seus acionistas, com efeitos positivos na governança corporativa, inclusive reduzindo problemas de agência, fortalecendo o sistema de freios e contrapesos concebidos na legislação societária, mitigando riscos de conflitos e problemas de agência nas relações entre *(i)* acionistas controladores e minoritários; *(ii)* acionistas em geral e administradores; e *(iii)* agentes internos e agentes externos (*stakeholders*).

A *blockchain* poderia ser empregada para registrar os acionistas presentes nas Assembleias Gerais, contabilizando, portanto, a representatividade destes vis-à-vis o capital social da companhia, a fim de automatizar o cômputo do atingimento do quórum de instalação da Assembleia Geral. Em seguida, serve também como forma de, conciliando participantes presenciais e remotos, viabilizar o exercício do direito de voto inerente às ações que houverem sido relacionadas na *blockchain* e apurar o resultado das deliberações tomada, contabilizando atingimento de quórum de deliberação e satisfação de percentuais de participação acionária para

exercício de determinados direitos especiais, inclusive eventuais proteções a minorias dotadas de participações relevantes.

A mesma tecnologia *blockchain* empregada para a Assembleia Geral (e exercício de direitos políticos inerentes as ações) pode auxiliar a aperfeiçoar relações entre acionistas, entre estes e administradores e de todos estes com a própria companhia.

É possível afirmar que os mecanismos de votação e participação a distância já se comprovaram capazes de aumentar o número de acionistas participantes e votantes em Assembleia Geral. Conclusão semelhante é alcançada em relação à análise da quantidade de investidores que se utilizaram do BVD e ao aumento do engajamento e número de participantes com perfil de investidores estrangeiros, que deixaram de arcar com os custos transacionais relacionados à emissão de procurações, e passaram a adotar o BVD.

Como política pública, entendemos que o engajamento de acionistas com perfil não controlador no exercício de direitos políticos será extremamente virtuoso.

O ativismo societário pode ser visto como elemento positivo na medida em que incentiva os próprios agentes privados das sociedades anônimas realizem, entre si, monitoramento e supervisão de seus respectivos atos e práticas. Na medida adequada, esse ambiente de autofiscalização tende a ser positivo e, como política pública, faz com que a atuação dos agentes privados diminua os números de casos de abuso e desvios de conduta, em que se faz necessária a interferências dos agentes públicos.

Em um ambiente de intensa participação de acionistas, com diferentes perfis, nas Assembleias Gerais, há expectativa de fluxo adequado de informações e incentivos, capaz de permitir que exista monitoramento e supervisão harmônica entre os diversos agentes das sociedades. Além disso, a intensificação do engajamento dos acionistas promove maior legitimação de atos societários praticados, na medida em que haverá participação de maior número de acionistas cientes e participando dos processos decisórios.

Aguardamos com boas expectativas os novos tempos, nos preparando para os desafios que a Era Digital imporá ao Direito Societário e à regulação do Mercado de Capitais no Brasil.

O esforço é sempre em prol do aprimoramento do Direito Societário e da Regulação do Mercado de Capitais, na certeza de que, de um lado, esta obra jamais estará completa; mas, de outro lado, os estudos sobre o tema são intermináveis e nunca cessarão.

BIBLIOGRAFIA[651]

ABID, Luccas Augusto Nogueira; SCHIEFLER, Gustavo Henrique Carvalho. Títulos de Desenvolvimento Social: Utilizando a Lógica do Mercado de Capitais para Financiar Políticas Públicas no Brasil. *Revista Digital de Direito Administrativo*. São Paulo, p. 69-103. 11 jan. 2016. Disponível em: <http://www.revistas.usp.br/rdda/article/view/106006/108645>. Acesso em 05.11.2019.

ACTUALICESE. "Asambleas y Juntas Virtuales: ¿son legales?, ¿cómo y cuándo se pueden hacer?": 11.02.2010.Disponível em: https://actualicese.com/asambleas-y-juntas-virtuales-son-legales-como-y-cuando-se-pueden-hacer/. Acesso em 05.11.2019.

ACTUALICESE. "Asambleas y juntas virtuales: legalidad y forma de realizarlas": 24.03.2017. Disponível em: https://actualicese.com/asambleas-y-juntas-virtuales-legalidad-y-forma-de-realizarlas/. Acesso em 05.11.2019.

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014.
_____. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as Ações Correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009.

ADMATI, Anat R., PFLEIDERER, Paul. *The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice*, 22, The Review of Financial Studies, 7, 2445-2486 (2009).

ARAGÃO, Paulo Cezar. "A disciplina do acordo de acionistas", *In:* LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas* pp.423-452. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

ARMOUR, John, HANSMANN, Henry; e KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law*: A Comparative and Functional Approach. 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2017.

ASCARELLI, Tullio. *Interpretazione del diritto e studio del diritto comparato*, in Saggi di Diritto Commerciale, Milão: Giuffrè, 1995.

AZEVEDO, Antônio Junqueira. *Negócio Jurídico – Existência, Validade e Eficácia*. 4ª ed., 7ª Tir. São Paulo: Saraiva, 2002.

AZEVEDO, Luís André N. de Moura. *A Nova Corporation: Ativismo Societário e Investidores Institucionais.* In. Governança Corporativa. Avanços e Retrocessos. ROSSETTI, Maristela Abla; PITTA, Andre Grunspun (coords). São Paulo: Quartier Latin, 2017.

