

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO - UFRJ
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS - CCJE
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO - FND

EDUARDO ALVES MORAES D'AQUINO

PROTEÇÃO DE ACIONISTAS MINORITÁRIOS: UMA ANÁLISE A PARTIR DAS
MUDANÇAS PROMOVIDAS PELA LEI Nº 14.195/2021

RIO DE JANEIRO
2022

EDUARDO ALVES MORAES D'AQUINO

PROTEÇÃO DE ACIONISTAS MINORITÁRIOS: UMA ANÁLISE A PARTIR DAS
MUDANÇAS PROMOVIDAS PELA LEI Nº 14.195/2021

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves.

RIO DE JANEIRO
2022

CIP - Catalogação na Publicação

D212p D'Aquino, Eduardo Alves Moraes
Proteção de acionistas minoritários: uma análise a partir das mudanças promovidas pela lei nº 14.195/2021 / Eduardo Alves Moraes D'Aquino. -- Rio de Janeiro, 2022.
89 f.

Orientador: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2022.

1. Proteção de acionistas minoritários. 2. Sociedades anônimas. 3. Direito societário. I. Alves, Alexandre Ferreira de Assumpção, orient. II. Título.

EDUARDO ALVES MORAES D'AQUINO

PROTEÇÃO DE ACIONISTAS MINORITÁRIOS: UMA ANÁLISE A PARTIR DAS
MUDANÇAS PROMOVIDAS PELA LEI Nº 14.195/2021

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves.

Data da Aprovação: 12/ 07/ 2022.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves - orientador

Profª Drª Veronica Lagassi

Prof. Ms. Thalita Almeida

Prof. Ms. Claudio Luiz de Miranda Bastos Filho

RIO DE JANEIRO
2022

Ao meu pai e à minha mãe,

“It is hard to imagine a more stupid or more dangerous way of making decisions than by putting those decisions in the hands of people who pay no price for being wrong”.
SOWELL, Thomas. Wake up, Parents.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro e mais importante lugar, agradeço à minha família pela minha educação e por todo amor que partilhamos. Ao meu pai, Evandro, que sempre me ensinou, e nunca deixará de ensinar, a importância do esforço e caráter. À minha mãe, Verônica, que todo dia me mostra o significado de superação e responsabilidade em relação à família, mesmo a nossa sendo tão pequena. Esta e todas as realizações que vierem, saibam que o mérito é tanto meu quanto de vocês.

À Camila, por todo o carinho nesses três anos. Desde que nos conhecemos, a cada dia que passa, tenho certeza de que o nosso relacionamento é a minha maior conquista. A sua paciência e amizade, especialmente nos momentos de ansiedade e frustração, tornam até o pior dos desafios suportável.

Ao escritório Chediak Advogados, agradeço a confiança, o acolhimento recebido desde o primeiro dia e o crescimento profissional proporcionado. Foram os ensinamentos que recebi de todos que despertaram meu entusiasmo para a realização desta monografia.

Por fim, ao meu professor e orientador Alexandre Assumpção, por todo o aprendizado e compreensão, especialmente nos inúmeros conselhos e nos prazos apertados, respectivamente.

RESUMO

Esta monografia tem como objetivo estudar a influência dos dispositivos relativos à proteção dos acionistas minoritários da Lei nº 14.195/2021 no direito societário brasileiro. O método utilizado foi o dedutivo, por meio da análise da disciplina e conceitos gerais empregados à proteção dos minoritários para, em momento posterior, analisar o caso específico da Lei nº 14.195/2021 e seus desdobramentos. Na primeira seção, inicia-se o estudo com uma perspectiva histórica dos dispositivos garantidores de direitos e salvaguardas aos minoritários a partir da Lei nº 6.404/1976. Nesta mesma seção, apresenta-se os fundamentos e a classificação destes dispositivos. A seção segunda disserta a respeito dos principais conceitos necessários ao bom entendimento do instituto da proteção aos minoritários, definindo o poder de controle, assim como acionista controlador e suas diferentes modalidades, por fim concluindo qual seria o conceito clássico de acionista majoritário e minoritário. Na última seção, este trabalho aborda o procedimento legislativo que culminou na Lei nº 14.195/2021, assim como analisa cada dispositivo do capítulo III de referida lei, dedicado à proteção dos minoritários, que tenha gerado uma mudança substancial à Lei das Sociedades por Ações. A partir desta análise, conclui-se pela identificação da manutenção ou não dos conceitos e da dinâmica clássica entre controle e minoria.

Palavras-chave: sociedade anônima; acionista controlador; poder de controle; voto plural.

ABSTRACT

This monography aims to study the influence of the provisions related to the protection of minority shareholders of Law n. 14,195/2021 in Brazilian corporate law. The method used was the deductive, by analyzing the discipline and general concepts used to protect minority shareholders and then analyzing the specific case of Law n. 14,195/2021 and its ramifications. In the first section, the study begins with a historical perspective of the provisions that have guaranteed rights and safeguards to minority shareholders since Law 6,404/1976. In this same section, the foundations and classification of these provisions are presented. The second section discusses the main concepts necessary for a good understanding of the protection of minority shareholders, defining the power of control, as well as the controlling shareholder and its different modalities. In the last section, this paper discusses the legislative procedure that culminated in Law no. 14,195/2021, as well as analyzes each provision of chapter III of said law, dedicated to the protection of minority shareholders, which has generated a substantial change to the Corporations Law. Based on this analysis, the conclusion is to identify the maintenance or not of the concepts and classic dynamics between control and minority.

Keywords: corporation; controlling shareholder; controlling power; dual-class shares.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	11
2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA PROTEÇÃO AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS A PARTIR DA LEI Nº 6.404/1976.....	16
2.1. CRITÉRIOS.....	16
2.1.1. Dispositivos Originais.....	17
2.1.1.1. Direitos Políticos.....	18
2.1.1.2. Direitos Patrimoniais.....	19
2.1.1.3. Direitos Institucionais	20
2.1.2. Dispositivos Revisados Após a Promulgação da Lei das S.A.....	21
2.1.2.1. Direitos Políticos.....	23
2.1.2.2. Direitos Patrimoniais.....	24
2.1.2.3. Direitos Institucionais	26
2.1.3. Dispositivos Adicionados Após a Promulgação da Lei das S.A.	26
2.1.3.1. Direitos Políticos.....	26
2.1.3.2. Direitos Patrimoniais.....	26
2.1.3.3. Direitos Institucionais	27
2.1.4. Dispositivos Revogados e Posteriormente Reinseridos na Lei das S.A.	28
3. CONCEITOS RELACIONADOS À MAIORIA E À MINORIA ACIONÁRIA.....	30
3.1. CONCEITO DE ACIONISTA CONTROLADOR	30
3.1.1. Controle Totalitário.....	35
3.1.2. Controle Majoritário.....	36
3.1.3. Controle Minoritário	38
3.1.4. Controle Gerencial	39
3.2. CONCEITOS DE ACIONISTA MAJORITÁRIO E MINORITÁRIO	40
4. A LEI Nº 14.195/2021 E A PROTEÇÃO AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS.....	44
4.1. EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS.....	45
4.2. PROCEDIMENTO LEGISLATIVO.....	45
4.3. PANORAMA DAS ALTERAÇÕES NA LEI DAS S.A.....	49
4.4. ANÁLISE DAS ALTERAÇÕES PROVENIENTES DO CAPÍTULO III DA LEI Nº 14.195/2021 .	50
4.4.1. Dispositivos que não estão Relacionados à Proteção aos Acionistas Minoritários	51

4.4.2. “Transação” com Partes Relacionadas e Alienação ou Contribuição para outra “Empresa” de Ativos, caso o Valor da Operação Corresponda a mais de 50% (cinquenta por cento) dos Ativos da Companhia	51
4.4.3. Aumento do Prazo de Convocação da Assembleia Geral de Companhias Abertas.....	59
4.4.4. Vedação ao Acúmulo das Funções de Presidente do Conselho de Administração e Diretor-Presidente.....	63
4.4.5. Participação Obrigatória de Conselheiros Independentes no Conselho de Administração	67
4.4.6. Permissão e Criação de Ações Ordinárias com Voto Plural.....	71
5. CONCLUSÃO.....	85
REFERÊNCIAS	87

1. INTRODUÇÃO

Analisando-se o número de ofertas públicas realizadas nos últimos quinze anos, foi possível verificar um aumento significativo na quantidade de ofertas públicas de distribuição de ações no ano de 2021¹. Tal movimento é justificado pelo atual crescimento no mercado de capitais brasileiro². De fato, o aumento de ofertas públicas - que podem ser primárias e secundárias, a depender se a subscrição de ações ocorre no momento de emissão de novas ações ou não - implica em um maior aporte de capital nas companhias emissoras de valores mobiliários. Dessa forma, observa-se uma mudança nas opções de investimento do brasileiro, que gradativamente parece estar preferindo adquirir títulos de renda variável, em comparação com a aquisição de títulos de renda fixa.

Com efeito, o estudo realizado e divulgado pela B3³ em 11 de agosto de 2021 - atualmente a única bolsa de valores no Brasil - aponta que houve um crescimento de mais de quarenta e três por cento no número de investidores pessoas físicas na bolsa no primeiro semestre de 2021, quando comparado com o mesmo período do ano anterior.

A alta no financiamento das sociedades anônimas por meio da expressiva participação da poupança popular permite afirmar que o mercado de capitais brasileiro está em franco crescimento e desenvolvimento. Tais mudanças, no entanto, importam nas consequentes atualizações legislativas advindas das preocupações relativas ao aumento de novos acionistas participando em um mercado extremamente volátil. Tais preocupações legislativas, por sua vez, ocorrem essencialmente no âmbito do direito societário e do mercado de capitais.

Cabe, dessa forma, distinguir as espécies de acionistas no mercado de capitais de modo a entender quais se encontram em maior posição de risco frente aos emissores de valores mobiliários. Nesse sentido, existem três tipos de acionistas: o empresário, o especulador e o rendeiro. O primeiro busca ter controle na companhia, dirigindo os negócios e influenciando a gestão social. O especulador enxerga somente a especulação das altas e baixos, o valor bursátil das ações, por conta de sua circulação. Por último, o rendeiro busca, ao virar sócio de uma companhia, ganhar dividendos como fonte de renda.

¹ ANDRADE, Vinícius; LUCCHESI, Cristiane. Volume de IPOs brasileiros bate recorde e deixa 2007 para trás. Bloomberg Línea, 04 ago. 2021. Disponível em: <https://www.bloomberglinea.com.br/2021/08/04/volume-de-ipos-brasileiros-bate-recorde-e-deixa-2007-para-tras/>. Acesso em: 20 de jun. de 2022.

² Congresso 2020: mercado de capitais brasileiro ainda tem muito espaço para crescer. Anbima, 27 de nov. de 2020. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/congresso-2020-mercado-de-capitais-brasileiro-ainda-tem-muito-espaco-para-crescer.htm. Acesso em: 20 de jun. de 2022.

³ Total de investidores pessoa física cresce em 43% no primeiro semestre, mostra estudo da B3. B3, São Paulo, 11 de ago. de 2021. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/renda-variavel.htm. Acesso em: 20 de jun. de 2022.

Assim, pode-se perceber que existem acionistas que buscam participar da tomada de decisões das companhias nas quais injetam capital e outros que não procuram fazer parte nas decisões, mas somente investir e receber os ganhos em capital advindos de seus investimentos.

Nesse sentido, por não integrarem o processo decisório da emissão de valores mobiliários, os acionistas que buscam somente investir têm como maior interesse a tutela de direitos voltados à segurança, rentabilidade e liquidez. De fato, tais direitos são de suma importância, não somente para resguardar o investidor sem poder de decisão, como também para o próprio crescimento e fortalecimento do mercado de capitais.

Cabe ressaltar que não se entende tal segurança como a eliminação de risco inerente ao mercado de renda variável, mas sim como a obediência às regras estabelecidas de antemão e ao princípio do *full and fair disclosure*⁴.

De todo modo, duas figuras são imprescindíveis ao se tratar do direito dos acionistas: o acionista controlador e o minoritário. O conceito do último é considerado, na doutrina brasileira, como dinâmico, visto que depende tanto do poder de voto que cada acionista possui quanto da sua vontade de participar da tomada de decisões da companhia.

Tal entendimento, portanto, poderia englobar tanto os acionistas titulares de ações ordinárias quanto os preferencialistas, que, na maioria das companhias, não possuem direito de voto, ou seja, de deliberar sobre os rumos da sociedade.

Como forma de garantir seus direitos tem-se o princípio da proteção dos acionistas minoritários. Porém, a proteção ao acionista minoritário geralmente vai de encontro com o interesse do acionista controlador.

Em 30 março de 2021 foi publicada no Diário Oficial da União a Medida Provisória nº 1.040/2021 (“MP nº 1.040”), cujo objetivo que se colhe da sua Exposição de Motivos é o de “melhorar o ambiente de negócios no Brasil, bem como impactar positivamente a posição do país na classificação geral do relatório *Doing Business* do Banco Mundial”.

Tal Medida Provisória foi transformada na Lei nº 14.195/2021 (“Lei de Melhoria de Ambiente de Negócios”), publicada no Diário Oficial da União em 27 de agosto de 2021, parcialmente vetada pelo Presidente da República. Esta lei trouxe mudanças significativas à Lei nº 6.404/76. Algumas dessas mudanças estão presentes do Capítulo III, intitulado “Da Proteção dos Acionistas Minoritários”, e, como será analisado no decorrer da monografia, têm a potencialidade de alterar o que se entende por acionista controlador e acionista minoritário.

⁴ Adoção de mecanismos de proteção aos investidores no âmbito do acesso às informações relevantes à tomada de suas decisões no mercado de capitais.

Entende-se que a presente pesquisa não tem a pretensão de esgotar as possíveis análises que podem ser feitas em torno das implicações à proteção dos acionistas minoritários referentes às alterações realizadas pelo Capítulo III da Lei nº 14.195/2021. Isso porque, para além da inerente complexidade e abrangência da matéria, a temática está em efervescência nos âmbitos político e acadêmico, visto a recente promulgação da lei em questão, razão pela qual nenhum posicionamento pode ser visto como fixo ou exato dada a dinâmica da matéria tratada.

Assim, busca-se apresentar os motivos e razões da importância que a temática possui para o direito societário brasileiro atual, demonstrando a evolução da tutela à minoria acionária na história da legislação societária pátria.

De todo modo, em caráter geral, busca-se observar de modo crítico as alterações realizadas pela Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios, principalmente por meio do estudo de como tais modificações afetarão as próprias estruturas e conceitos do direito acionário brasileiro. Busca-se observar, porém de modo específico, como a doutrina norte-americana lida com o instituto do voto plural, tendo em vista sua grande quantidade de literatura a respeito e avançado desenvolvimento de seu mercado de capitais.

A referida compreensão, a qual partiu, primeiramente de uma análise legislativa e doutrinária da proteção à minoria acionária, no Brasil, viabilizou um melhor entendimento sobre as possibilidades inerentes das novas disposições legais sobre o tema.

Traçados os objetivos gerais, o trabalho se direcionou à observação dos seguintes objetivos específicos: (i) indicar quais foram as disposições que tutelaram os direitos da minoria acionária durante o processo histórico das mudanças legislativas brasileiras, assim como seus fundamentos, a partir da Lei nº 6.404/1976; (ii) identificar os conceitos principais envolvendo o acionista minoritário; (iii) apontar quais foram os acréscimos à Lei nº 6.404/1976, e seus fundamentos, promovidos pela Medida Provisória nº 1.040, e posteriormente pela Lei nº 14.195/2021; (iv) averiguar possíveis efeitos que a Lei de Melhoria de Ambiente de Negócios poderá ter no âmbito das estruturas do regime de tutela dos acionistas minoritários no Brasil; e (vi) indicar como a doutrina norte-americana observa o instituto do voto plural.

Para realização desta monografia, foi empregada uma pesquisa classificada como exploratória, com o intuito de obter soluções a indagações e aos problemas relevantes ao tema.

O método utilizado foi o dedutivo, por meio da análise da disciplina e conceitos gerais empregados à proteção dos minoritários para, em momento posterior, analisar o caso específico da Lei nº 14.195/2021 e seus desdobramentos.

A pesquisa tem caráter bibliográfico, documental e comparativo, por meio da utilização de livros e artigos científicos, traçando um paralelo com dados econômicos, sociais, e julgados,

com profunda ênfase na legislação de direito comercial, especialmente referente a direito societário, no que tange à tutela dos minoritários.

A análise bibliográfica foi realizada com vistas da literatura nacional sobre a matéria, visto ser imprescindível o entendimento da melhor literatura pátria sobre a proteção dos acionistas minoritários para, assim, conceber as possíveis ramificações que as mudanças da Lei nº 14.195/2021 trarão ao cenário societário brasileiro. Em tempo, a análise bibliográfica também está estruturada na leitura da literatura norte-americana sobre o instituto do voto plural, país que já permite, com pouca restrição, a existência dele, de forma a possibilitar uma abordagem sob o ponto de vista dos juristas que lidam com os desdobramentos e dificuldades que a implementação do voto plural cria na prática.

A hipótese a ser verificada neste estudo é que as alterações no âmbito da proteção dos acionistas minoritários geradas pela Lei nº 14.195/2021, em especial o voto plural, não alteram o conceito clássico de acionista controlador ou controle e, conseqüentemente, minoria acionária, mas geram sim a sua manutenção.

O marco teórico da monografia tem como objetivos embasar e desenvolver os problemas da temática da proteção aos acionistas minoritários, proveniente das alterações legislativas pela Lei nº 14.195/2021, com os fundamentos e conceitos apresentados pela literatura e estudos essenciais. Dessa forma, a necessidade de entender e definir os termos imprescindíveis à matéria, assim como os princípios e norteadores do tema será suprida pela revisão dessas obras.