_____. *A oferta pública para aquisição de controle sob a perspectiva da companhia aberta ofertante*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.), *Direito Societário*: Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

BAPTISTA, Conrado Luciano. *A Democracia Ateniense Clássica*. Revista Filosofia Capital, Brasília - DF, edição 16, v. 9, p. 6-18, 05 dez. 2014. Disponível em:

[651] De acordo com a Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT NBR 6023).

<http://www.filosofiacapital.org/ojs-2.1.1/index.php/filosofiacapital/article/viewFile/247/221> Acesso em 05.11.2019.

BARROSO, Luís Roberto. *Interpretação e aplicação da Constituição: fundamentos de uma dogmática constitucionl transformadora*. 7ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

BEBCHUK, Lucian A., *The Case for Increasing Shareholder Power*. Harvard Law Review, Vol. 118, No. 3, pp. 833-914, Janeiro 2005; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 500. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=387940. Acesso em 05.11.2019.

BEBCHUK, Lucian e WEISBACH. "The State of Corporate Governance Research". In: *Fisher College of Business Working Paper No.* 2009-03-20; *Review of Financial Studies*, Vol. 23. No. 3, pp. 939-961, 2010.; Fisher College of Business Working Paper No. 2009-03-20; *Harvard Law and Economics Discussion Paper* No. 652. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=1508146 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1508146. Acesso em 05.11.2019

BEEDHAM, Matthew. "West Virginia to roll out blockchain-powered voting app – but there's a caveat". *The Next Web*: 07 de agosto de 2018. Disponível em: https://thenextweb.com/hardfork/2018/08/07/blockchain-voting-west-virginia/. Acesso em 05.11.2019.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan, 1932.

BERTOLDI, Marcelo M. *Acordo de Acionistas na reforma da lei das Sociedades por Ações*. São Paulo: RT, 2006.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 10ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

BOROS, Elizabeth. Virtual Shareholder Meetings: *Who Decides How Companies Make Decisions?* Melbourne University Law Review, Vol. 28, Nº 2, pp. 265-289, 2004. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=883566>. Acesso em 05.11.2019.

_____. Virtual Shareholder Meetings, 3 *Duke Law & Technology Review* 1-10 (2004).

BOTTOSELLI, Ettore. Assembleia Geral Eletrônica. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, nº 75, 2017.

BOURNE, Nicholas. *Bourne on a Company Law*. 7ª ed. Nova Iorque: Routledge, 2016.

BRANCO, Adriano Castello. "Breves Notas sobre Ofertas Públicas de Ações no Direito Brasileiro e Governança Corporativa". *In:* SILVA, Alexandre Couto (coord.). *Direito Societário: Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013.

_____. *O Conselho de Administração nas Sociedades Anônimas*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2007.

BULGARELLI, Waldirio. “Deliberar não deliberar é deliberar?’. In: *Questões de Direito Societário*. São Paulo: RT, 1983.

CAMPBELL, Harvey R.. *Cryptofinance* (Janeiro 14, 2016). Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=2438299. Acesso em 05.11.2019.

CAMPINHO, Sergio. Falência e Recuperação de Empresa: O novo Regime da Insolvência Empresarial. Editora Renovar. Primeira edição. 2006.

CARRANÇA, Thais e SCHINCARIOL, Juliana. "Voto a distância em assembleias gera dúvidas e críticas de investidor", artigo publicado em 19/06/2017 no jornal Valor Econômico. Disponível em: https://valor.globo.com/wall-concurrence/?next=https%3A%2F%2Fvalor.globo.com%2Ffinancas%2Fnoticia%2F2017%2F06%2F19%2Fvoto-a-distancia-em-assembleias-gera-duvidas-e-criticas-de-investidor.ghtml&group=desktop. Acesso em 05.11.2019.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. II – Artigos 75 a 137. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

_____. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. III – Artigos 138 a 205. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASIUCH, Breno. Ativismo Societário Inc. *vs*. Ativismo Societário S.A.: Já se pode notar um avanço do ativismo societário no Brasil. Jota: Opinião e Análise, Rio de Janeiro, 2016. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/ativismo-societario-inc-vs-ativismo-societario-s-28072016> Acesso em 05.11.2019.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. “Abertura e Fechamento de Capital”. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). *Sociedade Anônima - 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

_____. *Controle Gerencial*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

CHEFFI, Sonia A. Les effets du vote par internet aux assemblées générales des actionnaires sur la gouvernance d’entreprise actionnariale. *Recherches em Sciences de Gestion*, v. 6, nº 87, p. 69-92, 2011

CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston/Toronto: Little, Brown and Company, 1986.

COASE, R. H. “The Nature of the Firm” In: *Economica (new series)*, Vol. 4, Nº 16, pp. 386-405, 1937. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=1506378. Acesso em 05.11.2019.

CODORNIZ, Gabriela; LOPES, Marília. *A Representação de Acionista em Assembleia Geral de Sociedade*: Observações sobre o Posicionamento da CVM. RSDE. Revista Semestral de Direito Empresarial, v. 13, pp. 83-112, 2013.

COINDESK. “The Sierra Leone vote: what we got wrong”, In: *Coin Desk*, 26.03.2018. Disponível em: https://www.coindesk.com/blockchain-vote-election-sierra-leone-got-wrong. Acesso em 05.11.2019.

COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos Jurídicos da Macroempresa*. São Paulo: RT, 1970, pp. 1-10.

_____. “Da imprescritibilidade da ação direta de nulidade de norma estatutária”. In: *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1981.

COMPARATO, Fábio Konder; e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. Direito & Economia. Tradução: Luis Marcos Sander, Francisco Araújo da Costa. 5ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.

CRISTÓFARO, Pedro Paulo. “O Empate nas Deliberações das Assembleias Gerais das Companhias”. *In:* VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (org.). In: *Lei das S.A. em seus 40 anos*. pp. 331-343. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

CSD Working Group on DLT. “*General Meeting Proxy Voting on Distributed Ledger Product Requirements*”, v. 2.1, Novembro de 2017, p. 10. Disponível em: https://www.issanet.org/e/pdf/2017-11_General_Meeting_Proxy_Voting_on_Distributed_Ledger_v2-1.pdf. Acesso em 05.11.2019.

CVM. Audiência Pública SDM nº 09/2014. Relatório de Análise – Audiência Pública SDM nº 09/2014 – Processo CVM nº RJ-2011-13930. Rel. Luciana Dias. Publicado em 07.04.2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2014/sdm0914relatorio.pdf>. Acesso em 05.11.2019.

CVM. Memorando SDM nº 13 de 14 de julho de 2017.

CVM. Ofício Circular CVM|SEP nº 03/2019, de 28 de fevereiro de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sep/oc-sep-0319.html>. Acesso em 05.11.2019.

DEHONDT, Joseph R. *Is it time to switch to virtual shareholder meetings?*. Artigo publicado no jornal Lexology, em 27 de janeiro de 2017, disponível em https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=1a4e2429-feb5-4b77-8168-64f9e835ccc1. Acesso em 05.11.2019.

DE LA VEGA, Joseph. *Confusión de Confusiones*. 1ª ed. New York: Marketplace Books, 1996.

DIAS, Luciana Pires e SILVA, Lucas Santanna de Almeida. *Avanços Legais e Regulamentares em Matéria de Participação e Votação a Distância nas Assembleias Gerais de Companhias Abertas.* In. Governança Corporativa. Avanços e Retrocessos. ROSSETTI, Maristela Abla; PITTA, Andre Grunspun (coords). São Paulo: Quartier Latin, 2017.

DOMINGUES, Paulo de Tarso. Os meios telemáticos no funcionamento dos órgãos sociais. O regime português". In: *Revista semestral de direito empresarial*, vol. 10, 2012.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SAITO, Richard. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, vol. 6, nº 2. Curitiba. Maio/Agosto, 2002. Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-65552002000200003>. Acesso em 05.11.2019.

EASTERBROOK, Frank H e FISCHEL, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard: Harvard University Press, 1948.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume I – 2ª Edição Revista e Ampliada – Artigos 1 a 79. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

_____. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 2ª Edição Revista e Ampliada – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

_____. A Lei das S/A Comentada. Volume III – 2ª Edição Revista e Ampliada – Artigos 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

_____. *Interpretação dos §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei das S/A, In*: RDM nº 139, 2005, pp. 155-176. São Paulo: Malheiros, 2005.

_____. O mito do "controle gerencial" – alguns dados empíricos. *RDM*. São Paulo: Malheiros, n. 66, pp.103-106, abr./jun., 1987.

EIZIRIK, Nelson, *et al*. *Mercado de Capitais Regime Jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ELESWARAPU, Venkat R.; THOMPSON, Rex; VENKATARAMAN, Kumar. The Impact of Regulation Fair Disclosure: Trading Costs and Information Asymmetry. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, Seattle, v. 39, n. 2, pp.209-225, jun. 2004.

EUROPEAN PARLIAMENT. Directorate-General For Policies Policy Department C: Citizens' Rights And Constitutional Affairs. *Rights and obligations of shareholders: national regimes and proposed instruments at EU level for improving legal efficiency*. Disponível em: <http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/juri/dv/pe462463_/pe462463_en.pdf>. Acesso em 05.11.2019.

EVANS, David S. Economic Aspects of Bitcoin and Other Decentralized Public-Ledger Currency Platforms (April 15, 2014). U*niversity of Chicago Coase-Sandor Institute for Law &*

Economics Research Paper No. 685, p. 03, Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=2424516. Acesso em 05.11.2019.

FAIRFAX, Lisa M. *Virtual Shareholder Meetings Reconsidered* (2010). Seton Hall Law Review, Vol. 40, Nº 1367, 2010; GWU Legal Studies Research Paper Nº 539; GWU Law School Public Law Research Paper Nº 539. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1787297>. Acesso em 05.11.2019.

_____. Delaware's New Proxy Access: Much Ado About Nothing. *Transactions: The Tennessee Journal of Business Law*, Tennessee, v. 11, n. 85, p.87-109, jan. 2009. Disponível em: < https://trace.tennessee.edu/transactions/vol11/iss1/8/>. Acesso em 05.11.2019.

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. *Novo Aurélio do Século XXI: O Dicionário da Língua Portuguesa*. 1ª ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1999.

FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Direito Comercial*. v. 4 , São Paulo: Saraiva 1963, p. 810.

Finacial Times. "*Santander shows potential of blockchain in company votes*", In: *Financial Times*, 17.05.2018. Disponível em: https://www.ft.com/content/c03b699e-5918-11e8-bdb7-f6677d2e1ce8. Acesso em 05.11.2019.

MAIA, Pedro. *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a Sociedade Anônima.* Coimbra: Almedina, 2019.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.* 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2014.

_____. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2ª ed, rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017.

FORÇA TAREFA DE FINANÇAS SOCIAIS. *Conquistas e Avanços do Ecossistema de Investimentos e Negócios de Impacto no Brasil*. 2018. Disponível em: <https://forcatarefa-assets.s3.amazonaws.com/uploads/2019/04/Alianca_Relatorio_2018-com-links.pdf>. Acesso em 05.11.2019.