Como meio de estudar os fundamentos dos principais dispositivos que tratam da proteção à minoria acionária ao longo do processo histórico de reformas de Lei nº 6.404/1976, assim como embasar as reflexões sobre as mudanças recentes da lei, os ensinamentos e vasto conhecimento apresentados pela obra de Nelson Eizirik (2021) foram imprescindíveis.

Dessa forma, ao se tratar de tutela dos direitos do acionista minoritário, necessita-se também caracterizar e estabelecer os conceitos clássicos referentes aos principais elementos que compõem a tutela dos minoritários. Com o fio de desvendar a dinâmica entre o acionista controlador e os acionistas minoritários, foi necessário subsídio das lições de Fábio Comparato (2014) sobre a matéria. A importância da conceituação do jurista sobre o poder de controle, e seus reflexos tanto nas sociedades anônimas abertas quanto nas fechadas, tema de profundo debate doutrinário, ditou o entendimento sobre como a tutela dos direitos dos acionistas minoritários, que muitas vezes vai de encontro com o princípio majoritário, se adequa ao interesse da companhia

Cabe, ainda, a análise específica do próprio direito dos acionistas e da conceituação pormenorizada e fundamentada do que é a minoria acionária. Nesse condão, Jorge Lobo (2011) apresenta estudo abrangente sobre as garantias e deveres da classe acionária, assim como suas influências.

Assim, a monografia foi estruturada em três seções principais. A primeira traça um recorte dos principais dispositivos garantindo direitos e salvaguardas aos minoritários, partindo da redação original da Lei nº 6.404/1976, percorrendo os momentos de reforma substancial em suas normas, até o momento da publicação da MP nº 1.040.

A segunda seção se dedica a analisar como a melhor doutrina classifica e fundamenta os principais termos e conceitos necessários ao entendimento do instituto de proteção aos acionistas minoritários, como, por exemplo, princípio majoritário, poder de controle, acionista controlador, as diferentes modalidades de controle, acionista majoritário e acionista minoritário.

Por fim, a terceira e última seção estuda todo o processo legislativo que culminou na promulgação da Lei nº 14.195/2021, com seus devidos motivos e justificativas. Analisa-se também as mudanças substanciais que esta lei trouxe à Lei nº 6.404/1976, no âmbito da proteção aos acionistas minoritários, e quais as conclusões que tais dispositivos geram no âmbito da dinâmica entre controladores e minoritários.

2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA PROTEÇÃO AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS A PARTIR DA LEI Nº 6.404/1976

A Lei nº 14.195/2021 não introduziu o instituto da proteção à minoria acionária no ordenamento jurídico brasileiro, que existe desde os primórdios do Direito comercial pátrio, aparecendo inclusive em normas trazidas pelo Código Comercial de 1850⁵.

Nesse sentido, entende-se que o legislador pátrio buscou elaborar, desde o início da regulação mercantil no Brasil, normas de proteção aos minoritários. Porém, a partir de Lei nº 6.404/1976 (“Lei das Sociedades por Ações”, ou simplesmente “Lei das S.A.”), que revoga, dentre outros, os dispositivos anteriores sobre proteção à minoria, é possível observar o início de uma política legislativa continuada de ampliação e modificação do direito dos acionistas, e que, no cenário atual, implicou nas alterações normativas apresentadas pela Lei nº 14.195/2021.

Assim, de forma a propiciar um entendimento e contextualização mais robusto às alterações trazidas no texto desta lei, será feito um exercício de recapitulação das alterações legislativas realizadas a partir da Lei das S.A., que modificaram ou impactaram o instituto da proteção à minoria acionária.

Ao longo deste estudo, será abordada tal política legislativa de ampliação dos direitos dos acionistas e suas implicações nas modificações legislativas que começaram com a Lei das S.A., e depois a modificaram, no tocante à proteção dos acionistas minoritários. De forma a estruturar tal análise, serão estabelecidos critérios de identificação dos diferentes dispositivos da Lei 6.404/1976 que tratam deste tema, conforme se segue.

2.1. CRITÉRIOS

Os dispositivos da Lei das S.A. serão analisados e separados em quatro grupos, a depender de seu momento de sua introdução na referida lei. Essa divisão tem como função metodológica discernir os diferentes momentos da política legislativa nacional predominantemente de ampliação dos direitos dos acionistas⁶, assim como apresentar os momentos de grandes reformas à legislação comercial brasileira e seus motivos.

⁵ Cite-se o artigo 331 - A maioria dos sócios não tem faculdade de entrar em operações diversas das convencionadas no contrato sem o consentimento unânime de todos os sócios. Nos mais casos todos os negócios sociais serão decididos pelo voto da maioria, computado pela forma prescrita no artigo nº. 486.

⁶ Como será abordado no decorrer deste estudo, houve momentos que o legislador suprimiu direitos dos minoritários, como, por exemplo, a Lei nº 9.457/1997, que revogou o art. 254 da Lei das S.A., que previa o direito de saída conjunta (*tag-along*).

Cabe mencionar que serão separados os dispositivos que garantem proteção especificamente aos acionistas minoritários, sejam estes detentores de ações ordinárias ou preferenciais, e não qualquer dispositivo que garanta direitos a acionistas e, por conta disto, também se beneficiem os minoritários.

Também não serão analisados, nesta seção, dispositivos que vieram a ser alterados substancialmente pela Lei nº 14.195/2021, mesmo que já tratassem de proteção aos acionistas minoritários anteriormente à lei referida.

Dessa forma, os dispositivos da Lei nº 6.404/1976 serão divididos nos seguintes grupos: (i) dispositivos originais; (ii) dispositivos revisados após a promulgação da Lei das S.A.; (iii) dispositivos adicionados após a promulgação da Lei das S.A.; e (iv) dispositivos revogados e posteriormente reinseridos na Lei das S.A.

2.1.1. Dispositivos Originais

A Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda (“EM nº 196/1976”), foi enviada ao Presidente da República Ernesto Geisel acompanhando o projeto de Lei das Sociedades por Ações. Além da Exposição de Motivos CDE nº 14, de 25 de junho de 1974, que estabeleceu as diretrizes para pautar a elaboração do projeto de lei, a EM nº 196/1976 procurou apresentar os fundamentos que embasaram as diversas normas promulgadas pela lei.

O item 4 apresenta, de antemão, o objetivo de fortalecer o mercado de capitais de risco no País, mas sem renunciar à segurança e à proteção ao acionista minoritário:

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

Percebe-se, portanto, a prioridade do legislador em garantir segurança à minoria, ou seja, que somente corra riscos naquilo que for previsto em regras definidas. Além disso, as

normas de proteção aos minoritários revestem-se, por escolha do legislador, de caráter cogente⁷, ou seja, que devem ser integralmente cumpridas.

Dessa forma, a Lei nº 6.404/1976 elevou as normas de proteção aos acionistas minoritários a um *status* de evidência, sendo reiterado diversas vezes no decorrer da EM nº 196/1976 o cuidado com esta proteção. Tal Exposição de Motivos, por sua vez, refletiu-se na criação de dispositivos na Lei das S.A. que tutelaram os direitos das minorias. A partir de agora, serão classificados – como direitos políticos, patrimoniais ou institucionais- e analisados os dispositivos originários desta lei que não foram posteriormente alterados ou revogados, ou seja, continuam, desde 1976 até hoje, vigentes e com a mesma redação.

2.1.1.1. Direitos Políticos

Como direito político comum a todos os minoritários cite-se o art. 87, §2º, da Lei das S.A. que prevê, independentemente da classe ou espécie da ação, o direito a um voto na assembleia de constituição da sociedade, sendo vedado à maioria alterar o projeto de estatuto, ocorrendo somente com a unanimidade dos subscritores. De mesmo modo, mas em momento oposto no período de existência da companhia, nas assembleias gerais que deliberarem sobre liquidação, todas as ações terão direito de voto, conforme o art. 213, §1º.

Tem-se, também, o art. 123, parágrafo único, b, da Lei das S.A., que dispõe sobre a possibilidade de convocação da assembleia geral por qualquer acionista, no caso de atraso na convocação pelo administrador por sessenta dias, nos casos previstos em lei ou no estatuto.

Esta previsão independe da participação do acionista no capital social, ou se as ações de titularidade do acionista referido são ordinárias ou preferenciais, com ou sem direito de voto, garantido ao minoritário a possibilidade de convocá-la. No entanto, deve-se ressaltar que o acionista só adquire legitimidade para convocar a assembleia geral quando a administração falha em a convocar, segundo entende Nelson Eizirik (2021, v. 2, p. 384-385).

Aos acionistas titulares de ações preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito, o art. 161, §4º, a, prevê o direito de eleger em separado um membro do conselho fiscal e seu suplente, direito assegurado igualmente aos acionistas minoritários que representem, em

⁷ EM nº 196/1976: “c) a modernização da estrutura jurídica da grande empresa não pode ser imposta inopinadamente, mas exige um período mais ou menos longo para ser absorvida por empresários, pelo mercado e pelos investidores; daí o Projeto ter adotado, sempre que possível, a forma de opções abertas à empresa, que as adotará se e quando julgar conveniente (títulos novos, formas de administração, grupamentos de empresas e outros), não obstante as normas de proteção ao minoritário se revestirem de caráter cogente (comportamento e responsabilidade dos administradores, informações ao público, direitos intangíveis dos acionistas e outras);”.

conjunto, dez por cento ou mais das ações com direito a voto. A importância de eleição de um membro e seu suplente ao conselho fiscal por cada um dos grupos apresentados acima se dá, principalmente, nas prerrogativas de atuação independente destes conselheiros, conforme será visto abaixo, dado que os dispositivos que disciplinam esta atuação não se encaixam como “originais” à Lei das S.A.

De modo mais específico, tem-se como direitos políticos dos acionistas preferenciais o art. 111, §§1º, 2º e 3º, da Lei das S.A., que prevê salvaguarda às ações preferenciais sem direito de voto, ou com direito de voto restrito, concedendo-o na hipótese de a companhia deixar de pagar, pelo prazo que seu estatuto social previr, mas que não seja superior a três exercícios consecutivos, os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus. Tal aquisição de direito de voto perdurará até que os dividendos sejam pagos, caso não sejam cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos atrasados. O §3º garante ao estatuto o poder de estipular que a concessão do direito de voto prevista nas hipóteses anteriores começará a vigorar do momento do fim da implantação do empreendimento inicial da companhia.

O fundamento da aquisição do direito de voto supramencionada, tida como sanção, é, segundo Mauricio Menezes (2022, p. 454) “assegurar a efetividade quanto ao pagamento da remuneração das ações preferenciais por meio da distribuição de dividendos fixos ou mínimos”. Cabe frisar que é um direito essencial do acionista a participação dos lucros sociais, ou seja, percepção de dividendos, conforme disposto no art. 109, I.

O art. 18, *caput*, da Lei das S.A. prevê a possibilidade de o estatuto assegurar o direito de eleger um ou mais membros dos órgãos de administração, em votação em separado, aos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais. Já o art. 125, parágrafo único, garante o direito de assistência, opinião e debate em assembleias aos acionistas sem direito de voto.

O art. 221, *caput*, da Lei das S.A. prevê a necessidade de aprovação unânime dos acionistas, salvo se previsto de forma diversa no estatuto ou contrato social, à deliberação sobre transformação da sociedade. Caso haja dissidência, a ele será garantido o direito de retirada.

2.1.1.2. Direitos Patrimoniais

O art. 202, §1º, Lei das S.A. prevê, quando a parcela de lucros, representante do dividendo obrigatório, for estabelecida no estatuto, que ela seja fixada como porcentagem de lucro ou capital social ou outro critério que não sujeite os minoritários ao arbítrio da administração ou da maioria.

No sentido de não sujeição do minoritário às decisões da administração e maioria há, conforme já apresentado na seção anterior, o direito de o acionista participar dos lucros sociais da companhia, previsto no art. 109, I. Veda-se a privação deste direito, seja por decisão da assembleia geral ou pelo estatuto social, caracterizando-o, assim, como direito essencial⁸.

O art. 203 prevê que a criação de reservas estatutárias, para contingências e de lucros a realizar e a retenção de lucros, dispostos nos arts. 194 a 197, e 202, da Lei das S.A., não prejudicarão o direito de receber dividendos fixos ou mínimos aos minoritários preferenciais que tenham prioridade.

O art. 215, §2º, é uma salvaguarda ao disposto no §1º do dispositivo. Tem-se que a assembleia geral possui competência para fazer rateios entre os acionistas à proporção dos haveres sociais apurados, em momento posterior ao pagamento da totalidade dos credores, porém antes de ultimada a liquidação. O §2º, por sua vez, prevê restrições a esta partilha do ativo remanescente para proteger a minoria, no caso de as condições da partilha terem como objetivo favorecer a maioria e, em consequência, prejudicar o minoritário. Se tal favorecimento for provado pelo acionista dissidente da deliberação que o aprovou, a partilha será suspensa, na hipótese de ainda não ter sido consumada, ou se já houver, os majoritários ficarão obrigados a indenizar a minoria pelos prejuízos.

2.1.1.3. Direitos Institucionais

É direito dos acionistas minoritários que representem, pelo menos, cinco por cento do capital social, o pedido de exibição integral dos livros sociais caso sejam apontados atos que atentem contra a lei ou contra o estatuto, ou haja fundada suspeita de irregularidades graves, conforme disposto no art. 105, da Lei das S.A., assim como o pedido de informações ao administrador e conselho fiscal, conforme arts. 157, §1º, e 163, §6º, da Lei das S.A., respectivamente.

Outro direito destes acionistas é a possibilidade de entrar com ação de dissolução da companhia, conforme art. 206, II, b, da Lei das S.A., no caso em que haja prova da impossibilidade de a sociedade realizar a sua finalidade – ou seja, objeto social.

⁸ “Os direitos essenciais e imutáveis se opõem, assim, aos chamados direitos não essenciais ou sociais, que podem ser modificados ou mesmo afastados por deliberação majoritária. [...] A LSA dispõe, no artigo 109, que são direitos essenciais do acionista os de: (a) participar dos lucros sociais; (b) participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; (c) fiscalizar, na forma prevista na lei, a gestão dos negócios sociais; (d) preferência para subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição; e (e) retirar-se da sociedade nos casos previstos na lei” (LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 221, 223-224).

Os acionistas que representam, pelo menos, cinco por cento do capital social, em companhias fechadas, terão o direito de receber convocação à assembleia geral por telegrama ou carta registrada, conforme art. 124, §3º, da Lei das S.A.

O art. 161, §2º, prevê que o conselho fiscal seja instalado pela assembleia geral, nos casos em que não seja de funcionamento permanente, a pedido de acionistas representantes de, no mínimo, dez por cento das ações com direito de voto ou cinco por cento das ações sem direito de voto. O término de seu período de funcionamento ocorrerá na primeira assembleia geral ordinária após sua instalação.

A porcentagem de dez por cento das ações com direito de voto, no entanto, foi derogada tacitamente com a inclusão da alínea d ao parágrafo único do art. 123, que trata de convocação por acionistas minoritários de assembleia geral para instalação do conselho fiscal por acionistas que representem no mínimo cinco por cento do capital votante ou cinco por cento dos acionistas sem direito de voto. Visto que esta inclusão ocorreu com a Lei nº 9457/1997, posterior à Lei nº 6.404/1976 que criou o art. 161, §2º, adota-se a uniformização dos percentuais para o requerimento de instalação do conselho fiscal, ou seja, cinco por cento das ações votantes ou cinco por cento das ações sem direito de voto (EIZIRIK, 2021, v. 3, p. 247).

2.1.2. Dispositivos Revisados Após a Promulgação da Lei das S.A

A seguir, serão apresentados os dispositivos que foram introduzidos pela Lei nº 6.404/1976, porém vieram a ser posteriormente modificados. Tal revisão da Lei das S.A. demonstra a continuação da política legislativa predominantemente de ampliação do direito dos acionistas minoritários, e é possível identificar dois grandes marcos nas alterações das normas da Lei das S.A. Trata-se da promulgação da Lei nº 9.457/1997⁹ e da promulgação da Lei nº 10.303/2001.

Essas duas leis, portanto, foram as principais modificadoras de dispositivos originais da Lei das S.A. que tinham como matéria a proteção das minorias. Como posteriormente será posto, também foram essas leis que trouxeram as principais inclusões de novos dispositivos sobre proteção aos acionistas minoritários.

⁹ Note-se que, mesmo que esta lei tenha, em sua maioria, trazido proteção aos minoritários, também revogou o art. 254, que previa o direito de saída conjunta (*tag-along*) a estes acionistas. Portanto, não se pode falar de política absoluta de ampliação do direito dos acionistas minoritários, e sim em política legislativa que, em regra, buscou a ampliação dos direitos dos acionistas minoritários, havendo exceções pontuais.

Importante ponderar, no entanto, sobre a proteção aos minoritários proveniente da Lei 9.457/1997. Diversos dispositivos da Lei das S.A. foram revisados por esta norma, mantendo ou trazendo, de forma inovadora, garantias e seguranças à minoria, conforme se verá adiante. No entanto, os textos legais que garantiam proteção da minoria acionária, quais sejam, o art. 254 e os parágrafos 1º e 2º do 255, foram revogados pela lei; ao mesmo tempo em que o *caput* do 255 foi alterado.

A Justificação da lei, conforme pode ser consultada no Diário da Câmara do Deputados em 10 de janeiro de 1997, se posiciona a respeito destes dispositivos, que tratam da oferta pública de aquisição de ações em hipótese de alienação de controle, afirmando que:

A intenção de proteger os minoritários através desse dispositivo, porém, produziu efeitos opostos aos pretendidos pelos legisladores. A razão é simples.