GALGANO, Francesco. *Diritto commerciale*. 18º ed. Turim: Zanichelli Bologna, 2013.
GARNER, Bryan A (coord.). *Black's Law Dictionary*. 10ª ed. Nova Iorque: Thompson Reuters, 2014.

GEDIEL, José Antônio Peres; CORRÊA, Adriana Espíndola. Proteção Jurídica de Dados Pessoais: A Intimidade Sitiada Entre o Estado e o Mercado. *Revista da Faculdade de Direito - UFPR*, Curitiba, n. 47, pp. 141-153, 2008. Disponível em: <https://revistas.ufpr.br/direito/article/view/15738/10444>. Acesso em 05.11.2019.

GIERKE, Otto von. "Da História do Princípio da Maioria". Traduzido por Nilson Lautenschlager Jr. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo: Editora Malheiros, vol 166/167, ago. 2013-jul. 2014, pp. 7-22.

GONÇALVES, Pedro Vilela Resende; CAMARGOS, Rafael Coutinho. Blockchain e 'judge as a service' no direito brasileiro. *In:* Anais do II Seminário de Governança da Redes e o Marco Civil da Internet. 2017. Disponível em: <http://irisbh.com.br/blockchain-smart-contracts-e-judge-as-a-service-no-direito-brasileiro>. Acesso em 05.11.2019.

GONZALEZ, Gustavo Machado; LOPES, Marília. "Assembleias Gerais nas Companhias Abertas: Visão Geral" *In:* SIQUEIRA, Marcelo; PEREIRA, Atademes Branco; e TREIGER, José Marcos (coords.). Brasil S/A: Guia de Acesso ao Mercado de Capitais para Companhias Brasileiras. 2ª ed. Rio de Janeiro: Donnelley Financial Solutions do Brasil Ltda. (DFIN), 2020, 57-80.

GORANOVA, Maria et al. *Corporate Governance Antecedents to Shareholder Activism: a Zero-Inflated Process*. Strategic Management Journal, John Wiley & Sons, Ltd., 38, 2017, p. 421.

GORGA, Erica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. *3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers*. Abr. 2008. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1121037>. Acesso em 05.11.2019.

GOUVÊA, Carlos Portugal; e YOSHIKAWA, Caio Henrique. *Brazil Shareholders Actvism & Engagement*. Disponível em: https://gettingthedealthrough.com/area/84/jurisdiction/6/shareholder-activism-engagement-2019-brazil/. Acesso em 05.11.2019.

GOWER, Laurence Cecil Bartlett e DAVIES, Paul Lyndon. *Principles of Modern Company Law*. 8ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008.

GREGORY, H. J., GRAPSAS, R., Holland, C. The Latest on Proxy Access. *Harvard Law School Forum on Coporate Governance And Financial Regulation*. 2019.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Sociedade Anônima: Poder e Dominação*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nº 53, pp. 75-76, jan./mar. 1984.

GUTIÉRREZ, María; SÁEZ, Maribel. *Deconstructing Independent Directors, Journal of Corporate Law Studies*, 2013, pp. 71. Disponível em <http://dx.doi.org/10.5235/14735970.13.1.63>. Acesso em 05.11.2019.

HABER, Stuart e STORNETTA, W. Scott, "How to Stamp a Digital Document", *Journal of Cryptology*, vol.3, n.2, pp 99 - 111, 1991.

HILEMAN, Garrick and RAUCHS, Michel. Global Blockchain Benchmarking Study (September 22, 2017), p. 14. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=3040224 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3040224. Acesso em 05.11.2019.

HIRT, Hans-Christoph; JONES, Andy. The Shareholder Rights Directive II, Abril de 2019. Disponível em: < ttps://corpgov.law.harvard.edu/2019/04/04/the-shareholder-rights-directive-ii/>. Acesso em 05.11.2019.

HOPT, Klaus J. "Deveres legais e conduta ética de membros do conselho de administração e de profissionais" (trad. port. Erasmo Valladão A. e N. França e Mauro Moisés Kertzer). *In: RDM out./dez. 2006*. São Paulo: Malheiros, 2006, n. 144, pp. 107-119.

IANSTII, Marco e LAKHANI, Karim R. "Blockchain". In: Merriam-Webster.com. Disponível em <https://www.merriam-webster.com/dictionary/blockchain>. Acesso: 05.11.2019.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. "*Caderno de Boas Práticas para Assembleias de Acionistas*". *In:* Cadernos de Governança Corporativa. Vol. 8. São Paulo: IBCG, 2010, p. 14. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21048>. Acesso em 05.11.2019.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.

KHATRI, Yogita. "Thai Government Agency Develops Blockchain Tech for Elections Voting". *Coin Desk*: 03 de janeiro de 2019. Disponível em: https://www.coindesk.com/thai-government-agencydevelops-blockchain-tech-for elections-voting. Acesso em 05.11.2019.
KHALIQUE, Aqeel; SINGH, Kuldip; SOOD, Sandeep. *Implementation of Elliptic Curve Digital Signature Algorithm*. In: International Journal Of Computer Applications. Roorkee, pp. 21-27. maio 2010.

KRANS, Anatoli van der. *The Virtual Shareholders Meeting: How to make it work?* Journal of International Commercial Law and Technology, Vol. 2, Issue 1 (2007).

LAFARRE, Anne; VAN DER ELST, Christoph. *Bringing the AGM to the 21st Century: Blockchain and Smart Contracting Tech for Shareholder Involvement* (Junho, 2017). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 358/2017. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=2992804 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2992804. Acesso em 05.11.2019.

_____. *Blockchain Technology for Corporate Governance and Shareholder Activism* (March 2018). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 390/2018; Tilburg Law School Research Paper No. 2018-7, p.91. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=3135209 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3135209. Acesso em 05.11.2019.

_____. *Blockchain Technology for Modernizing the Shareholder Dialogue*. Working Paper. Junho de 2018. Disponível em: https://www.tilburguniversity.edu/upload/1413437f-2ccb-4fe9-

bc01-60aa0c7ec657_BlockchaintechnologyformodernizingshareholderdialogueWP.pdf. Acesso em 05.11.2019.

LAFARRE, Anne. *The AGM In Europe: Theory and Practice of Shareholder Behavior*. Bingley: Emerald Publishing Limited.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

_____. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Vol. II. Pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

_____. "Formação e desenvolvimento das sociedades por ações". *In:* LAMY FILHO, Alfredo *et al*. *A Lei das S.A.* Vol. 1, pp. 19-102. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

LARNER, R. J. "Ownership and Control in the 200 Largest Non-financial Corporation, 1929 and 1963", *The American Economic Review*, vol. LVI, nº 4, 1ª parte (setembro de 1966).

LASTER, Vice Chancellor J. Travis. "*The Block Chain Plunger: Using Technology to Clean Up Proxy Plumbing and Take Back the Vote Available*" *Apresentação do Institutional Investors Chicago*, realizada em 29 de Setembro de 2016. Disponível em: https://www.cii.org/files/09_29_16_laster_remarks.pdf. Acesso em 05.11.2019.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. "Investor Protection and Corporate Governance". *In* Journal of Financial Economics. V. 58. 2000.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações anotada*. 5ª edição, revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Societatis Edições, 2017, Vol. I.

LEITÃO, Luis Manuel Teles de Menezes. "Voto por correspondência e realização telemática de reuniões de órgãos sociais". In: *Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura*. A Reforma ao Código das Sociedades Comerciais. Coimbra: Almedina, 2007.

LOCKE, John. *O Segundo Tratado sobre o Governo Civil*. Tradução: Magda Lopes e Marisa Lobo da Costa. Editora Vozes: Petrópolis, 1994.

LOSS, Louis. O papel do governo na proteção dos investidores. *Revista de Administração de Empresas*. Vol. 26. Nº 2. São Paulo. Abr./Jun. 1986.

_____. *Fundamentals of Securities Regulation*. Boston, Little, Brown and Company, 1988.

LUCENA, José W. *Das Sociedades Anônimas: Comentários à Lei* (arts. 121 a 188). Vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

MACEDO, Ricardo Ferreira de. *Controle Não Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

MÄNTYSAARI, Petri. *Comparative Corporate Governance*: Shareholders as a Rule-Maker. Springer, 2006.

MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MARTINS RODRIGUES, Jorge José; DOS SANTOS HENRIQUES SEABRA, Fernando Miguel. Conselho de administração: Que funções?. Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão, vol. 10, núm. 1-2, janeiro, 2011, pp. 2-12. ISCTE-Instituto Universitário de Lisboa. Lisboa, Portugal. Disponível em <http://www.redalyc.org/pdf/3885/388539127002.pdf>. Acesso em 05.11.2019.

MENEZES, Alfred J.; VANSTONE, Scott A.; OORSCHOT, Paul C. Van. Handbook of Applied Cryptography. 5ª ed. Boca Raton: CRC Press, Inc., 2001.

MENEZES, Maurício Moreira Mendonça de. *O Poder de Controle nas Companhias em Recuperação Judicial*. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

MUISYO, Victor. "Kenya electoral body to adopt blockchain technology for vote transparency". *Africa News*: 21 de Agosto de 2018. Disponível em: https://www.africanews.com/2018/08/21/kenyaelectoral-body-to-adopt-blockchain-technology-for-vote-transparency/. Acesso em 05.11.2019.

MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado. Parte Especial. Tomo L. *Direito das Obrigações: Sociedades por Ações*. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1972.

MONTESQUIEU. *O Espírito das Leis*. 9ª ed. Rio de Janeiro: Saraiva, 2008.

MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas da Capital Pulverizado Brasileiras, pp. 218-262. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R.; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coord.) *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

MOORE, Andrew G.T. "The Birth of Unocal: A Brief History". *In: Delaware Journal of Corporate Law*. v. 31, n. 3, 2006, pp. 865-886. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=946018>. Acesso em 05.11.2019.

MOREIRA, Vital. *Auto-Regulação Profissional e Administração Pública*. Coimbra: Livraria Almedina, 1997.

MORGENSON, Gretchen. *Meet the Sharesholders? Not at These Shareholder Meetings*. Artigo publicado no jornal The New York Times, em 31 de março de 2017, disponível em <https://www.nytimes.com/2017/03/31/business/corporate-virtual-shareholder-meetings.html>. Acesso em 05.11.2019

MU-HYUN, Cho. “South Korea to develop blockchain voting system”. *ZDNet*: 28 de novembro de 2018. Disponível em: https://www.zdnet.com/article/south-korea-to-develop-blockchain-voting-system/. Acesso em 05.11.2019.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado”. *In:* CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, pp. 119-155, 2009.

_____. *Empresa Contemporânea e Direito Societário*: poder de controle e grupo de sociedades. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. “*Voto Plural: quebrando paradigmas*”, artigo publicado em 15/12/2017 no jornal Valor Econômico. Disponível em: <https://www.valor.com.br/legislacao/5228253/voto-plural-quebrando-paradigmas>. Acesso em 05.11.2019.