A oferta pública impõe a quem queira adquirir o controle acionário uma obrigação adicional. Ao desembolso referente à aquisição do controle soma-se uma segunda necessidade de dispêndio, neste caso em favor dos minoritários. Ora, em geral a alienação de controle se faz necessária no caso de empresas em dificuldade, necessitadas de aporte de capitais. É evidente que a necessidade de injeção de capital na empresa adquirida conflita frontalmente com a obrigação de fazer oferta pública aos acionistas minoritários, da qual resultará dispêndio de recursos não revertidos em favor da capitalização da empresa adquirida.

Dessa maneira, a obrigatoriedade da oferta pública produz o pior dos mundos. Ao mesmo tempo, inibe e dificulta processos de alienação de controle necessários ao saneamento de empresas e produz situação desfavorável aos minoritários, uma vez que o não saneamento de uma empresa resulta em queda do valor de suas ações, no que se prejudicam, mais que todos, os acionistas minoritários.

Tendo em vista não compor o escopo deste estudo a análise pormenorizada da Lei 9.457/1997, não cabe indagar se esta justificação obteve o resultado almejado¹⁰. O que cabe

¹⁰ Sobre a opção do legislador em 1997: “Argüia-se que a manutenção do tag along tornar-se-ia muito onerosa, senão inviabilizaria a aquisição do controle das estatais, sobretudo das sociedades de telecomunicações. Como bem adverte Fábio Ulhoa Coelho, a partir de meados dos anos 60 as companhias de telecomunicações passaram a implantar um mecanismo de autofinanciamento para a expansão das redes de telefonia. Este mecanismo corresponde ao que se denominava PEX (plano de expansão) e PCT (plano comunitário de telefonia). Em rápidas palavras, os planos consistiam no seguinte: a rede de telefonia era expandida para certa região, sendo os custos de tal implantação rateados entre os particulares que desejavam adquirir um terminal telefônico na região a ser expandida. Quando a rede estava pronta, o acervo patrimonial era transferido para a companhia telefônica como integralização de aumento de capital social com a emissão de novas ações. Ao final da aprovação do aumento de capital social as novas ações eram distribuídas aos particulares que participaram do rateio do plano (PEX ou PCT). Assim sendo, o particular adquiria, ao mesmo tempo, um terminal telefônico e um lote de ações da companhia. Imagine-se que com esta técnica o número de acionistas das companhias telefônicas aumentou sobremaneira. Se a aquisição do controle obrigasse a oferta pública para aquisição das ações dos minoritários, a operação seria muito mais cara ou até mesmo inviável” (SOUSA, 2007, p. 280-281); e “A verdade é que a União e também os Estados que, de modo geral, também trilham o caminho da privatização foram os grandes beneficiados com a revogação do art. 254 da LSA, recebendo dos adquirentes do controle das empresas estatais a totalidade dos prêmios de controle. Não foram, porém, os únicos: os acionistas controladores que alienaram o controle de suas companhias abertas nesse período também se aproveitaram da dispensa da obrigatoriedade da OPA a posteriori” (PENNA, 2012, p. 62).

identificar é que a revogação ou alteração dos dispositivos que tratavam de direitos do minoritários foram elaboradas, pelo legislador, sob a justificativa de favorecer os minoritários.

É importante mencionar que a Lei nº 13.874/2019, ou Lei da Liberdade Econômica trouxe importantes alterações legislativas à Lei das S.A., assim como estabeleceu diversas garantias de livre mercado. No entanto, tal lei não apresentou nenhuma mudança significativa ao regime da proteção dos acionistas minoritários; logo, não será abordada.

2.1.2.1. Direitos Políticos

O art. 123, parágrafo único, c, da Lei das S.A., modificado pela Lei nº 9.457/1997, garante a qualquer acionista que represente, no mínimo, cinco por cento do capital social, o direito de convocar a assembleia geral no caso de os administradores não atenderem a pedido de convocação por ele feito, devidamente fundamentado, em um prazo de oito dias. A modificação desta alínea foi em garantir tal direito a qualquer acionista, e não só aos acionistas com direito a voto, como era na redação original.

O art. 136, §1º, da Lei das S.A., modificado pela Lei nº 9.457/1997, apresenta prazo improrrogável de um ano para aprovação prévia ou ratificação de mais da metade dos acionistas preferenciais de cada classe de ações prejudicadas, em assembleia especial de preferencialistas, sobre as matérias dispostas no art. 136, I e II, da Lei das S.A. A alteração da Lei nº 9.457/1997 somente adicionou o prazo de um ano, que pode ser entendido como forma de dar segurança jurídica às deliberações. Todavia, é importante salientar que a Lei nº 13.303/2001 removeu do rol de matérias que poderiam ser discutidas pela assembleia especial de acionistas preferenciais o aumento de classes de ações ordinárias existentes, o que, a bem da verdade, tirou um direito dos acionistas preferenciais.

O art. 45, §4º, da Lei das S.A. foi modificado pela Lei nº 9.457/1997, porém não faz revisão a uma norma pré-existente, e sim inova em disposição totalmente diversa, só mantendo o número do parágrafo do antigo dispositivo. Tal parágrafo trata da nomeação de peritos que irão avaliar as ações para efeito de reembolso, a qual ocorrerá a partir da escolha, em assembleia geral, por deliberação tomada por maioria absoluta de votos, com votos em branco não computados, e, independentemente de espécie ou classe, cada ação terá direito a um voto.

Este parágrafo está atrelado ao §1º do mesmo artigo, também alterado em 1997. Sua redação previu a abertura de exceção à vedação de valor de reembolso inferior ao valor de patrimônio líquido das ações, conforme constava na antiga redação do parágrafo. Com a alteração, o estatuto social recebeu a competência de estabelecer normas para a determinação

do valor de reembolso abaixo do valor do patrimônio líquido apontado no último balanço aprovado pela assembleia geral de acionistas. Se o reembolso for, dessa forma, estipulado com base no valor econômico da sociedade, tal valor será apurado conforme regra de escolha de avaliador (perito) disciplinada pelo §4º do art. 45, conforme analisada acima.

Conforme abordado na seção 2.1.1.1., o art. 161, §4º, disciplina a eleição de membro e suplente do conselho fiscal por acionistas minoritários. Contudo, para entender as garantias e proteções que tal dispositivo propicia, deve-se analisar o art. 163, I e IV, e §2º.

Entende-se como competência do conselho fiscal “fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento de seus deveres legais e estatutários” assim como “denunciar, por qualquer de seus membros, aos órgãos de administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à assembleia-geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia”, conforme disposto nos incisos I e IV do art. 163.

Nota-se que estas duas competências são apenas duas das oito apresentadas no referido artigo. O que as diferencia das demais, no entanto, é a possibilidade de qualquer membro do conselho fiscal poder, isoladamente, exercer os direitos previstos nesses dois incisos.

Esta mesma semelhança está presente no §2º deste artigo, que dispõe que o conselho fiscal solicitará, a pedido de qualquer de seus membros, informações ou esclarecimentos, assim como elaboração de demonstrações financeiras e contábeis especiais, à administração da companhia. Esta solicitação, cabe ressaltar, deve ser relativa à sua função fiscalizadora.

Este denominador comum entre os incisos I e IV, e o §2º do art. 163, ou seja, a competência de qualquer um dos membros do conselho fiscal de atuar de forma independente, justifica a proteção aos acionistas prevista no art. 161, §4º ao disciplinar a eleição de membro e suplente do conselho fiscal por acionistas minoritários. Não há, nos casos mencionados, necessidade de colegialidade. Logo, o representante dos minoritários no conselho fiscal tem, com previsão em lei, garantias para exercer seus direitos de fiscalização, denúncia e solicitação de informações contábeis.

2.1.2.2. Direitos Patrimoniais

O direito de retirada, previsto no art. 137, da Lei das S.A., é um direito que, teoricamente, beneficia qualquer acionista dissidente das deliberações elencada no rol do art. 136, seja ele controlador ou minoritário. Todavia, é um direito essencial e uma das principais formas de proteção aos minoritários porque, na prática, é o minoritário, seja ele detentor de

ações ordinárias ou preferenciais, que se vale de tal direito a reembolso. A vontade deliberada pela companhia passível de haver dissidência é a vontade, em regra, de seus controladores consoante o próprio preceito legal - art. 116, *caput*, a.

Observa-se que o rol do art. 137 não é exaustivo, assim como não são todas as deliberações do art. 136 passíveis de direito de retirada – vide incisos VII, VIII e X, que tratam de cessação do estado de liquidação da companhia, criação de partes beneficiárias e dissolução da companhia, respectivamente. No entanto, as causas passíveis de direito de retirada são sim exauridas na Lei das S.A., nos diversos dispositivos que a preveem, conforme pode ser entendido no inciso V do art. 109.

A redação dada pela Lei nº 10.303/2001 amplia os casos passíveis de direito de retirada, mas vale mencionar que tal lei modifica também o inciso II deste mesmo dispositivo, que, no entanto, não era um inciso originário da Lei das S.A., e sim um inciso trazido pela Lei nº 9.457/1997. A modificação ocorreu no sentido de vedar o direito de retirada ao titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, em caso de fusão ou incorporação da companhia, ou sua participação em grupo de sociedades. Cabe mencionar que a Lei nº 13.129/2015 introduziu na Lei das S.A. um novo caso passível de direito de retirada, na forma do art.136-A. No entanto, por se tratar de inclusão na lei, e não em alteração, será analisado na seção 2.1.3.

A Lei nº 10.303/2001 modificou, também, todo o art. 17, que trata das preferências ou vantagens das ações preferenciais, não exaurindo, porém, todas as possíveis vantagens dessas ações. Por se tratar de diversas vantagens, e todas na ordem patrimonial, não será feita análise das modificações realizadas pela Lei nº 10.303/2001, inclusive contando com algumas inclusões que, pelo mesmo motivo, não serão abordadas posteriormente, bastando a conclusão de que esta lei alterou todo art. 17, a fim de garantir mais benefícios às ações preferenciais. A título de exemplo, no entanto, o §1º prevê que somente serão negociadas no mercado de valores mobiliários as ações preferenciais que, caso não tenham o direito de voto, ou o tenham restrito, possuem ao menos uma das vantagens ou preferências dispostas nos incisos I, II e III seguintes.

Cabe, ainda, uma exceção à redação do §2º do referido artigo, visto que sua alteração trouxe a possibilidade de o estatuto prever outras preferências ou vantagens aos acionistas sem direito a voto ou com voto restrito, além das previstas na lei.

O art. 202, 2º, da Lei das S.A., modificado pela Lei nº 10.303/2001, porém sem alteração material substancial, garante piso mínimo do dividendo obrigatório em vinte e cinco por cento do lucro líquido ajustado nos termos do inciso I do mesmo artigo, na hipótese de deliberação pela assembleia geral de forma a suprir omissão no estatuto social.

2.1.2.3. Direitos Institucionais

O art. 126, §3º, da Lei das S.A. foi modificado pela Lei nº 9.457/1997, que remove do direito de pedido da relação de endereços dos acionistas representados na assembleia geral, o requisito de ter como finalidade remeter um novo pedido de procuração. O objetivo deste dispositivo foi tornar possível ao acionista minoritário organizar melhor o seu exercício de direito de voto.

2.1.3. Dispositivos Adicionados Após a Promulgação da Lei das S.A.

Esta seção tratará das inovações à Lei das S.A. após sua promulgação. Se na seção anterior tratou-se das modificações dos dispositivos já existentes da referida lei, nesta o foco será nos dispositivos adicionados ao texto da Lei nº 6.404/1976, que promoveram importantes proteções aos acionistas minoritários.

Após análise das normas brasileiras que se propuseram a editar a Lei das S.A., chegou-se à conclusão de que, igualmente às modificações das normas já existentes na referida lei, as inovações ao texto também foram resultado das Leis nº 9.457/1997 e nº 10.303/2001, seguindo a política legislativa predominantemente de ampliação dos direitos dos acionistas minoritários.

2.1.3.1. Direitos Políticos

O art. 124, §5º, da Lei das S.A., incluído pela Lei nº 10.303/2001, confere o direito, a qualquer acionista, de pedido à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) para aumento ou interrupção do prazo de antecedência da publicação de anúncios de convocação da assembleia geral.

O art. 44, §6º, da Lei das S.A., incluído pela Lei nº 10.303/2001, dispõe sobre o resgate de ações de uma ou mais classe, que só será efetuado em assembleia especial, e se for aprovado por metade, no mínimo, das ações das classes atingidas. Há a salvaguarda, no entanto, de que o estatuto social pode dispor em contrário.

2.1.3.2. Direitos Patrimoniais

O art. 4º, §4º, da Lei das S.A., incluído pela Lei nº 10.303/2001, prevê aos minoritários de companhia aberta o direito de vender a totalidade de suas ações ao acionista ou grupo controlador, conforme preço justo, por meio de uma oferta pública de aquisição de ações em circulação no mercado – conhecida como OPA. No entanto, tal previsão somente ocorre caso o controlador opte por cancelar o registro de companhia aberta, “fechando” assim o capital da sociedade.

Tal disposição é regulamentada ainda pela Resolução CVM nº 85, de 31 de março de 2022, que estabelece o procedimento aplicável a ser seguido quando da oferta pública de aquisição de ações, assim como o processo de registro destas ofertas.

O art. 202, §6º, da Lei das S.A., introduzido por meio da Lei nº 10.303/2001, disciplina que os lucros que não se destinam à formação de reservas, conforme arts. 193 a 197, devem ser pagos como dividendos.

Conforme mencionado na seção 2.1.2.2., a Lei nº 13.129/2015 introduziu na Lei das S.A. um novo caso passível de direito de retirada. Trata-se do art. 136-A, que prevê a possibilidade dos acionistas dissidentes de deliberação sobre inserção de cláusula arbitral no estatuto social se retirarem da companhia, por meio de reembolso no valor de suas ações. Esta possibilidade de retirada em caso de dissidência em deliberação sobre inserção de cláusula compromissória está em consonância com o inciso V do art. 109, que prevê como direito essencial todas as possibilidades de retirada da sociedade nos casos previstos na Lei das Sociedades por Ações.

2.1.3.3. Direitos Institucionais

O art. 4º-A, *caput* e §1º, da Lei das S.A., incluído pela Lei nº 10.303/2001, dispõe o direito de requerimento aos administradores da companhia que convoquem assembleia especial, por conta dos acionistas titulares de, no mínimo, dez por cento das ações em circulação no mercado. O objetivo de tal assembleia é tratar do valor de avaliação da companhia em razão do direito de oferta pública de aquisição de ações dos minoritários em caso de cancelamento de registro de companhia aberta.

O art. 141, §4º, I e II, e §5º, da Lei das S.A., incluídos pela Lei nº 10.303/2001, dispõem sobre a possibilidade de eleição e destituição de um membro do conselho de administração e seu suplente, em votação em separado na assembleia geral, aos minoritários, tanto titulares de ações ordinárias, perfazendo no mínimo quinze por cento do total das ações com direito a voto, quanto titulares de ações preferenciais sem direito de voto ou com direito de voto restrito,

perfazendo no mínimo dez por cento do capital social. Há possibilidade, caso tal quórum não seja atingido, dos minoritários titulares de ações ordinárias e titulares de ações preferenciais agregarem suas ações e elegerem, em conjunto, um membro do conselho de administração e seu suplente.

É facultado aos acionistas minoritários que representem, no mínimo, ou cinco por cento do capital votante, ou cinco por cento dos acionistas sem direito a voto, convocarem assembleia geral quando os administradores não atenderem, no prazo de oitos dias, pedido de convocação de assembleia para instalação do conselho fiscal, conforme dispõe o art. 123, parágrafo único, d, incluído pela Lei nº 9.457/1997.

2.1.4. Dispositivos Revogados e Posteriormente Reinseridos na Lei das S.A.

Somente dois dispositivos foram revogados e depois incluídos novamente na Lei das S.A. que envolvem proteção aos acionistas minoritários. Tem-se, assim, os arts. 137, *caput*, e 254-A.

O *caput* do art. 137 teve sua redação alterada, pela primeira vez, pela Lei nº 7.958/1989, denominada “Lei Lobão”¹¹. Com esta alteração, deliberações sobre a incorporação da companhia em outra, fusão e cisão, previstas à época no art. 136, VI, que originariamente ensejariam o direito de retirada aos dissidentes, não mais o podiam fazer. Observou-se, assim, a revogação desta previsão de direito de retirada, de modo similar ao que ocorreu com o art. 254, como será observado nesta mesma seção.

Em 1997, com a promulgação da Lei nº 9.457, as deliberações sobre fusão e incorporação de companhias foram designadas ao inciso IV do art. 136, e a cisão foi designada ao inciso IX. A Lei, no entanto, ao ampliar o rol de deliberações que ensejariam o direito de retirada aos dissidentes, fez menção, entre outros incisos, ao IV. Ocorre que não previu este direito ao inciso IX. Desta forma, deliberações sobre cisão permaneceram não ensejando o direito de retirada. Somente em 2001, com a Lei nº 10.303, a cisão retornou ao *caput* do art. 137, que ampliou ao inciso IX do art. 136 a possibilidade de retirada dos acionistas dissidentes.

¹¹ De acordo com a Exposição Justificativa do Projeto de Lei nº 182/1989, que viria a se tornar a Lei nº 7.958/1989: “Duas hipóteses, dentre as enumeradas pelo art. 136 da Lei 6.404/76 mostraram-se na prática destes últimos dez anos, contrárias ao livre desenvolvimento das empresas constituídas pela modalidade de ações. Trata-se da incorporação, fusão ou cisão e participação em grupo de sociedade. Tais providências sempre resultam em crescimento dos negócios sociais, não justificando, sobretudo na incorporação ou fusão, a retirada do dissidente através do processo desgastante da apuração de patrimônio líquido, muitas vezes usado abusivamente para, através da criação de embaraços, obterem-se vantagens indevidas”.