NAKAMOTO, Satoshi. *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*. Disponível em <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>. Acesso em 05.11.2019.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. 2ª ed. Revista, Ampliada e Atualizada. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

NOACK, Ulrich. ARUG II in der Sommerpause – Umsetzung verschoben. Rechtsboard - Wirtschafts- und Arbeitsrechtliche Perspektiven. 02.07.2019. Disponível em <https://blog.handelsblatt.com/rechtsboard/2019/07/02/arug-ii-in-der-sommerpause-umsetzung-verschoben/>. Acesso em 05.11.2019.

NOACK, Ulrich. Corporate Governance Kodex 2019: die Hauptversammlung als Stiefkind. Rechtsboard - Wirtschafts- und Arbeitsrechtliche Perspektiven. 25.08.2019. Disponível em <https://blog.handelsblatt.com/rechtsboard/2019/08/25/corporate-governance-kodex-2019-die-hauptversammlung-als-stiefkind/>. Acesso em 05.11.2019.

OECD. G20/OECD Principles of Corporate Governance. Paris: OECD Publishing, 2015. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>. Acesso em 05.11.2019.

OIOLI, Erik Frederico. *Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014.

PACHECO, Silvia. “Asambleas de Socios y Sesiones de Junta Directiva Podrán Celebrarse con Presencia Virtual”. Punto Jurídico: 20.08.2018. Disponível em: https://www.puntojuridico.com/asambleas-de-socios-junta-directiva-podran-celebrarse-virtualmente/. Acesso em 05.11.2019.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Comentários à Lei de Recuperação e Falência*. Capítulo I – Disposições Preliminares. In: Francisco Satiro de Souza Jr. e Antonio Sergio A. de Moraes

Pitombo - coordenadores. Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência. 2ª ed. São Paulo: RT, 2007.

PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Alienação do Poder de Controle Acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995.

PERRIER, Arnaud; SCACCHI, Raphaëlle. *Les Stratégies anti-OPA.* Paris: Economica, 1995.

PIAZZA, Fiammetta S. Bitcoin and the Blockchain as Possible Corporate Governance Tools: Strengths and Weaknesses. *Penn State Journal of Law & International Affairs*, Filadélfia, v. 5, p. 262-301, 2017. pp. 293-294.

PILKINGTON, Marc. "Blockchain Technology: Principles and Applications" (September 18, 2015). In: *Research Handbook on Digital Transformations*, revisado por F. Xavier Olleros e Majlinda Zhegu. Edward Elgar, 2016. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=2662660. Acesso 05.11.2019.

PONTES, Evandro Fernandes de. "Pedido Público de Procuração (Notas Sobre a Representação em Assembleias Gerais de Companhias Abertas no Brasil)". In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. pp. 327-355. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

RABELO, Carolina Gladyer; e HORTA, Luciana Simões Rebello. "Blockchains na escrituração das Ações das S/A: A Contabilidade Pública Independente". In: *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários,* n. 4, pp. 13-36 nov. 2016.

RABITTE, Pat. "Russia Moving Towards Online Voting". *150 secs*: 09 de março de 2019. Disponível em: https://150sec.com/russia-moving-towards-online-voting/10739/. Acesso em 05.11.2019.

RASKIN, Max. Georgetown Law Tech Review 305 (2017), "The Law and Legality of Smart Contracts", pp. 314. Disponível em: <https://georgetownlawtechreview.org/wp-content/uploads/2017/05/Raskin-1-GEO.-L.-TECH.-REV.-305-.pdf>. Acesso em 05.11.2019.

REALE, Miguel. *Lições Preliminares de Direito*. 24ª ed. São Paulo: Saraiva, 1999.

REICH, Charles A. "The New Property". *In:* The Yale Law Journal, vol. 73, n. 5, abril de 1964, pp. 733-787.

RIBEIRO, Renato Ventura. "*Aplicação de Novas Tecnologias nas Assembleias Gerais de Sociedades Anônimas*". *In:* ARAGÃO, Leandro Santos de; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (coord.). Direto Societário: Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009.
_____. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

RIZZO, Valdo Cestari de; ALMEIDA, Marco La Rosa de. "Do Direito do Acionista à Informação em Companhias Abertas e Fechadas". pp. 594-607 *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira

von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. Liber Amicorum. Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

ROBERT, Bruno. *As Assembleias das S/A: exercício do direito de voto, pedidos públicos de procuração e participação à distância*. São Paulo: Singular, 2016.

_____. "A Solicitação da Lista de Acionistas (arts. 126, §3º, e 100, §1º): legitimação do pedido e limites da discricionariedade da administração da companhia". In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro,* vol. 161/162, pp. 100-145, jan./ago. 2012.

_____. "Proxy Solicitation and Shareholder Director Nominations in Brazil: a comparative analysis of Instrução CVM N. 481/2009". In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 155/156, pp. 76-104, ago./dez. 2010.

ROSENFELD, Meni. "Analysis of hashrate-based double-spending" (Fevereiro de 2014). *In: ArXiv nº 1402.2009*. Disponível em: <https://arxiv.org/abs/1402.2009>. Acesso em 05.11.2019.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *A Sociedade Unipessoal*. São Paulo: Malheiros Editores, 1995.

_____. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 1999, n. 2.3.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *O "trust" e o direito brasileiro*. São Paulo: LTr, 1996, n. 5.1.3, pp. 114-115.

SANDULLI, Michele. *Capitolo Único. Le Procedure Conconsuali. Sezione I – Lineamenti dele procedure concorsuali*. In: *Manuale di Diritto Commerciale* (coord. Vincenzo Buonocore). 10ª ed. Turim: G. Giappichelli, 2011.

SANTOS, Gonçalo Castilho do. "Voto por Correspondência nas Sociedades Anônimas". In: CMVM. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*. vol. 07, abril, 2000.

SAPPINGTON, David E.M., "Incentives in Principal-Agent Relationships", 5, *The Journal of Economic Perspectives* 2, 45-66 (Spring, 1991).

SCHECHTMAN, David Casz. *Potenciais aplicações de blockchain no mercado de capitais* (Potential applications of blockchain in capital markets), mimeo, 2019.

SCALZILLI, João Pedro. *Mercado de Capitais, Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa.* São Paulo: Quartier Latin, 2015.

SCHIEFLER, Gustavo Henrique Carvalho e ABID, Luccas Augusto Nogueira. Títulos de Desenvolvimento Social: Utilizando a Lógica do Mercado de Capitais para Financiar Políticas Públicas no Brasil. *Revista Digital de Direito Administrativo***.** São Paulo, p. 69-103. 11 jan. 2016. Disponível em: <http://www.revistas.usp.br/rdda/article/view/106006/108645>. Acesso em 05.11.2019.

SCHWAB, Klaus. *A Quarta Revolução Industrial*. Trad. Daniel Moreira Miranda. São Paulo: Edipro, 2016.

SILVA, Alexandre Couto. "Conflito de Interesses: Problemas de Agência". *In:* SILVA, Alexandre Couto (coord.). Direito Societário: Estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações. São Paulo: Saraiva, 2013.

SILVA, Alexandre Couto; e SILVA, Ricardo Villela Mafra A. S., "O blockchain como ferramenta de governança corporativa para redução de custos de agência em sociedades anônimas". In: *Direito, Tecnologia e Inovação*. PARENTONI, Leonardo (coord.). v. I. Belo Horizonte: 2018.

SILVA, Matthew de. "Denver is trying out a blockchain voting app". *Quartz*: 08 de março de 2019. Disponível em: https://qz.com/1567759/denver-will-use-voatz-mobile-blockchain-app-in-municipalelections/. Acesso em 05.11.2019.
STORCK, Michel. *Corporate Governance à la Française – Current Trends*. European Company and Financial Law Review, vol. 1, nº1, p. 36-59, abril/2004.

SMITH, Adam. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Methuen & Co, London, 1776:439.

SZABO, Nick. *"Smart Contracts"*. 1994. Nick Szabo's Papers and Concise Tutorials 6. Disponível em:
http://www.fon.hum.uva.nl/rob/Courses/InformationInSpeech/CDROM/Literature/LOTwinterschool2006

/szabo.best.vwh.net/smart.contracts.html. Acesso em 05.11.2019.

STARR, Chester G. *O nascimento da democracia ateniense: A Assembleia no Século V A.C*. São Paulo: Odysseus, 2005.

TALARICO, Thamilla. "Blockchain, Transparência e o Direito Societário" *In:* HANSZMANN, Felipe (org.) Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais. Vol. III, pp. 467-510. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. vol. 1. São Paulo: João Bushatsky, 1979.

TELLECHEA, Rodrigo. *Autonomia Privada no Direito Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

TOKOI, Yuki. "Procuração de voto: o que configura um pedido público?". Capital Aberto, 11.03.2016. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/legislacao-e-regulamentacao/procuracao-de-voto-o-que-configura-um-pedido-publico/>. Acesso em 05.11.2019.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles. “Modificações introduzidas na lei de sociedades por ações, quanto à disciplina da administração das companhias” *In*: LOBO, Jorge (coord.). Reforma da Lei das Sociedades Anônimas, pp.423-452. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

TOZETTO, Claudia. “*Blockchain: O protocolo da confiança*”, artigo publicado em 22/04/2017 no jornal Estadão. Disponível em: <https://link.estadao.com.br/noticias/inovacao,blockchain-o-protocolo-da-confianca,70001748136>. Acesso em 05.11.2019.

UEDA, Andréa Silva Rasga. *As Publicações dos Atos Societários*. Jota. 15.08.2019. Disponível em: https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/as-publicacoes-dos-atos-societarios-15082019. Acesso em 05.11.2019.

UYSAL, Nur et al. C*orporate governance on stakeholder issues: shareholder activism as a guiding force.* Journal of Public Affairs, Volume 15 Número 2, 2015.

VALADARES, Silvia Mourthé; e LEAL, Ricardo Pereira Câmara. *Ownership and Control Structure of Brazilian Companies*. 2000. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=213409>. Acesso em 05.11.2019.

VALOIS, Diego. Título de Ação Social – Uma nova proposta de funding para projetos sociais. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/titulo-de-acao-social-uma-nova-proposta-de-funding-para-projetos-sociais-16022016>. Acesso em 05.11.2019.

VERMEULEN, Erik P. M., *Corporate Governance in a Networked Age* (August 9, 2015). Wake Forest Law Review, 2015 Forthcoming; Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2015-4; Tilburg Law Research Paper No. 16/2015. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=2641441. Acesso em 05.11.2019.

VILLAÇA, Bianca Fortes. *Making Money While Making Difference:* perspectivas do investimento de impacto no Brail. In: Coleção Jovem Jurista 2016. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2016.

VISENTINI, Gustavo. *L’Assemblea Della Società Per Azioni*. Roma: Dike, 2017.