Já o art. 254-A foi revogado pela Lei nº 9.457/1997, e posteriormente foi reinsertido pela Lei nº 10.303/2001. No que concerne o *caput*, a redação atual disciplina a obrigação do adquirente, em caso de alienação direta ou indireta do controle da companhia, fazer aquisição pública de aquisição das ações com direito a voto dos demais acionistas da companhia.

Ao reinsertir o artigo na seção VI da Lei das S.A., destinada à divulgação relacionada à alienação de controle, o legislador optou por não adotar a mesma numeração que o anterior, assim como adicionar novos dispositivos disciplinando o pagamento de parte do valor pela aquisição do controle ou prêmio de permanência.

3. CONCEITOS RELACIONADOS À MAIORIA E À MINORIA ACIONÁRIA

Os conceitos que serão abordados nesta seção são apresentados como forma de representar o que a melhor doutrina define como acionista controlador, majoritário, minoritário e controle acionário. Estas são definições clássicas, as quais posteriormente serão comparadas com as alterações da Lei das Sociedades por Ações e, a partir deste estudo, entender se ocorre manutenção destes conceitos ou se a Lei nº 14.195/2021 cumulado também na necessidade de novo esforço doutrinário na identificação de minoria e maioria acionária, e, conseqüentemente, controle.

Inicialmente será analisado o significado de acionista controlador, a partir dos requisitos necessários para configurá-lo e os tipos de controle adotados pela doutrina. Em seguida, serão diferenciados os acionistas majoritários dos minoritários, tendo em vista que seus conceitos são provenientes do conceito de controlador.

3.1. CONCEITO DE ACIONISTA CONTROLADOR

O conceito de acionista controlador está disposto, de forma expressa, na Lei das S.A. O estudo sobre a figura do controle acionário já existia mesmo na primeira metade do século XX - mais especificamente a partir da década de 1930¹² -, porém sua definição normativa foi uma inovação da Lei nº 6.404/1976. Essa escolha dos autores do projeto que viria a se tornar a Lei das Sociedades por Ações, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, pode ser compreendida a partir da Seção IV do Capítulo X da Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976:

O artigo 116 dá "status" próprio, no direito brasileiro, à figura do "acionista controlador". Esta é inovação em que a norma jurídica visa a encontrar-se com a realidade econômica subjacente. Com efeito, é de todos sabido que as pessoas jurídicas têm o comportamento e a idoneidade de quem as controla, mas nem sempre o exercício desse poder é responsável, ou atingível pela lei, porque se oculta atrás do véu dos procuradores ou dos terceiros eleitos para administrar a sociedade. Ocorre que a empresa, sobretudo na escala que lhe impõe a economia moderna, tem poder e importância social de tal maneira relevantes na comunidade que os que a dirigem devem assumir a primeira cena na vida econômica, seja para fruir do justo

¹² Nesse sentido, obra de destaque do início do século XX, pioneira no estudo da figura do controlador foi "The Modern Corporation and Private Property", de Adolf Berle Jr. e Gardiner C. Means, publicada em 1932. Sobre o estudo do acionista controlador: "Desde a regulação da companhia como sociedade comercial, no século XIX, as companhias são controladas por um acionista, ou grupo de acionistas, cujo objetivo é exercer em sua maioria, a função de empresário, e não apenas de investidor de capital, mas o fenômeno do controle da companhia somente passou a ser estudado a partir da década de 1930; e até a LSA nenhuma legislação havia reconhecido a existência do acionista controlador e regulado sua função" (LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 591-592).

reconhecimento pelos benefícios que geram, seja para responder pelos agravos a que dão causa. O tema cresce em importância quando se considera que o controlador, muitas vezes, é sociedade ou grupo estrangeiro, que fica, por força de sua origem, excluído até mesmo das sanções morais da comunidade.

O princípio básico adotado pelo Projeto, e que constitui o padrão para apreciar o comportamento do acionista controlador, é o de que o exercício do poder de controle só é legítimo para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e enquanto respeita e atende lealmente aos direitos e interesses de todos aqueles vinculados à empresa - o que nela trabalham, os acionistas minoritários, os investidores do mercado e os membros da comunidade em que atua.

A caracterização do "acionista controlador" é definida no parágrafo único do artigo 116 e pressupõe, além da maioria dos votos, o efetivo exercício do poder de controle para dirigir a companhia. Exemplificando, no artigo 117, modalidades mais frequentes de exercício abusivo do poder pelo controlador, o Projeto não exclui outras hipóteses, que a vida e a aplicação da lei se incumbirão de evidenciar.

Assim, os arts. 116, “a” e “b”¹³, e 117, §1º, “a” e “c”¹⁴ apresentam os requisitos necessários à caracterização do controlador e, a partir dessa definição, estabelecem as responsabilidades inerentes deste controle.

Note-se que a norma não determina a caracterização do acionista controlador em razão da titularidade de um percentual mínimo de ações votantes, mas sim tendo em vista o exercício efetivo na tomada de decisão das atividades da sociedade. Nessa definição, o acionista controlador pode ser tanto pessoa singular, seja natural ou jurídica, quanto um grupo de pessoas – ou seja, o poder de controle¹⁵ pode ser tanto individual quanto compartilhado. Neste último caso, de acordo com Alfredo Lamy Filho e José Luiz Pedreira (2017, p. 591) adota-se a expressão “grupo controlador” para designar o grupo que se adequa aos requisitos do art. 116.

Hodiernamente se vê, com mais frequência em companhias abertas, fundos de investimento exercendo o poder de controle, e, conseqüentemente, figurando como acionistas controladores. Nesse sentido, caberá a cada fundo, em seu regulamento, indicar quem exerce

¹³ 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 assembleia-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.

¹⁴ Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. § 1º São modalidades de exercício abusivo de poder: a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional; [...] c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia; [...]

¹⁵ “A definição do poder de dominação ou controle, na sociedade anônima - já o dissemos - é sempre feita em função da assembleia-geral, pois é ela o órgão primário ou imediato da corporação, que investe todos os demais e constitui a última instância decisória”. (COMPARATO, 2014, p. 43); “Poder de controle é o poder supremo da estrutura hierárquica da companhia exercido pelo acionista controlador – titular da maioria pré-constituída dos votos na Assembleia Geral”. (LAMY; PEDREIRA, 2017, p. 598)

internamente o poder de gestão e, conseqüentemente, irá efetivamente exercer o controle das companhias nas quais o fundo investe.

Entende-se, portanto, que a regra do *caput* do art. 116, que autoriza as pessoas naturais ou jurídicas, ou o grupo de pessoas, a possibilidade de serem controladores é flexibilizada, tendo em vista que os fundos de investimentos têm natureza jurídica condominial, não possuindo personalidade jurídica. Tal aceitação do fundo como acionista controlador é percebida pela própria CVM, de acordo com sua Resolução nº 85/2022, art. 3º, I¹⁶.

Seguindo a redação do *caput* do art. 116, acrescido de suas alíneas “a” e “b”, tem-se 4 requisitos cumulativos necessários à caracterização de um acionista como controlador, quais sejam: (i) titularidade de direitos de sócios que lhe assegurem; (ii) de modo permanente; (iii) maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger maioria dos administradores da sociedade; e (iv) uso efetivo de seu poder para dirigir as atividades da sociedade e orientar o funcionamento dos seus órgãos.

O primeiro ponto a ser analisado nestes requisitos é que o legislador optou por não adotar a titularidade de ações como parâmetro para se caracterizar o acionista controlador. Em vez disso, optou pela titularidade de direito de sócios, ampliando a possibilidade de usufrutuários das ações de uma companhia poderem figurar como controladores¹⁷. Os direitos de sócios que o dispositivo trata, no entanto, diz respeito aos direitos políticos.

¹⁶ “Art. 3º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por: I – acionista controlador: a pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, direto ou indireto, que: a) seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia;”. Entende-se, portanto, que Fundos de Ações, Fundos Multimercado, e, principalmente, Fundos de Investimentos em Participações têm a competência para exercer o poder de controle. Note-se que estes últimos não só têm competência para exercer o poder de controle como também têm como requisito de existência uma participação no processo decisório das sociedades cujas ações emitidas compõem suas carteiras, conforme arts. 5º e 6º da Instrução CVM 578/2016. Já com relação à natureza jurídica dos fundos de investimentos, tem-se: “A Instrução CVM nº 555, de 17.12.2014 dispõe sobre normas gerais que regem a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Em seu artigo 3º, a Instrução define fundo de investimento como ‘uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros’. Assim, os fundos de investimento organizam-se, juridicamente, sob a forma de condomínio, sem personalidade jurídica, constituindo uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteiras compostas pelos mais diversos ativos financeiros, como títulos da dívida pública, ações, debêntures e outros títulos ou contratos existentes no mercado”. (EIZIRIK, 2019, p. 123)

¹⁷ “O acionista controlador, em regra, tem a qualidade de acionista porque os direitos de voto são conferidos pelas ações a seus proprietários, mas a lei usa a expressão “titular de direitos de sócio” para abranger a hipótese de esses direitos serem exercidos pelo usufrutuário das ações. O direito de voto não pode ser transferido separadamente da propriedade da ação (v. § 103-6), mas a lei admite que o instrumento que institui usufruto possa atribuir o direito de voto ao usufrutuário, ao nu-proprietário, ou distribuí-lo entre ambos (v. § 103-2); e como é controvertido se o usufrutuário é acionista, a lei refere-se a titular dos direitos de sócio para não deixar dúvida de que o usufrutuário que exerce o direito de voto (e o poder de controle) tem os deveres e responsabilidades de acionista controlador” (LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 592).

O segundo requisito a ser analisado é a expressão “de modo permanente”. Existe, no entanto, divergência doutrinária referente à conceituação do termo “permanente”. A vertente minoritária, sustentada por Modesto Carvalhosa (2011, v. 2, p. 574), defende:

A expressão "de modo permanente" contida no presente dispositivo quer significar que existe um acionista ou um grupo deles que, possuindo 50% mais uma das ações votantes, não poderá ser destituído do seu direito de eleger a maioria dos administradores por parte de qualquer outro grupo de acionistas e que, por isso mesmo, efetivamente exerce, sempre, esse direito. Essa maioria absoluta do capital votante outorga, outrossim, ao controlador o direito de, sempre, deliberar majoritariamente em matérias próprias das assembleias gerais. E reveste a administração por ele eleita do caráter de estabilidade, na medida em que a maioria dos seus membros somente poderá ser destituída por ele, controlador.

Já Nelson Eizirik (2021, v. 2, p. 261-262), doutrinador que compõe a vertente majoritária referente ao significado da expressão “permanente” encontrada na alínea a do art. 116, sintetiza o conceito da seguinte forma:

Não fixando o dispositivo os contornos do que se deva entender como “permanente”, pode ser seguido o parâmetro estabelecido por ocasião da edição da Resolução nº 401/1976, do Conselho Monetário Nacional, hoje revogada, expressamente, pela Resolução nº 2.927/2002. O item IV daquela Resolução considerava como controlador o acionista titular de ações que assegurassem a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas 3 (três) últimas assembleias gerais.

O requisito referente à maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger maioria dos administradores da sociedade é objetivo, sem margens para diferentes interpretações. Cabe frisar, no entanto, que existe a possibilidade de um grupo de acionistas ter a maioria dos votos em deliberações da assembleia geral e não poder eleger a maioria dos administradores, seja por conta de disposição estatutária ou de acordo de acionistas neste sentido, não sendo, assim, grupo controlador.

Por último, tem-se o requisito de exercício efetivo do poder de controle. Trata-se da necessidade de o acionista controlador exercer efetivamente seu poder para orientar o funcionamento dos órgãos da companhia e dirigir as atividades sociais, ou seja, exercício de fato do poder de controle. A Lei das Sociedades por Ações entende que o exercício efetivo do poder de controle não se restringe ao exercício de voto, sendo os instrumentos de atuação do controlador mais amplos que o direito de voto¹⁸. Observa-se, na prática, a ausência de exercício

¹⁸ “O acionista controlador passa a ser órgão da companhia e sua influência, conforme reconhece a lei, não se restringe ao voto na assembleia. Antes ao contrário, diversas disposições legais deixam claro que o acionista

efetivo do poder de controle em casos de transmissão *causa mortis* ou de sucessão legítima ou testamentária das ações e, conseqüentemente, dos direitos de sócio provenientes destas ações por um herdeiro desqualificado tecnicamente para tomar decisões em prol da companhia.¹⁹

Importa observar que a caracterização do acionista controlador, por não ser realizada por meio de um critério mais objetivo como percentual mínimo de ações votantes, deve ser auferida de acordo com cada situação em particular, de forma a verificar se o acionista usa efetivamente o seu poder para dirigir os negócios sociais.

Após a análise de todos os critérios necessários à caracterização de acionista controlador a partir da redação do art. 116 da Lei das S.A., ensina Nelson Eizirik (2021, v. 2, p. 260) sobre a conceituação do controlador:

A Lei das S.A. considera como acionista controlador aquele que, de fato, comanda os negócios sociais, fazendo prevalecer, de modo permanente, sua vontade nas deliberações assembleares, elegendo a maioria dos administradores da companhia e utilizando o seu poder para determinar, efetivamente, os rumos da sociedade. Tal preponderância da vontade do acionista controlador pode ocorrer diretamente, quando ele é acionista da companhia, ou indiretamente, quando ele é acionista controlador da sociedade controladora.

A partir desta definição, percebe-se que o poder de controle pode ser exercido tanto de forma direta quanto indireta. Tal poder, quando exercido diretamente, implica no controle por conta de acionista da própria companhia. Já na modalidade indireta, o controle é exercido por acionista de sociedade controladora.

Partindo-se da conceituação de acionista controlador, de modo amplo, cabe analisar como este controle ocorre na forma prática, por meio de suas diferentes modalidades. Nesse sentido, Fábio Comparato (2014, p. 43-44) introduz o tema dissociando a ideia de que a titularidade de maior número de ações votantes equivale ao controle:

À primeira vista, o controle interno, isto é, aquele cujo titular atua no interior da própria sociedade, parece fundar-se, unicamente, na propriedade acionária. Sua legitimidade e intensidade dependeriam, em última análise, do número de ações ou votos de que se é titular, proporcionalmente à totalidade dos sufrágios possíveis.

controlador pode e deve orientar os negócios sociais e as atividades dos órgãos de administração, evidentemente sempre no interesse social” (Processo Administrativo Sancionador CVM nº 04/1999, Rel. Dir. Luiz Antônio de Sampaio Campos, j. 17.04.2002).

¹⁹ “O requisito de que a pessoa (ou grupo de pessoas) exerça efetivamente o poder de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia se explica porque a definição do artigo 116 da Lei abrange pessoas naturais, e a experiência mostra que há pessoas naturais que, embora sejam titulares da maioria dos votos, não exercem efetivamente o poder de controle, como no caso da viúva do empresário que o sucede na maioria dos direitos de voto mas deixa a administração da companhia entregue aos administradores profissionais em que o marido confiava, sem exercer efetivamente o poder de controle” (LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 593).

No entanto, um dos fenômenos básicos da sociedade anônima moderna, já anunciado *ante litteram* por Karl Marx e largamente demonstrado, pela primeira vez, na célebre pesquisa de Berle e Means nos Estados Unidos, com base em dados estatísticos de 1929, é a possibilidade de dissociação entre propriedade acionária e poder de comando empresarial, fenômeno que constituirá um tema recorrente desta nossa exposição. Foi, justamente, à luz dessa realidade fundamental que aqueles autores americanos propuseram uma classificação do controle interno em cinco espécies, que nos parece um valioso ponto de partida para a nossa discussão.

Cabe mencionar, de antemão, que o “controle interno” da companhia se configura como o controle fundamentado nos direitos de voto conferidos pelas ações. Isso porque, conforme recepcionado pela doutrina e jurisprudência pátria, há como desenvolver-se um “controle externo”, caracterizado como “não acionário, exercido mediante a influência dominante, o qual, porém, não está previsto na Lei das S.A. A influência dominante constitui um controle externo quando se estende a toda a atividade desenvolvida pela empresa ‘controlada’, em caráter duradouro, sem que esta última possa subtrair-se à influência, sem séria ameaça de sofrer grave prejuízo econômico” (EIZIRIK, 2021, v. 2, p. 258).

No entanto, por não se tratar de controle acionário, o controle externo não traz implicações ao direito societário, e em especial às hipóteses de abuso de poder previstas no art. 117, §1º. A Lei das Sociedades por Ações não adota a influência dominante, que seria a presente no controle externo, mas sim a influência significativa, conforme art. 243, §1º, que dispõe que a participação societária possibilita seu titular ter poderes suficientes para intervir internamente em sociedades coligadas.

A partir desse entendimento de dissociação entre titularidade de quantidade mais expressiva de ações com direito de voto e o controle do poder político da sociedade pode-se vislumbrar a existência de 4 modalidades de controle interno, de identificação prática mais complexa que a distinção teórica: (i) totalitário; (ii) majoritário; (iii) minoritário; e (iv) gerencial.²⁰

3.1.1. Controle Totalitário

O controle totalitário é caracterizado pelo exercício do controle por quem é titular do total de ações com direito a voto. Esta modalidade ocorre em sociedades unipessoais, ou seja, que possuem somente um sócio. Note-se que a unipessoalidade não é admitida, em regra, nas sociedades anônimas, sendo autorizada no âmbito das sociedades limitadas, conforme art.