WALD, Arnoldo. O Governo das Empresas. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 15. São Paulo: Revista dos Tribunais, jan./mar. 2002.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de Capitais: Fundamentos e Desafios*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

WEY, Alexandra. “Switzerland’s first municipal blockchain vote hailed a success”. In: *Swiss Info*: 02.07.2018. Disponível em: https://www.swissinfo.ch/eng/crypto-valley-_-switzerland-s-first- municipal-blockchain-vote-hailed-a-success/44230928. Acesso em 05.11.2019.

WOLFF, Francis. *Aristóteles e a Política*. Tradução: Thereza Christina Ferreira Stummer e Lygia Araújo Watanabe, 1ª ed., Discurso Editorial: São Paulo, 1999.

YERMACK, David. *Corporate Governance and Blockchains* (November 28, 2016). Review of Finance, Forthcoming. Disponível em SSRN: https://ssrn.com/abstract=2700475. Acesso em 05.11.2019.

YOKOI, Yuki. "*Clicou, votou: seis questões sobre assembleias virtuais, que serão reguladas pela CVM este ano*". In: Revista Capital Aberto nº 101, jan. 2012.

ZETZSCHE. Dirk A. School. *Corporate Governance in Cyberspace - a Blueprint for Virtual Shareholder Meetings* (June 19, 2005). CBC-RPS No. 0011. Disponível em: SSRN: https://ssrn.com/abstract=747347. Acesso em 05.11.2019.

_____. *Virtual Shareholder Meetings and the European Shareholder Rights Directive* - Challenges and Opportunities (Junho 26, 2007). CBC-RPS Nº 0029. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=996434>. Acesso em 05.11.2019 ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.996434>. Acesso em 05.11.2019.

Decisões Administrativas Nacionais

CVM. Processo Administrativo nº 19957.000057/2018-75, Rel. Superintendência de Relações com Empresas – SEP, j. em 30.01.2018.

CVM. Processo Administrativo nº 19957.003630/2018-01, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 09.10.2019.

CVM. Processo Administrativo nº 19957.004385/2019-21, Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. 05.11.2019.

CVM. Processo Administrativo nº 19957.005749/2017-29, Rel. SEP, j. em 26.09.2017.

CVM. Processo Administrativo nº 19957.006903/2016-7, Rel. Henrique Balduino Machado, j. em 12.07.2018.

CVM. Processo Administrativo nº RJ 2004/5494, Dir. Rel. Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 16.12.2004.

CVM. Processo Administrativo nº RJ 2007/11086, Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto, j. em 06.05.2008.

CVM. Processo Administrativo nº RJ 2008/1794, Dir. Rel. Sergio Weguelin, j. em 24.06.2008.

CVM. Processo Administrativo nº RJ 2010/12738. Rel. DOZ, j. 17.05.2011.

CVM. Processo Administrativo nº RJ 2011/13930, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 07.04.2015.

CVM. Processo Administrativo nº RJ 2014/3578. Rel. DAN, j. em 04.11.2014.

CVM. Processo Administrativo nº RJ 2015/10215, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira, j. 20.02.2018.

Decisões Judiciais Nacionais

BRASIL. Supremo Tribunal Federal, Plenário, Ação Direta de Inconstitucionalidade "ADI nº 6.215/DF", Ministro Relator Marco Aurélio, ainda sob julgamento.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, 4ª Turma, Recurso Especial "REsp: 362778/RS", Mininistro Relator Sálvio De Figueiredo Teixeira, julgado em 13 de maio de 2003.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, Quarta Turma, Recurso Especial "REsp: 654496 RJ", Ministro Relator João Otávio De Noronha, julgado em 05 de novembro de 2009.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, Terceira Turma, Recurso Especial "Resp nº 1152849/MG", Ministro Relator João Otávio de Noronha, julgado em 07 de novembro de 2013.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, Quarta Turma, Recurso Especial "REsp: 1330021 SP 2012/0025233-6", Relator: Ministro Luis Felipe Salomão, 17 de março 03 de 2016.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. AREsp nº 1.274.629, PR 2018/0079362-8. Min. Rel. Maria Isabel Gallotti, julgado em 04 de junho de 2018.

DISTRITO FEDERAL. Tribunal de Justiça, 1ª Turma Cível, Apelação nº 0010426-40.2012.8.07.0015, Desembargador Relator Flavio Rostirola, julgado em 18 de setembro de 2013.
MINAS GERAIS. Apelação Cível nº 200000051595390001, 15ª Câmara Cível, Desembargador Relator: Mota e Silva, julgado em 09 de setembro de 2005.

Decisões Judiciais Estrangeiras

Hoge Raad, ASMI International N.V. v. acionistas, caso n. 228, julgado em 4 de julho de 2010, julgado em 4 de julho de 2010.

English Court of Appeal, Byng v London Life Ass'n Ltd., 1990 Ch. 170, 183 (C.A.).

U.S. Supreme Court, *Hall v. Geiger-Jones Co.*, caso n. 438, julgado em 22 de janeiro de 2017, publicado no U.S. Report n. 242, p. 539, citado em KARMEL, Roberta S., 28 Brook. J. Int'l L. 495 (2002-2003).

U.S. Supreme Court, *Hines v. Davidowitz*, caso n. 22, julgado em 20 de janeiro de 1941, publicado no U.S. Report n. 312, p. 52, citado em U.S. Court of Appeals, 9th Circuit, Jones v. Rath Packing Co., caso n. 75-1053, julgado em 29 de março de 1977, publicado no U.S. Report n. 430, p. 519.

U.S. Court of Appeals, 9th Circuit, *Whistler Investments, Inc. v. The Depository Trust and Clearing Corporation*, caso n. 06-16088, julgado em 22 de agosto de 2008, U.S. Report n. 539.