²⁰ Optou-se por analisar somente as modalidades de controle interno, já que a distinção entre o controle interno e o externo já foi objeto de apreciação anteriormente, não sendo apreciado, portanto, o controle obtido mediante expedientes legais mencionado por Fábio Comparato (2014, p. 44).

1.052, §2º, do Código Civil de 2002 (“CC/02”), cuja redação foi dada pela Lei nº 13.874/2019 (também conhecida como Lei da Liberdade Econômica).

No entanto, tal vedação nas companhias possui duas exceções: (i) a sociedade subsidiária integral, tutelada pelo art. 251 da Lei das S.A., configurada como unipessoal permanente; e (ii) a sociedade anônima que, excetuada a hipótese anterior, só possui um acionista, devendo, desde a assembleia geral ordinária que verificar a unipessoalidade, até a assembleia geral ordinária do ano seguinte, agregar no mínimo mais um acionista, configurada tal situação como unipessoalidade temporária, na regra do art. 206, I, d.

Caracterizada esta modalidade de controle, proposta por Adolf Berle Jr. e Gardiner Means (1984, p. 86), observa-se que, tanto doutrinariamente quanto no âmbito legislativo, tal modelo não deve ser assimilado. Segundo o Fábio Comparato (2014, p. 45):

Na sociedade unipessoal, não há nenhum outro interesse interno a ser levado em consideração, na aplicação das normas legais, além do interesse do titular único do capital social. Por isso mesmo, perdem eficácia todas as regras para regular conflitos de interesse entre sócios. Basta, no entanto, que exista um só outro acionista, titular de uma única ação, ainda que sem direito de voto, para que se dissipe o caráter totalitário do controle e reapareça a possibilidade de conflitos de interesse entre sócios.

O que ocorre na Lei das Sociedades por Ações são quóruns especiais, em dispositivos específicos, que preveem a necessidade da aprovação unânime dos acionistas titulares de direito de voto – existindo até dispositivos que preveem a consentimento unânime dos acionistas tanto com direito de voto quanto os sem. A título exemplificativo tem-se a unanimidade de consentimento de todos os acionistas, com ou sem direito de voto, para mudar o tipo societário da companhia, caso tal mudança não esteja prevista no estatuto social, conforme art. 221, assim como no caso de alteração do projeto de estatuto social deliberado em assembleia de constituição, conforme art. 87, §2º.

3.1.2. Controle Majoritário

O controle majoritário é o tipo de controle que as companhias brasileiras com mais frequência adotam. O seu conceito clássico é definido pelo exercício do controle por quem é titular da maioria das ações com direito a voto (EIZIRIK, 2021, v. 2, p. 262). Trata-se de conceito clássico tendo em vista o regime adotado pelo legislador brasileiro, desde 1932, de uma ação um voto.

A modalidade do controle majoritário deriva do princípio majoritário, conforme discorrem Egberto Teixeira e José Alexandre Guerreiro (1979, p. 291):

Governam-se as sociedades anônimas pelo princípio majoritário. Salvo as hipóteses excepcionais previstas no art. 136, que dizem respeito a matéria que afetam mais profundamente a vida social e o relacionamento entre a companhia e seus acionistas, e que por isso mesmo pressupõem quorum qualificado, subordinam-se as deliberações sociais, em regra, ao consentimento de titulares de ações que representem a maioria absoluta de votos de acionistas presentes à Assembleia Geral, não se computando os votos em branco, consoante a norma do art. 129. Em ambos os casos - regra e exceção - atua soberano o referido princípio majoritário, conferindo e assegurando aos titulares de maior número de ações (já que a cada ação corresponde um voto), a prevalência nas decisões assembleares, determinando a expressão da vontade coletiva da companhia e vinculando a generalidade dos acionistas, mesmo os ausentes e dissidentes. É evidente que as ações cujo número resulta na predominância deliberativa são somente aquelas dotadas do direito de voto.

Cabe, ainda, subdividir o controle majoritário entre o simples e o absoluto. Tal diferença se dá devido à existência, ou não, de uma minoria qualificada. O controle majoritário simples sofre restrição ao poder de controle por conta da minoria qualificada, que pode exercer, conforme as disposições da lei, certos direitos, como por exemplo a possibilidade de o acionista, com cinco por cento do capital sem direito a voto ou dez por cento do capital votante, poder requerer a instalação do conselho fiscal da companhia cujo funcionamento não seja permanente, conforme art. 161, §2º. Já na modalidade de controle majoritário absoluto, não há minoria qualificada que preencha esse e outros requisitos previstos em lei, conforme entendimento de Fábio Comparato (2014, p. 53).

Por fim, retomando a noção de permanência apresentada na alínea a do art. 116, tem-se que a vertente minoritária da doutrina identifica que o único tipo de controle que se adequa como permanente é o majoritário, pois é o único tipo de controle em que o acionista controlador não pode ter seu direito de eleger a maioria da administração destituído. Nesse sentido, Modesto Carvalhosa (2011, v. 2, p. 574) afirma que: “As ações de controle, portanto, têm qualidade diversa daquelas dos minoritários votantes e não votantes (preferencialistas), que outorgam aos primeiros direitos e deveres absolutamente próprios”.

No entanto, tal posicionamento de Modesto Carvalhosa não encontra o respaldo da vertente majoritária, que aceita outras formas de controle societário, como será analisado a seguir.

3.1.3. Controle Minoritário

O controle minoritário, conhecido também como *working control*, é definido pelo exercício do controle por quem não é titular da maioria das ações com direito a voto, mas cujo poder é proveniente de conflitos, ou pulverização das ações, ou ainda pela abstenção de voto dos demais titulares de ações votantes²¹. De acordo com Nelson Eizirik (2021, v. 2, p. 264), este controle caracteriza-se quando:

[...] dada a dispersão da companhia no mercado, um acionista ou grupo de acionistas exerce o poder de controle com menos da metade do capital votante, uma vez que nenhum outro acionista ou grupo está organizado ou detém maior volume de ações com direito de voto. A Lei das S.A., ao não exigir, neste artigo, um percentual mínimo de ações para definir o controle acionário, admitiu implicitamente o controle minoritário.

O reconhecimento do controle minoritário, no entanto, não está explícito no art. 116 da Lei das Sociedades por Ações. Trata-se de um conjunto de regras na lei que possibilitam a existência dessa modalidade. No entanto, cabe salientar que a verificação de controle pelo minoritário deve ser analisada caso a caso, e nunca ser presumida. Fábio Comparato (2014, p. 55) e Ana Frazão (2022, p. 503) ensinam sobre a disposição normativa desta forma de controle, respectivamente:

A existência de um controle minoritário está implicitamente reconhecida na lei ao fixar as regras de quorum e maioria no funcionamento da assembleia-geral. A norma geral é que a reunião se instala, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem no mínimo um quarto do capital social com direito de voto – que normalmente pode constituir apenas metade do capital total (Lei nº 6.404, art. 15, § 2º), salvo exceções - e, em segunda convocação, com qualquer número (art. 125). Tratando-se de reforma estatutária, é necessária, para a validade da deliberação em assembleia, a presença de acionistas representando dois terços do capital votante em primeira convocação e qualquer número de detentores de ações votantes em segunda convocação (art. 135).

Teoricamente, portanto, um só acionista, detentor de uma única ação, pode constituir a assembleia. A hipótese, aliás, nada tem de irreal; ela ocorreu efetivamente na França, e foi reconhecida como legal pelo Judiciário.

Parte-se da premissa de que, a partir do momento em que a Lei nº 6.404/1976 exige o requisito da efetividade para a definição do controle – sem fazer qualquer tipo de diferenciação entre os tipos de controle – é porque admitiu outras formas de controle que não apenas os decorrentes da maioria da participação societária votante ou da maioria dos votos conferidos pelas ações com direito a voto, no caso de voto plural. Trata-se, além de tudo, da conclusão mais compatível com a dinâmica do fenômeno do poder, que dificilmente pode ser capturado apenas por critérios legais rígidos.

²¹ “Nesse sentido é possível que um acionista minoritário exerça o controle de uma companhia quando (i) o capital social da companhia é altamente disperso ou (ii) o acionista que detém a maior parcela do capital votante e os demais acionistas minoritários não possuem interesse na condução dos negócios sociais” (MARTINS NETO, 2015, p. 30).

Dessa forma, pelo fato de o art. 116 não ter adotado como requisito a titularidade de um número mínimo de ações para caracterizar um acionista controlador, e sim o efetivo exercício do poder de dominação, mostra-se claro que a Lei das Sociedades por Ações admitiu o controle minoritário implicitamente, conforme ensina Rodrigo Castro (2010, p. 180). Já a questão da expressão “permanente”, requisito do art. 116, a, conforme tratado na seção 3.1., é entendida pela vertente majoritária da doutrina como a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias gerais.

Fábio Comparato (2014, p. 57) conclui que, se bem estruturado em companhia com grande dispersão acionária, um controle minoritário pode ter atuação tão eficiente quanto um controle majoritário.

3.1.4. Controle Gerencial

O controle gerencial, conhecido também como controle pulverizado ou *management control*, decorre do exercício do controle por administradores profissionais, membros da diretoria e do conselho de administração. Ocorre esta modalidade de controle especialmente em companhias com uma dispersão acionária mais exacerbada, sem que exista bloco de ações assegurando o poder de controle, o que se dá com maior frequência em países com o mercado de capitais mais desenvolvido, conforme ensina Alexandre Ramos (2020, p. 390):

Quanto aos fatos históricos relevantes, merece destaque o desenvolvimento dos mercados financeiros e de capitais a partir do século XX, sobretudo nos EUA, o que acarretou uma mudança sensível na estrutura das grandes companhias, as quais passaram a ter o capital cada vez mais pulverizado (fenômeno da dispersão acionária), o que permitiu que empresas passassem a ter controle minoritário ou gerencial. Nessas situações, a gestão das companhias não cabia mais aos seus verdadeiros donos (proprietários da maioria das ações), mas àqueles administradores (acionistas minoritários ou mesmo pessoas estranhas ao quadro social) que, por sua competência/eficiência, conseguiam se eleger nas assembleias anuais. Enfim, pela primeira vez na história se verificava uma separação entre propriedade e controle dos meios de produção.

Esta forma de controle, ao contrário do controle minoritário, não foi adotada pela Lei das S.A., tanto implicitamente quanto explicitamente. O art. 116, que por excelência caracteriza a figura do acionista controlador, não dá margem aos administradores caracterizarem-se como controladores, tendo em vista seus parâmetros objetivos não estarem atendidos por esta modalidade. A implicação que isto acarreta é, de acordo com Nelson Eizirik (2021, v. 2, p. 267) a não adequação dos administradores nas responsabilidades previstos nos arts. 116, parágrafo

único, e 117, na alienação do controle acionário prevista no art. 254-A, nem na votação em separado relativo à eleição de membros do conselho de administração, prevista no art. 141, §4º.

No entanto, o que ocorre na prática é que, mesmo com a não caracterização de poder de controle nos parâmetros da lei, o exercício do poder de controle de fato pode estar nas mãos da administração, a depender da configuração acionária²² da companhia, como já ocorre no Brasil²³. De fato, o controle gerencial pode estar presente nas companhias em que esta organização acionária impossibilita qualquer acionista de ter, em caráter permanente, condições de eleger a maioria dos administradores, assim como impor, nas deliberações das assembleias gerais, sua vontade.

3.2. CONCEITOS DE ACIONISTA MAJORITÁRIO E MINORITÁRIO

Na seção anterior analisou-se a definição de acionista controlador, assim como seus principais desdobramentos e modalidades. Tal exercício foi necessário, considerando que esta monografia trata de proteção aos minoritários, devido ao fato de que a definição de acionista minoritário possui relação com o poder de controle.

Antes da possibilidade de ações não terem direito a voto, a maioria e a minoria eram facilmente identificáveis, bastava analisar qual acionista possuía a “metade mais um” das ações para caracterizar a maioria, e, conseqüentemente, qual acionista possuía a “metade menos um” das ações para caracterizar a minoria. Após a Lei das Sociedades por Ações admitir a criação de ações preferenciais sem direito de voto, a própria utilização do termo maioria acionária cai em desuso, conforme ensina Calixto Salomão Filho (2014, p. 58):

A maioria ausente não é uma maioria, como deixam claro os arts. 125, 135 e 136 da mesma lei. O primeiro e o segundo, ao preverem quóruns especiais para a primeira convocação de Assembleias Gerais Ordinárias e Extraordinárias, deixam claro que a mesma Assembleia poderá instalar-se em segunda convocação com qualquer quórum, i. e., que pode prevalecer o voto da minoria caso a maioria esteja ausente. O último dispositivo, ao prever a obrigatoriedade da aquiescência da maioria dos acionistas com direito a voto para as deliberações nele enumeradas, deixa claro, a *contrario sensu*, que

²² “Exemplo clássico da dissociação entre propriedade e controle, o chamado poder gerencial acentua, de maneira particularmente ilustrativa, instituição de uma possível dominação burocrática em que a crença na legitimidade. De forma mais intensa, depende da estrutura formal da sociedade anônima e dos mecanismos legais capazes de assegurar o domínio. Dentre esses últimos, avultam os pedidos de procurações (*proxy solicitations*) formulados pelos administradores para se manterem no poder, e admitidos por nossa lei de 1976 (art. 126, §2º). Mas é imperioso reconhecer que o *management control* somente se estabiliza (e propicia a dominação) quando tem o suporte das *proxies*, ou seja, quando não lhe falta o apoio dos acionistas” (GUERREIRO, 1984, p. 78).

²³ “Verificou-se, a partir de 2006, a adoção, por um número crescente de companhias abertas brasileiras, do modelo denominado de ‘controle pulverizado’, também chamado ‘controle gerencial’, no qual não se identifica a figura do acionista controlador.

as deliberações que ali não estejam enumeradas poderão ser aprovadas por acionistas representando a minoria do capital com direito a voto. Em face de todas essas manifestações claras do legislador não é de espantar que a doutrina se negue a usar o termo acionista majoritário, afirmando que propositalmente o legislador só emprega o termo acionista controlador. A redação do art. 116 da lei societária nada mais é do que uma confirmação desse fato.

Dessa forma, levando-se em consideração a dissociação entre poder de controle e titularidade de ações, o art. 116, cumulado com a possibilidade de criação de ações sem direito de voto, torna o termo acionista majoritário pouco utilizado, visto que não possui implicações práticas. Não há que se confundir, dessa forma, acionista majoritário e acionista controlador²⁴. Rubens Requião (2011, p. 177) procura, no entanto, definir o termo: “Hoje, na sociedade moderna, nem todos os acionistas têm direito a voto, e o conceito de ‘maioria’ se refere ao maior volume das ações com voto”.

Diferentemente de acionista majoritário, o termo e o conceito de acionista minoritário são de suma importância nas dinâmicas envolvendo o poder de controle. A minoria acionária encontra-se expressamente abordada em diversos dispositivos da Lei das S.A., em especial nos dispositivos que tratam de sua proteção. Tão presente e tão atual é a tutela dos minoritários que todo um capítulo foi dedicado à sua proteção na Lei nº 14.195/2021.

Mesmo sendo referenciado ao longo de toda a Lei das Sociedades por Ações, como, por exemplo, no art. 117, §1º, a, o diploma legal não define acionista minoritário expressamente, da mesma forma que o fez aos acionistas controladores. De fato, a própria conceituação de acionista minoritário pode se revelar tarefa árdua, visto que se deve analisar casuisticamente a sua ocorrência.

Nelson Eizirik identifica os minoritários como todos aqueles que não integram o grupo de controle. Esta classificação não corresponde a um status permanente, podendo vir a ser modificada com futuras mudanças na organização acionária.

O doutrinador também aborda a caracterização de minoritário dada ao acionista titular de direitos de voto que não lhe assegurem a maioria dos votos nas assembleias gerais e ao preferencialista sem direito de voto. Existe doutrina afirmando que o acionista minoritário só

²⁴ “Segundo o conceito ministrado pela lei, entende-se como acionista controlador a pessoa natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas, que seja titular da maioria deliberante nas assembleias, dispondo, destarte, da faculdade de eleger a maioria dos administradores da companhia. Não é preciso, pois, na caracterização do acionista controlador, a titularidade da maioria do capital social, ou mesmo da maioria do capital votante; basta a maioria deliberante concretamente presente nas assembleias gerais, que pode eventualmente ser uma minoria atuante, que exerceria assim o *working control*. Não há, portanto, confundir os conceitos de acionista majoritário com o de acionista controlador” (LEÃES, 1978, p. 252).

pode ser classificado como tal caso possua direito de voto²⁵, excluindo assim os acionistas preferenciais sem esse direito. Nelson Eizirik (2021, v. 2, p. 156-158), no entanto, acredita que esta diferenciação não tem grande impacto na prática, com exceção ao art. 161 que trata da composição do conselho fiscal. Nesse sentido:

Não há um conceito ontológico do que seja a minoria acionária, da mesma forma como ocorre com o controle acionário, que é definido por meio da identificação do grupo que dirige os negócios sociais e faz a companhia realizar seus objetivos.

Uma minoria acionária somente pode ser identificada concretamente, numa dada situação, tendo em vista uma determinada estrutura de poder; não se pode reconhecer uma minoria acionária senão por oposição ao grupo controlador. Daí decorre que são (ou “estão”) acionistas minoritários todos aqueles que não integram o grupo de controle, independentemente de suas motivações pessoais, interesse maior ou menor na gestão social. São irrelevantes, atualmente, para efeitos legais, classificações doutrinárias de acionistas minoritários tendo em vista os objetivos de seu investimento na sociedade (“rendeiros” ou “capitalistas”), a motivação de sua participação (“acionistas especuladores” ou “acionistas empresários”), ou, ainda, sua maior ou menor organização (“minorias orgânicas” ou “anômicas”).

Da mesma forma, hoje já não tem maiores consequências práticas a discussão sobre a qualificação de acionistas minoritários como sendo apenas os titulares de ações ordinárias ou todos os acionistas, votantes ou não, exceto no que diz respeito à composição do conselho fiscal (artigo 161), no qual há membros indicados pelos preferencialistas e pelo minoritários com direito a voto.

Assim, são considerados acionistas minoritários, em princípio, todos aqueles que não fazem parte do grupo controlador, ou, na dicção da Lei das S.A., os titulares das ações em circulação no mercado (artigo 4º, §4º); portanto, acionista minoritário significa acionista não controlador.

Com a devida vênia ao doutrinador, cabe complementação, visto que o art. 161 não é o único a apresentar consequências práticas à discussão sobre a qualificação de acionistas minoritários apenas como detentores de ações votantes ou não. O art. 141, §4º, que trata do direito dos minoritários de votação em separado para eleger ou destituir membro e suplente do conselho de administração, distingue, em seus incisos I e II, para fins de quórum, os titulares de ações com direito de voto e os titulares de ações sem direito de voto ou com direito de voto restrito.

De qualquer forma, o conceito apresentado por Nelson Eizirik não contradiz a possibilidade de controle minoritário, pois esta modalidade decorre do exercício do controle por quem não é titular da maioria das ações com direito a voto, mas cujo poder é proveniente

²⁵ “Nesse sentido: A doutrina estrangeira tem acentuado a dificuldade de formular um conceito unívoco de minoria, sustentado o caráter relativo dos termos maioria e minoria e de como variam em função dos diferentes casos concretos que ocorrem no seio da sociedade anônima. Entre nós, há quem faça a distinção entre o minoritário que se limita a comprar e vender ações e o que luta para se fazer ouvir nas assembleias-gerais: aquele seria acionista passivo ou ausente; este, acionista ativo ou participativo, e, outrossim, há quem não veja diferença entre minoritário e preferencialista, englobando-os na categoria dos ‘não controladores’. A meu ver, acionista minoritário é exclusivamente o titular de ações ordinárias (portanto com direito de voto), que não integra o bloco de controle” (LOBO, 2011, p. 41-42); e “Minoria e maioria são noções que só fazem senso quando referidas ao direito de voto, a assembleias deliberativas ou a colégios eleitorais” (COMPARATO, 2014, p. 242).

de conflitos, ou pulverização das ações, ou ainda pela abstenção de voto dos demais titulares de ações votantes.

Nessa toada, Marlon Tomazette (2019, p. 529), um dos doutrinadores que adota o conceito de acionista minoritário somente em relação ao acionista sem a maioria dos votos na assembleia geral, concorda que a Lei das S.A., em sua grande parte, não diferencia a minoria entre votantes e não votantes:

Diante de tais lições, o conceito de acionistas minoritários estaria ligado aos titulares das ações com direito a voto, que não fizessem parte do grupo que determina a vontade social. Desse modo, tecnicamente não se pode incluir, no conceito de minoritários, os titulares de ações preferenciais sem direito a voto.

Todavia, essa noção técnica de quem são os minoritários não é usada na nossa legislação, que usa a expressão abrangendo todos os acionistas que não são controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto. Em inúmeros dispositivos da Lei n. 6.404/76, como o art. 117, a tutela assegurada aos minoritários se estende a todos os acionistas que não são controladores, independentemente da existência do direito de voto.

Optou-se, nesta monografia, por adotar como integrantes da definição de minoritário tanto os acionistas sem maioria de votos nas assembleias gerais quanto os preferencialistas sem direito de voto. A justificativa para tal opção se dá por uma escolha metodológica, para facilitar a compreensão dos dispositivos da Lei das S.A. devido ao fato de que ela, em diversas disposições, engloba os dois como minoritários. Em síntese, como serão abordadas mudanças na Lei nº 6.404/1976, é mais condizente analisá-las a partir dos entendimentos da própria lei.

Estabelecidos os conceitos, principalmente, de acionista controlador e acionista minoritário, assim como os dispositivos que disciplinam a proteção do último na Lei das S.A., será possível estudar a Lei nº 14.195/2021 e suas implicações ao que, até sua promulgação, se entendia por minoria acionária.

4. A LEI Nº 14.195/2021 E A PROTEÇÃO AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS

A Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021, originária da Medida Provisória nº 1.040 (“MP nº 1.040”), editada pelo Presidente da República, com o objetivo de melhorar o ambiente de negócios e a posição do Brasil na classificação do *Doing Business*, um estudo anual do Banco Mundial que mede, analisa e compara as regulamentações aplicáveis às sociedades empresárias e o seu cumprimento em 190 países.

O texto normativo baseou-se nas categorias do próprio relatório para a organização dos capítulos, dentre os quais um dedicado à Proteção de Acionistas Minoritários, categoria em que o Brasil conquistou a 61ª posição em 2020. À vista de melhorar essa posição, a Lei de Melhoria de Ambiente de Negócios promoveu alterações em diversos artigos da Lei das S.A. em torno dos instrumentos de proteção aos minoritários.

Além das mudanças baseadas nos critérios do *Doing Business*, a então MP nº 1.040 recebeu emendas dos parlamentares durante a tramitação, que incluíram novas alterações na Lei das S.A., com destaque para a permissão à criação de ações ordinárias com voto plural²⁶, conforme será estudado na seção 4.1., infra.

Frisa-se, por fim, que o relatório *Doing Business* foi descontinuado pelo Banco Mundial em 16 de setembro de 2021, após a identificação de irregularidades e suspeitas de fraude em sua apuração, referente aos anos de 2018 e 2020²⁷.

Assim, pode-se concluir que o objetivo da elaboração da Lei nº 14.195/2021 foi elevar a posição do Brasil na classificação do *Doing Business*, que avalia o nível de facilidade de fazer negócios em cada país, por meio das seguintes melhorias no ambiente de negócios: (i) desburocratização da abertura de empresas; (ii) proteção a acionistas minoritários; (iii) facilitação do comércio exterior; e (iv) otimização da execução de contratos e ações de cobrança.

²⁶ Também conhecido como voto privilegiado, voto de qualidade ou voto plúrimo, de acordo com José Lucena (2009, p. 1027). No entanto, Trajano de Miranda Valverde (1959, v. 2, p. 56-57) faz distinção aos termos voto plural e voto privilegiado: “[...] as de voto privilegiado são frequentemente chamadas ações de voto múltiplo ou de voto plural. Mas a sinonímia é inexata, já que, como no direito brasileiro atual, podem haver ações com ou sem direito de voto. E, coexistindo, embora em categoria ou classes diferentes, constitui, evidentemente, um privilégio o direito de voto exercido pelos titulares de ações ordinárias ou comuns, ou pelos acionistas preferenciais de uma classe, se os de outra não o têm. Ações de voto privilegiado é a designação genérica, que serve para assinalar toda e qualquer desigualdade no direito de voto, pelo que abrange as numerosas variedades ou combinações sobre o direito de voto: ações de voto plural, múltiplo, desigual, de direção, ações maiores, etc., designação nem sempre, é verdade, apropriadas”. Para os fins desta monografia, de modo mais pragmático, serão adotados os termos voto privilegiado, voto de qualidade, voto plúrimo e voto plural como sinônimos.

²⁷ Grupo Banco Mundial deixará de publicar o relatório *Doing Business*. The World Bank, 16 de set. de 2021. Disponível em: <https://www.worldbank.org/pt/news/statement/2021/09/16/world-bank-group-to-discontinue-doing-business-report>. Acesso em: 20 de jun. de 2022.

4.1. EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS

A Exposição de Motivos pertinente à MP nº 1.040/2021, que viria a ser convertida na Lei nº 14.195/2021, foi encaminhada ao Presidente da República no dia 18 de março de 2021.

A Exposição de Motivos sintetiza o compromisso assumido e as projeções de evolução na classificação do Brasil após as alterações realizadas na Lei das Sociedades por Ações:

2. O ambiente de negócios é definido pela qualidade dos processos que permeiam o ciclo de vida das empresas. O Banco Mundial prepara todo ano o relatório Doing Business, que avalia o nível de facilidade de se fazer negócios em 190 (cento e noventa) economias, contemplando 10 (dez) indicadores nas principais cidades de cada país, sendo que o Brasil nunca figurou entre os 100 primeiros países classificados, estando na 124º [sic] posição na última edição (2019). Considerando esse histórico o Senhor Presidente da República assumiu, em 22 de janeiro de 2019, no Fórum Econômico Mundial, em Davos, na Suíça, o compromisso de colocar o Brasil no ranking dos 50 melhores países para se fazer negócios. A presente Medida Provisória e suas medidas complementares infralegais envolvem aperfeiçoamentos legislativos que terão o potencial de melhorar nossa posição no relatório para até 65 pontos no Doing Business, perfazendo, neste ato, 30-35% do esforço necessário para atingir o compromisso presidencial de colocar o Brasil no ranking dos 50 melhores países para se fazer negócios.

Há menção, ainda, aos impactos que a Medida Provisória teria em relação à proteção dos acionistas minoritários. Foi explicado que:

4. A proposta também promove aperfeiçoamentos legais com o condão de melhorar a posição do Brasil no indicador "Proteção aos Investidores Minoritários" do relatório Doing Business, com alterações em diversos artigos da Lei nº 6.404, de 1976, conferindo maior poder de decisão aos acionistas, o que inclui os minoritários; elevando o prazo de antecedência para o envio de informações para uso nas assembleias, inclusive aprimorando dispositivos inerentes à comunicação, e vedando o acúmulo de funções entre o principal dirigente da empresa e o presidente do Conselho de Administração, entre outras medidas.

Dessa forma, analisada a motivação por trás da MP nº 1.040/2021, será analisado a seguir o procedimento legislativo que culminou na Lei nº 14.195/2021.

4.2. PROCEDIMENTO LEGISLATIVO

Inicialmente cabe relembrar que o voto plural, consistente na possibilidade de atribuir-se mais de um voto a cada ação, era vedado na Lei das S.A., conforme seu recém revogado art. 110, §2º. No entanto, sua vedação é anterior à lei em vigor, proveniente do Decreto nº 21.536,

de 1932, reproduzido pelo Decreto-Lei nº 2.627/1940, tendo a Lei das Sociedades por Ações simplesmente ratificado a regra prévia.

A exposição de motivos do Decreto nº 21.536/1932²⁸, apresenta as justificativas que embasaram a antiga proibição do voto plural:

Tais inconvenientes se traduziriam particularmente no fato de não poderem os acionistas proprietários da maior parte do capital controlar os atos [sic] da gestão dos interesses sociais por parte da administração, que, dispondo de menor quóta [sic] do capital e de maior número de votos, não se preocuparia em justificar a renovação do seu mandato por prestação de boas contas aos acionistas ordinários [sic]. A êstes [sic], na sociedade anônima [sic], ficariam reservados apenas os riscos, sem possibilidade de intervirem de maneira eficaz, apesar de sua maior quóta [sic] de capital, na administração social, que poderia ser conduzida no sentido do interesse pessoal dos portadores de ações de voto privilegiado.

Daniela Andrei (2019, p. 64) identifica, nesta exposição de motivos, a existência de 04 (quatro) justificativas à vedação do voto plural: “(i) concentração do poder em quem pouco capital investiu na companhia; (ii) tendência a decisões aventureiras por parte da administração, pelo mesmo motivo; (iii) expropriação, dos acionistas não controladores, do valor do prêmio de controle em caso de alienação da empresa, e (iv) ocorrência de abusos por parte do controlador”.

Serão abordados na seção 4.4.6. os benefícios da permissão ao voto plural, porém cabe notar que uma das principais finalidades de acabar com a sua vedação foi atrair ou reter ofertas públicas iniciais de ações no mercado brasileiro, visto que houve casos de companhias que decidiram por abrir seu capital no mercado norte-americano em detrimento do seu país de origem²⁹. Ocorreu inclusive com companhia brasileira, como é o caso da XP Inc., que optou pela NASDAQ, uma das grandes bolsas de valores dos Estados Unidos em vez da B3, tendo como uma das principais justificativas a preocupação em não perder o controle após abrir o capital³⁰ - o que, como será visto adiante, pode ser minimizado com a adoção do voto plural.

A discussão sobre a permissão à adoção do voto plural foi objeto do Projeto de Lei da Câmara nº 10.736, em 2018. Tinha como escopo a revogação do §2º do art. 110, de forma a

²⁸ Publicada no Diário Oficial da União, terça-feira, 21 de junho de 1932, p. 11879.

²⁹ “Tem-se o exemplo da Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd (HKEx), que perdeu a abertura da Alibaba – gigante do e-commerce –, assim como a Singapore Exchange Ltd (SGX), que perdeu a abertura de capital do Manchester United – clube de futebol inglês –, em ambos os casos, para a New York Stock Exchange (NYSE). Reconhecendo a necessidade de se tornarem mais competitivas e atrativas para as companhias interessadas em abrir seus capitais, ambas as bolsas tomaram as medidas necessárias para passar a aceitar o voto plural” (MÜSSINCH, 2022, p. 47).

³⁰ Benchimol justifica estreia na bolsa dos EUA – e não no Brasil. Valor Investe, 11 dez. 2019. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2019/12/11/benchimol-justifica-abertura-de-ipo-no-exterior.ghml>. Acesso em: 20 de jun. de 2022.

acabar com a vedação ao voto privilegiado, o que poderia vigor por até três anos, com a possibilidade de uma única prorrogação por igual período. A redação deste Projeto de Lei só permitia emissão de uma única classe de ações ordinárias com voto plúrimo, em companhias fechadas, não prevendo, no entanto, limite à quantidade de votos por ação, diferentemente do que foi aprovado pela Lei nº 14.195/2021, como será estudado adiante.

Ocorre que este Projeto de Lei recebeu do deputado Helder Salomão, seu relator na Comissão de Desenvolvimento Econômico, Indústria, Comércio e Serviços da Câmara dos Deputados, parecer negativo³¹. No fim, houve sua rejeição em 12 de maio de 2021, sendo arquivado em 26 de maio do mesmo ano.

No dia 29 de março de 2021, o Presidente da República editou a MP nº 1.040. No dia seguinte, ou seja, dia 30 de março, esta Medida Provisória foi publicada no Diário Oficial da União, entrando em vigor, conforme seu art. 34, *caput*, assim como foi enviada ao Congresso Nacional para seguir os trâmites necessários para sua conversão em lei. Cabe mencionar que o processo de tramitação de medida provisória para tornar-se lei ordinária está previsto no art. 62 da Constituição Federal (“CRFB/88”), assim como os ritos internos do Congresso Nacional referentes à tramitação estão disciplinados na Resolução do Congresso Nacional nº 1/2002.

³¹ Sobre os pontos criticados do Projeto de Lei da Câmara nº 10.736/2018, pelo parecer do relator deputado Helder Salomão, em 17 de março de 2021: “Em nosso entendimento, o projeto apresentado não corresponde adequadamente à intenção exarada na justificção. Muito embora o autor mencione que o objetivo estaria relacionado à criação de mecanismo que possibilitasse a preservação do controle do fundador ou do empreendedor por um período limitado de tempo após a abertura da empresa de capital fechado, a proposição não restringe a existência do voto plural a esses casos. Com efeito, nos termos da proposição bastaria a aprovação de acionistas titulares de mais da metade das ações ordinárias em circulação para a criação de uma classe de ações com voto plural. Ademais, a proposição não asseguraria, no processo de abertura de capital, a preservação do grupo de controle existente até a abertura de capital, uma vez que o projeto estipula tão somente que o voto plural pode ser atribuído a ações de titularidade do empreendedor ou do fundador. Entretanto, o fundador, há tempos, pode não mais pertencer ao grupo de controle, e a designação ‘empreendedor’ é por demais incerta para a finalidade proposta. Ademais, os referidos ‘empreendedores’ poderiam ou não estar integrados ao grupo de controle por ocasião da oferta pública inicial de ações. [...] Todavia, consideramos que as consequências poderiam ser, ao contrário, deletérias, podendo acarretar até mesmo ofensa a direitos de acionistas minoritários. Com efeito, os acionistas minoritários derrotados na eleição que atribuisse voto plural a ações de titularidade de fundador ou empreendedor sofreriam uma diluição compulsória em seu poder de deliberação nas assembleias da companhia. Ademais, essa diluição afetaria seus direitos, uma vez que o capital que detivessem em ações com direito a voto não estaria proporcionalmente refletido em seu poder de voto. No que se refere aos investidores da empresa que adquiriram ações no processo de abertura de capital, poderia haver o temor de que viessem a ser, em algum momento, surpreendidos com a realização de uma assembleia geral extraordinária que conferisse voto plural ao fundador ou ao ‘empreendedor’ previamente existente. Ademais, poderia ser questionável a argumentação segundo a qual os investidores poderiam preferir a manutenção, ainda que por um período transitório, do grupo de controle existente por ocasião do processo de abertura de capital. Caso esse interesse de fato exista, bastaria que os novos acionistas conferissem ao grupo de controle anterior procurações para que os representassem nas votações em assembleia, iniciativa que, inclusive, não ocasionaria qualquer diluição do poder de votação dos acionistas minoritários, preservando assim seus direitos.

Dessa forma, a Câmara dos Deputados e o Senado Federal teriam até o dia 28 de maio de 2021 para concluir a possível conversão em lei, com prazo prorrogável até o dia 09 de agosto de 2021, conforme art. 62, §3º, da CRB/88.

Já em 03 de maio de 2021 foi designado o deputado Marco Bertaiolli para ser o relator da MP nº 1.040. A partir do dia 11 do mesmo mês até 09 de junho houve a tramitação com as propostas de emendas e encontros entre o relator, sociedades empresárias, associações, acadêmicas e partes interessadas (“*stakeholders*”), dentre os quais a ABRASCA, ANBIMA, ANCORD, B3 e Febraban.

O voto plural não estava no texto original da MP nº 1.040, visto que a redação desta Medida Provisória foi baseada no relatório do *Doing Business*, e este não fazia menção ao voto plural. Foi, no entanto, proposto pela Emenda nº 17, de autoria do próprio Marco Bertaiolli, em 1º de abril de 2021. Conforme dito anteriormente, este deputado viria a ser designado, em 3 de maio de 2021, relator do projeto de conversão em lei pelo Plenário da Câmara dos Deputados. Dessa forma, protocolou em 13 de maio requerimento para retirar sua emenda, em razão do art. 43, parágrafo único do Regimento Interno da Câmara dos Deputados³², que foi deferido pela Mesa Diretora na mesma data.

No entanto, em 23 de junho, foi aprovado o Projeto de Lei de Conversão nº 15/2021 (“PLV nº 15/2021”) à MP nº 1.040 pela Câmara dos Deputados, resultado de diversas emendas aprovadas parcial ou integralmente, e com o texto da Emenda nº 17 de Marco Bertaiolli modificado, mesmo esta tendo sido retirada. Cabe frisar que este Projeto de Lei ampliou as previsões do antigo Projeto de Lei da Câmara nº 10.736/2018, com mais garantias e salvaguardas. A matéria foi, então, enviada ao Senado Federal.

O Senado Federal, por sua vez, aprovou o PLV nº 15/2021 com alterações em 04 de agosto. Nota-se que a parte relativa ao voto plural, incluindo as alterações aos arts. 15, 16, 110, 125, 135, 136, 215, 243, 252 e 284, da Lei nº 6.404/1976, não sofreram modificações pelo Senado Federal, permanecendo com a mesma redação aprovada anteriormente pela Câmara dos Deputados.

O texto retornou à Câmara de Deputados, que, em 05 de agosto, aprova-o sem alterações e, no dia seguinte, encaminha-o ao Presidente da República para a sua prerrogativa de sanções. Por fim, no dia 26 de agosto de 2021, o Presidente sanciona a MP nº 1.040 com vetos, e no mesmo dia ocorre sua conversão na Lei nº 14.195.

³² Redação do art. 43, parágrafo único do Regime Interno da Câmara dos Deputados - Art. 43. Nenhum Deputado poderá presidir reunião de Comissão quando se debater ou votar matéria da qual seja Autor ou Relator. Parágrafo único. Não poderá o Autor de proposição ser dela Relator, ainda que substituto ou parcial.

4.3. PANORAMA DAS ALTERAÇÕES NA LEI DAS S.A.

A Lei nº 14.195 realizou sete alterações substanciais na Lei das Sociedades por Ações³³, das quais quatro foram alterações originárias da MP nº 1.040, baseadas em critérios do relatório *Doing Business*: (i) transação com partes relacionadas, alienação ou contribuição para outra empresa de ativos³⁴, caso o valor da operação corresponda a mais de cinquenta por cento do valor dos ativos totais da companhia, constantes do último balanço aprovado, como competência privativa da assembleia; (ii) aumento do prazo de convocação da assembleia geral de companhias abertas; (iii) vedação ao acúmulo das funções de presidente do conselho e diretor-presidente; e (iv) participação obrigatória de conselheiros independentes no conselho de administração³⁵.

Tais alterações visam cumprir requisitos do *Doing Business* para o aumento da pontuação do Brasil em sua classificação, como pode ser visto em excerto do estudo internacional:

Extent of shareholder rights index

For each component of the extent of shareholder rights index, a score of 0 is assigned if the answer is no; 1 if yes:

- *Whether the sale of 51% of Buyer's assets requires shareholder approval.*

[...]

Extent of ownership and control index

For each component of the extent of ownership and control index, a score of 0 is assigned if the answer is no; 1 if yes:

- *Whether the same individual cannot be appointed CEO and chairperson of the board of directors.*
- *Whether the board of directors must include independent nonexecutive board members.*

[...]

Extent of corporate transparency index

For each component of the extent of corporate transparency index, a score of 0 is assigned if the answer is no; 1 if yes: [...]

³³ Houve modificação do art. 122, IX, que atualizou sua redação, exigindo a autorização da assembleia geral para possibilitar os administradores a confessarem falência e recuperação judicial, ao invés de falência e concordata, conforme previa a redação anterior. O Decreto-Lei nº 7.661/1945 disciplinava a falência e concordata, porém foi revogado pela Lei nº 11.101/2005, que regulou a falência e a recuperação judicial e extrajudicial, em substituição à concordata, que deixou de existir no ordenamento jurídico pátrio. Dessa forma, a reforma da Lei nº 14.195/2021 apenas atualizou o dispositivo da Lei das S.A. que fazia referência a estes institutos. Por este motivo, o inciso IX do art. 122 não será analisado.

³⁴ A seção 4.4.2. tratará sobre adequação do termo “empresa de ativos”.

³⁵ Note-se que já existia previsão da participação de conselheiros independentes no conselho de administração das empresas públicas e sociedades de economia mista, conforme o art. 22, da Lei nº 13.303/2016. A redação do art. 140, §2º, alterada pela Lei nº 14.195/2021, portanto, ampliou às companhias abertas esta necessidade.

- *Whether a detailed notice of general meeting must be sent 21 calendar days before the meeting.*³⁶

Ademais, foram adicionadas pelo Congresso Nacional, baseadas em demandas do mercado, três alterações à Lei das Sociedades por Ações: (v) o diretor de companhia não precisa necessariamente residir no Brasil; (vi) substituição dos livros sociais por registros eletrônicos em companhias fechadas; e (vii) permissão e criação de ações ordinárias com voto plural.

Com relação à alteração envolvendo o diretor de companhia não precisar necessariamente residir no Brasil, consta na justificção de emenda do deputado Kim Kataguiri que “tal exigência não faz mais sentido, dada a tecnologia e comunicação que temos à disposição, que permite que pessoas exerçam suas funções de qualquer lugar do mundo”. Importa salientar que a dispensa de o diretor de companhia residir no país é de competência facultativa do estatuto social de cada companhia, pois não há a obrigação dele residir no exterior. Ou seja, a não obrigatoriedade de o diretor residir no Brasil pode ser alterada pelo estatuto social.

Tendo em vista a explicação da alteração referente à substituição dos livros sociais por registros eletrônicos em companhias fechadas, consta na justificção de emenda da deputada Adriana Ventura, que o objetivo é equiparar “ao que já é permitido às companhias abertas (art. 100, §2º) [...] contribuindo com a redução dos custos, com a modernização do ambiente de negócios, e impactando positivamente as empresas”.

E, por fim, a última alteração, referente à permissão à criação de ações ordinárias com voto plural, conforme consta na justificção da emenda do deputado Marco Bertaiolli, a permissão ao voto plural busca “facilitar a abertura de capital de empresas [...] por meio de procedimentos como o IPO; gerar atratividade para o ambiente de negócios brasileiro; e aumentar sobremaneira o potencial de financiamento dos empreendimentos no país”.

4.4. ANÁLISE DAS ALTERAÇÕES PROVENIENTES DO CAPÍTULO III DA LEI Nº 14.195/2021

³⁶ Tradução livre: “Índice da extensão de direitos dos acionistas Para cada componente do índice da extensão de direitos dos acionistas, é atribuída uma pontuação de 0 se a resposta for não; 1 se a resposta for sim: Se a venda de 51% dos ativos do Comprador requer a aprovação do acionista. [...] Índice da extensão da propriedade e de controle Para cada componente do índice de propriedade e de controle, é atribuída uma pontuação de 0 se a resposta for não; 1 se sim: Se o mesmo indivíduo não pode ser nomeado CEO e presidente do conselho de administração. Se o conselho de administração deve incluir membros do conselho de administração independentes não executivos. [...] Índice da extensão de transparência empresarial Para cada componente do índice da extensão de transparência empresarial, é atribuída uma pontuação de 0 se a resposta for não; 1 se sim: [...] Se o edital de convocação detalhado da assembleia geral deve ser enviado 21 dias consecutivos antes da reunião”.

A seguir serão analisadas, de forma pormenorizada, cada uma das alterações substanciais à Lei das Sociedades por Ações presentes no Capítulo III. Inicialmente, cabe mencionar que, mesmo localizadas em um capítulo intitulado como “Da Proteção de Acionistas Minoritários”, não são todas as alterações que efetivamente têm algum impacto nos direitos e garantias da minoria. Logo, serão apontados os dispositivos que não se aplicam à proteção dos minoritários e estes não serão analisados.

Da mesma forma, não serão objeto de estudo os dispositivos que simplesmente modificaram sua redação para se adequar a alguma mudança em outro dispositivo a que esteja relacionado na Lei, sem, no entanto, modificar materialmente o que já dispunha. Destarte, não serão referenciados, visto que o objetivo deste estudo é analisar somente as modificações substanciais à Lei das Sociedades por Ações.

4.4.1. Dispositivos que não estão Relacionados à Proteção aos Acionistas Minoritários

Os dois dispositivos que não têm impacto para os acionistas minoritários foram adicionados posteriormente à MP nº 1.040. Entende-se, portanto, que não eram critérios de classificação no relatório *Doing Business*, mas sim demandas do mercado.

Tanto a possibilidade de o diretor de companhia não precisar necessariamente residir no Brasil, quanto a substituição dos livros sociais por registros eletrônicos em companhias fechadas não geram qualquer tipo de influência aos acionistas minoritários de modo geral e não serão objetivo de maior análise.

4.4.2. “Transação” com Partes Relacionadas e Alienação ou Contribuição para outra “Empresa” de Ativos, caso o Valor da Operação Corresponda a mais de 50% (cinquenta por cento) dos Ativos da Companhia

O art. 122, *caput*, anuncia que serão apresentados, em seus incisos, deliberações que somente podem ser tomadas pela assembleia geral, seja ordinária ou extraordinária. Veda, portanto, que tais deliberações possam ser aprovadas pela diretoria ou pelo conselho de administração, competindo aos acionistas decidir pela concordância ou impugnação destas matérias.

Note-se que o art. 121 prevê a existência das assembleias gerais, determinando suas disposições gerais, noções e funções. Sobre a hierarquia deste órgão e sobre a competência

privativa do mesmo em deliberar sobre as matérias constantes nos incisos do artigo subsequente, Nelson Eizirik (2021, v. 2, p. 369-370) ensina que:

A estrutura da companhia é hierarquizada e a assembleia geral constitui o seu órgão supremo; delibera sobre as questões mais importantes, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento (artigo 121).

[...]

A Lei das S.A. elencou expressamente neste artigo as principais atribuições da assembleia geral, estabelecendo um elenco de matérias cuja competência para deliberação é privativa de tal órgão; tratando-se de norma de ordem pública, é ilegal qualquer dispositivo do estatuto social que disponha em sentido contrário.

Dessa forma, os dez incisos do art. 122, *caput*, deverão ser de competência privativa da assembleia geral, não podendo ser delegados a outro órgão, tampouco previstos em sentido contrário pelo estatuto social da companhia³⁷, em virtude de sua relevância e para possibilitar que a decisão sobre elas seja de acordo com o art. 115, *caput* – ou seja, do interesse da companhia. Nesse sentido, dispõe José Lucena (2009, v. 2, p. 24):

No dispositivo comentado, a Lei destacou, como de competência privativa da assembleia geral, matérias de máxima importância e suma gravidade para o governo da companhia, por isso mesmo a serem deliberadas pelo órgão supremo, qual seja a assembleia geral [...]

Ademais, a Lei das S.A. apresenta, em dispositivos dispersos, outras decisões que somente podem ser tomadas pela assembleia geral³⁸. Conclui-se, portanto, que o rol do art. 122 é exemplificativo, podendo tanto a lei prever novas matérias de deliberação exclusiva da assembleia geral, que já não sejam previstas como de competência privativa de outro órgão social³⁹, quanto o próprio estatuto social.

A MP nº 1.040 adicionou o inciso X⁴⁰ ao art. 122, ampliando o rol, que até a reforma somente contava com nove incisos. Este dispositivo, que foi destinado exclusivamente às assembleias gerais de companhias abertas, possuía duas alíneas: a primeira tratava da alienação

³⁷ Esta regra não é absoluta, visto que a própria Lei das S.A. pode prever exceções, como, por exemplo, o art. 59, §2º que permite a delegação de competência para o conselho de administração sobre oportunidade e condições de emissão de debêntures.

³⁸ Nesse sentido, cite-se os arts. 44; 137, §3º; 107, §4º e 173; 159; 162, §3º; 152; 199; 252; 256; 270; e 285, parágrafo único.

³⁹ Como dispõe, por exemplo, o art. 163, §7º - Art. 163. Compete ao conselho fiscal: [...] § 7º As atribuições e poderes conferidos pela lei ao conselho fiscal não podem ser outorgados a outro órgão da companhia.

⁴⁰ Redação do inciso X do art. 122, dada pela MP nº 1.040: X - deliberar, quando se tratar de companhias abertas, sobre: a) a alienação ou a contribuição para outra empresa de ativos, caso o valor da operação corresponda a mais de 50% (cinquenta por cento) do valor dos ativos totais da companhia constantes do último balanço aprovado; e b) a celebração de transações com partes relacionadas que atendam aos critérios de relevância a serem definidos pela Comissão de Valores Mobiliários.

ou contribuição para outra “empresa” de ativos e a segunda tratava da celebração de transações com partes relacionadas.

Inicialmente, deve-se comentar a escolha da expressão “alienação para empresa de ativos”. Conforme conceitua Marlon Tomazette (2019, p. 67): “empresa é a atividade econômica organizada para a produção ou circulação de bens ou serviços para o mercado”. Tal conceito deriva do conceito de empresário, adotado pelo *caput* do art. 966 do CC/02⁴¹ e baseado no perfil subjetivo da empresa, teorizado por Alberto Asquini (1996, p. 109-114) ao tratar da empresa como fenômeno econômico poliédrico.

Com a devida vênia, o legislador escolheu equivocadamente o termo a ser adotado no inciso X do art. 122, visto que uma “atividade econômica” não tem a capacidade de figurar como parte de operação econômica. Uma opção mais adequada, alcançada por meio da interpretação teleológica do dispositivo supra, seria “sociedades empresárias”.

O critério de relevância conferido a estas matérias, no entanto, foi distinto. Para a alienação ou contribuição para outra empresa de ativos ser matéria de competência privativa da assembleia geral, o valor da operação deveria corresponder a mais de 50% (cinquenta por cento) do valor dos ativos totais da companhia, conforme o último balanço aprovado.

Esta disposição possui redação semelhante ao já citado relatório do *Doing Business*⁴², na seção 4.3. Assim, é possível entender a opção do legislador em adotar a porcentagem de 50% (cinquenta por cento): adotar a mesma porcentagem do relatório, de forma a conseguir uma maior pontuação e elevar o nível do Brasil na classificação internacional.

Já em relação aos critérios de relevância adotados pela MP nº 1.040 para as transações com partes relacionadas, não houve previsão objetiva, conforme a alínea anterior⁴³. Nesse

⁴¹ Redação do *caput* do art. 966 do CC/02 - Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços.

⁴² Como já visto na seção 4.3.: “*Whether the sale of 51% of Buyer’s assets requires shareholder approval*” [tradução livre: “Se a venda de 51% dos ativos do Comprador requer a aprovação do acionista”]. O termo “Buyer”, traduzido como “Comprador”, foi adotado pelo relatório para identificar uma pessoa hipotética nos países participantes da avaliação, e por meio de casos hipotéticos em que esta pessoa era posta, conferia-se como os ordenamentos jurídicos dos países regulavam os poderes e atribuições desta pessoa, conferindo assim pontos aos participantes.

⁴³ O *Doing Business* possuía uma seção que criava a seguinte situação hipotética: Mr. James (“Sr. James”) é titular de sessenta por cento das ações que compõe o capital social da companhia “Buyer” (“Comprador”), assim como noventa por cento das ações da companhia “Seller” (“Vendedor”), e propõe que Buyer compre ativos de Seller, com valor correspondente a dez por cento dos ativos de Buyer, a um preço maior que o valor de mercado. Atribuía-se, assim, pontuação aos países integrantes do relatório de acordo com qual órgão social poderia aprovar a transação, conforme os seguintes critérios: “A score of 0 is assigned if it is the CEO or the managing director alone; 1 if the board of directors, the supervisory board or shareholders must vote and Mr. James is permitted to vote; 2 if the board of directors or the supervisory board must vote and Mr. James is not permitted to vote; 3 if shareholders must vote and Mr. James is not permitted to vote”. [tradução livre: “Uma pontuação de 0 é atribuída se for o CEO ou o diretor executivo sozinho; 1 se o conselho de administração, o conselho fiscal ou os acionistas

sentido, a Presidência da República optou pela delegação de competência à CVM para definir quais seriam estes critérios de relevância⁴⁴.

No entanto, o PLV nº 15/2021 e, conseqüentemente, a Lei nº 14.195/2021, reformaram o inciso X⁴⁵. Em vez de diferenciar os critérios de relevância das transações entre partes relacionadas e as alienações ou contribuições a outra empresa de ativos, optou-se por eliminar as alíneas, e reunir ambas as matérias. Com isso, eliminou-se a previsão de regulamentação da CVM dos critérios de relevância a serem adotados para decidir quais transações entre partes relacionadas seriam de competência privativa da assembleia geral⁴⁶.

Assim, o Congresso Nacional abarcou o critério de relevância das contribuições ou alienações para empresa de ativos - valor da operação deve corresponder a mais de 50% (cinquenta por cento) do valor dos ativos totais da companhia, conforme o último balanço aprovado - também às transações entre partes relacionadas.

Note-se, porém, que a redação do relatório de *Doing Business* que previa aprovação dos acionistas para venda de uma porcentagem de 50% (cinquenta e um por cento) dos ativos da companhia não o fazia para transações entre partes relacionadas, e sim para a aquisição genérica de ativos.

Sobre o critério de relevância adotado, em especial considerando as transações com partes relacionadas, Gustavo Gonzalez (2022, p. 11) tece as seguintes críticas:

[...] O critério peca duplamente, pois captura operações que não possuem real relevância para os acionistas (por exemplo, operações entre a companhia aberta e suas subsidiárias integrais ou com outras controladas nas quais partes relacionadas não possuem participação ou qualquer outro interesse) e não abarca operações de valor bastante relevante (e aqui há de se reconhecer que o percentual de 50% é bem elevado) e que, por suas características, podem se mostrar como particularmente sujeitas ao risco de desvios.

devem votar e o Sr. James tem permissão para votar; 2 se o conselho de administração ou o conselho fiscal deve votar e o Sr. James não tem permissão para votar; 3 se os titulares de ações devem votar e o Sr. James não tem permissão para votar”]. Antes da reforma da Lei das S.A. por meio da MP nº 1.040 e, posteriormente, pela Lei nº 14.195/2021, o Brasil recebia pontuação zero neste quesito.

⁴⁴ Sobre a competência da CVM para regulamentar dispositivos da Lei das Sociedades por Ações: “[...] a CVM tem competência para interpretar todo e qualquer dispositivo contido nas Lei nº 6.385/1976 e nº 6.404/1976, mas somente pode regulamentar ‘as matérias expressamente previstas’ naqueles dois diplomas” (Processo Administrativo CVM nº 19957.007396/2017-00, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira, voto do Dir. Gustavo Gonzalez, j. 27.08.2019).

⁴⁵ Redação do inciso X do art. 122 da Lei nº 14.195/2021: X - deliberar, quando se tratar de companhias abertas, sobre a celebração de transações com partes relacionadas, a alienação ou a contribuição para outra empresa de ativos, caso o valor da operação corresponda a mais de 50% (cinquenta por cento) do valor dos ativos totais da companhia constantes do último balanço aprovado.

⁴⁶ Segundo Gustavo Gonzalez (2022, p. 9-10), a mudança entre o texto da MP nº 1.040 e da PLV nº 15/2021 decorreu: “[...] justamente, da preocupação externada por certos participantes do mercado de que a CVM poderia, ao regulamentar a matéria, estabelecer um critério de relevância excessivamente baixo, que obrigasse às companhias abertas a submeterem à assembleia um número muito grande de transações entre partes relacionadas”.

O problema da lei brasileira nesse ponto parece decorrer da mudança feita na lei de conversão, que estendeu para as transações com partes relacionadas um critério de relevância concebido para um outro conjunto de operações (alienação ou contribuição de ativos). De fato, outras legislações adotam critérios similares aos que consta do art. 122, X, para definir quando uma venda ou contribuição de ativos relevantes deve ser submetida à assembleia.

[...]

No entanto, as razões pelas quais a lei atribui à assembleia competência para deliberar sobre essas duas matérias são distintas: o risco de conflito, no caso das transações com partes relacionadas, e o caráter estrutural da operação, no caso de operações de venda ou contribuição de ativos relevantes. Consequentemente, o critério de relevância pensado para uma das matérias não serve bem a outra. Se o legislador desejava atribuir à assembleia geral das companhias abertas competência privativa para deliberar sobre transações entre partes relacionadas relevante sem delegar à CVM competência para definir os critérios de relevância, deveria, ao menos, ter fixado parâmetros que permitissem que a regra cumprisse adequadamente as finalidades que, a rigor, se propõe.

Assim, depreende-se que a competência atribuída à assembleia geral para tratar da contribuição ou alienação de ativos relevantes se dá exatamente pela natureza e estrutura das operações, visto que a porcentagem de 50% (cinquenta por cento) utilizada como critério de relevância, conforme consta no relatório de *Doing Business*, constitui uma parcela significativa dos ativos da companhia.

Cabe mencionar que o art. 142, VIII, prevê como competência do conselho de administração a autorização, caso o estatuto social não dispuser em contrário, para alienação de bens do ativo não circulante, entre outras deliberações não pertinentes ao assunto aqui tratado. Dessa forma, a inclusão do inciso X ao art. 122 à Lei das S.A., de acordo com o art. 2º, §1º do Decreto-Lei nº 4.657/1942 – a Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro -, revoga a competência do conselho de administração em autorizar a alienação de bens do ativo não circulante caso estes bens correspondam a mais de 50% (cinquenta por cento) dos ativos totais de companhia aberta, conforme último balanço aprovado.

Já em relação às transações entre partes relacionadas, a competência privativa configura-se como um mecanismo de proteção dos interesses da companhia e de seus acionistas, em especial dos minoritários, tendo em vista o risco dos interesses particulares de controladores ou administradores, que não estejam em sintonia com os interesses da companhia, poderem influenciar a formação da vontade social.

Em relação ao administrador, a competência privativa da assembleia geral para deliberar sobre determinado assunto protege os minoritários ao garantir que somente os detentores de direitos de sócio poderão votar. Já em relação ao controlador, com a matéria sendo deliberada

em assembleia geral, aplica-se o art. 115, §1^{o47} trata do impedimento do direito voto de acionista que deseja obter vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo à companhia ou a outros acionistas.

Cabe mencionar que, antes desta reforma à Lei das S.A., não havia menção ao termo “partes relacionadas” na referida norma. O conceito deste termo, assim como “transação com partes relacionadas”, que é aceito pela CVM, provém do Pronunciamento Técnico CPC 05(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (“CPC 05(R1)”), tendo em vista que a versão consolidada deste documento foi aprovada pela Resolução CVM nº 94/2022.

Nesse sentido, o CPC 05(R1) define os conceitos relevantes referentes a transações com partes relacionadas como:

Parte relacionada é a pessoa ou a entidade que está relacionada com a entidade que está elaborando suas demonstrações contábeis (neste Pronunciamento Técnico, tratada como ‘entidade que reporta a informação’).

(a) Uma pessoa, ou um membro próximo de sua família, está relacionada com a entidade que reporta a informação se:

- (i) tiver o controle pleno ou compartilhado da entidade que reporta a informação;
- (ii) tiver influência significativa sobre a entidade que reporta a informação; ou
- (iii) for membro do pessoal chave da administração da entidade que reporta a informação ou da controladora da entidade que reporta a informação.

(b) Uma entidade está relacionada com a entidade que reporta a informação se qualquer das condições abaixo for observada:

- (i) a entidade e a entidade que reporta a informação são membros do mesmo grupo econômico (o que significa dizer que a controladora e cada controlada são interrelacionadas, bem como as entidades sob controle comum são relacionadas entre si);
- (ii) a entidade é coligada ou controlada em conjunto (*joint venture*) de outra entidade (ou coligada ou controlada em conjunto de entidade membro de grupo econômico do qual a outra entidade é membro);
- (iii) ambas as entidades estão sob o controle conjunto (*joint ventures*) de uma terceira entidade;
- (iv) uma entidade está sob o controle conjunto (*joint venture*) de uma terceira entidade e a outra entidade for coligada dessa terceira entidade;
- (v) a entidade é um plano de benefício pós-emprego cujos beneficiários são os empregados de ambas as entidades, a que reporta a informação e a que está relacionada com a que reporta a informação. Se a entidade que reporta a informação for ela própria um plano de benefício pós-emprego, os empregados que contribuem com a mesma serão também considerados partes relacionadas com a entidade que reporta a informação;
- (vi) a entidade é controlada, de modo pleno ou sob controle conjunto, por uma pessoa identificada na letra (a);
- (vii) uma pessoa identificada na letra (a)(i) tem influência significativa sobre a entidade, ou for membro do pessoal chave da administração da entidade (ou de controladora da entidade);

⁴⁷ Redação do §1º do art. 115 - § 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

(viii) a entidade, ou qualquer membro de grupo do qual ela faz parte, fornece serviços de pessoal-chave da administração da entidade que reporta ou à controladora da entidade que reporta.

[...]

Membros próximos da família de uma pessoa são aqueles membros da família dos quais se pode esperar que exerçam influência ou sejam influenciados pela pessoa nos negócios desses membros com a entidade e incluem: (a) os filhos da pessoa, cônjuge ou companheiro(a); (b) os filhos do cônjuge da pessoa ou de companheiro(a); e (c) dependentes da pessoa, de seu cônjuge ou companheiro(a)".

Cabe analisar, ainda, o sentido de “transação”. De acordo com o CPC 05(R1) entende-se transação com parte relacionada como: “a transferência de recursos, serviços ou obrigações entre uma entidade que reporta a informação e uma parte relacionada, independentemente de ser cobrado um preço em contrapartida”. No entanto, este termo é adotado pelo CC/02, nos arts. 840 a 850, como método de prevenção e término de litígio mediante concessões mútuas. Conclui-se, assim, que a adoção pelo legislador do termo “transações” no inciso X do art. 122 não foi uma escolha respaldada pela legislação cível e o sentido técnico-jurídico do termo “transação”, sendo o termo “operações” ou “negócios” mais apropriado.

A Lei das S.A. também não exigia que transações entre partes relacionadas necessitassem passar pelo crivo da assembleia geral (a não ser que a natureza da operação em si fosse de competência deliberativa da assembleia geral ou fosse disciplinada pelo art. 154, §2º, b)⁴⁸. Por outro lado, diversos mecanismos eram adotados para impedir as situações abusivas que poderiam resultar destas operações entre partes relacionadas⁴⁹: (i) deveres fiduciários, seja dos controladores (por meio dos arts. 116, 117 e 246) ou dos administradores (por meio dos arts. 153, 155, 154, 156 e 157); (ii) admissão de negócios com partes relacionadas somente poderia ocorrer quando por condições equitativas (conforme arts. 117, §1º; 156, §1º e 245); (iii) regras de divulgação de informação, conforme Resolução CVM nº 80/2022, art. 33, inciso XXXII, assim como Anexo C e F; Resolução CVM nº 44/2021 e CPC05(R1); (iv) regramento específico do art. 264, tratando das reorganizações societárias envolvendo

⁴⁸ “Anteriormente, a celebração de transações com partes relacionadas não precisava ser aprovada pela assembleia geral, a menos que a matéria deliberada fosse, por outro motivo, de competência privativa desse órgão ou se enquadrasse na hipótese do art. 154, § 2º, alínea ‘b’, da Lei nº 6.404/1976. Atualmente, a celebração, por companhias abertas, de transações com partes relacionadas que envolvam mais de 50% do valor dos ativos totais da companhia constantes do último balanço aprovado devem necessariamente ser aprovadas pela assembleia geral” (CEREZETTI; MARTINS, 2022, p. 430)

⁴⁹ Há, ainda, o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 que destaca que o regime especial disciplinado pelo art. 264 não afasta a aplicação dos arts. 153, 154, 155 e 245; recomenda procedimentos que põe em prática os deveres fiduciários em operações de reorganização societário envolvendo controlador e controlada; e orientações para garantir que determinada operação a ser deliberada na assembleia geral seja objeto de negociação independente, como por exemplo a sua negociação se dar por comitê independente ou ter que ser aprovada pela maioria da minoria.

controladoras e controladas; e (v) a regra vedando o voto em assembleia geral de acionistas com interesse conflitante, conforme art. 115, §1º.

Em relação a este último mecanismo, existe controvérsia doutrinária sobre a possibilidade de voto do acionista que possui interesse extrassocial na matéria a ser deliberada. Tem-se, portanto, duas principais correntes que versam sobre o tema: a corrente formal e a corrente material. Não compõe o escopo desta monografia a análise desta controvérsia doutrinária e jurisprudencial⁵⁰, porém cabe notar que uma das principais inseguranças jurídicas relativas ao voto de acionistas com interesses conflitantes nas assembleias gerais é a dúvida se estes acionistas, simplesmente por conta de interesse extrassocial na matéria a ser deliberada na assembleia, devem ser proibidos de votar, ou se a legalidade do voto deles deve considerar o seu conteúdo, restando comprovado se houve ou não sacrifício do interesse social em prol de interesse individual.

A inserção das transações com partes relacionadas no rol das matérias de competência privativa da assembleia geral, portanto, aumenta a insegurança jurídica em relação a esta controvérsia, tendo em vista não haver norma que disponha, de forma mais pragmática, se o acionista que tenha interesse parassocial nesta transação pode ou não votar na assembleia que delibere sobre ela. Nesse sentido, Gustavo Gonzalez (2022, p. 4) conclui:

Assim, para evitar enfrentar um assunto tão polêmico, a reforma realizada sob o pretexto de se melhorar o ambiente de negócios brasileiro não só se eximiu de resolver aquele que, muito provavelmente, é o maior fator de insegurança da Lei das Sociedades por Ações como, em verdade, tornou mais frequentes as situações em que essa incerteza irá se colocar.

⁵⁰ “Perceba-se que, o artigo 115, §1º, da LSA prevê objetivamente hipóteses nas quais determinados acionistas possuem um dever legal de abstenção de voto, quais sejam: (i) a proibição do exercício do direito de voto por parte do acionista que concorrer com bens para formação do capital nas deliberações da assembleia relativas ao laudo de avaliação destes bens; e (ii) a proibição do exercício do direito de voto por parte dos administradores nas deliberações da assembleia relativas à aprovação de suas contas como administrador. Nessas hipóteses o legislador dedicou cuidado especial, prevendo de maneira taxativa a proibição do exercício do direito de voto. O exercício do direito de voto nesses casos acarretará, *ipso facto*, a nulidade do voto e a anulabilidade da deliberação, caso o voto conflitante tenha sido determinante para a aprovação da matéria. Por outro lado, nas duas outras hipóteses previstas no artigo 115, §1º, da LSA, as quais se referem, respectivamente, (i) às deliberações sobre matérias que puderem beneficiar o acionista de modo particular; e (ii) às deliberações em que o acionista tiver interesse conflitante com o da companhia, entendemos que não constituem hipóteses de proibição de voto, devendo-se na ocorrência dessas situações permitir que o acionista exerça seu direito de voto, aplicando-se um exame casuístico, *ex post factum*, sobre a nulidade do voto proferido. Trata-se de discussão doutrinária e jurisprudencial, a respeito dos critérios para verificação do conflito de interesses, seja pelo critério formal ou pelo critério substancial. Esta discussão gerou enorme repercussão nos Inquéritos Administrativos CVM/RJ nº 2001/4977 e CVM/RJ nº 2002/1153, nos quais se discutia a existência de conflito de interesses de determinados acionistas, ponderando-se sobre a dinâmica correta para determinação da ocorrência desse vício que macula o voto proferido nas assembleias das sociedades anônimas” (NASCIMENTO, 2022, p. 64-65).

Por fim, conclui-se que a atribuição de competência privativa da assembleia geral a uma determinada matéria é uma forma de beneficiar e proteger os acionistas, em especial os minoritários. Assim, ao adicionar as operações entre partes relacionadas e alienação ou contribuição para outra sociedade empresária ao rol de incisos do art. 122, o legislador deu mais poder aos titulares de ações, que terão a possibilidade de averiguar as condições e deliberar sobre estas operações, em conformidade com o interesse social.

A escolha de critério de relevância para suscitar esta competência da assembleia geral, no entanto, aparenta não ter sido escolhida em prol dos acionistas minoritários, e sim como forma de seguir a redação do relatório *Doing Business*. Ao passo que o critério de valor que utiliza a porcentagem mínima de 50% (cinquenta por cento) dos ativos da companhia configura um limite condizente às operações de alienação ou contribuição para outra sociedade empresária, ao tratar de transações com partes relacionadas aparenta ser um critério com valores escolhidos de forma arbitrária. Ademais, não houve posicionamento do legislador em relação à controvérsia do conflito de interesse, mantendo e agravando, em razão do novo inciso X, uma das mais relevantes fontes de insegurança jurídica do direito societário. Prejudica-se, assim, todos os acionistas.

4.4.3. Aumento do Prazo de Convocação da Assembleia Geral de Companhias Abertas

O art. 124 trata do modo de convocação e local em que ocorrerão as assembleias gerais. A convocação do acionista para participar da assembleia geral, participação esta facultada a todos os acionistas conforme o art. 121, é uma das principais formas de efetivação do seu direito de exercer fiscalização na gestão dos negócios, previsto no art. 109, III, conforme ensina Nelson Eizirik (2021, v. 2, p. 391).

De fato, o art. 109 disciplina, conforme já estudado nesta monografia na seção 2.1.1.2., os direitos essenciais dos acionistas. O seu inciso III dispõe sobre “fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais”. Esta fiscalização, portanto, pode acontecer de dois modos: direto ou indireto. Ensina Sérgio Campinho (2022, p. 612-613):

A fiscalização indireta se realiza por intermédio do conselho fiscal e dos auditores independentes – estes obrigatórios nas companhias abertas (§ 3º do art. 177 da LSA) e nas fechadas de grande porte (art. 3º da Lei 11.638/2007). Já a fiscalização direta se dá pelo volume de informações que a companhia está obrigada a divulgar (§ 6º do art. 124 e incisos e § 3º do art. 133 da LSA), as quais de submetem à análise, discussão e votação durante a assembleia geral, e pelo direito à exibição integral dos livros sociais (art. 105 da LSA). Na companhia aberta, ainda se realiza pelo acesso às informações

relativas a fatos relevantes e operações realizadas pelos administradores (§§ 1º e 4º do art. 157 da LSA).

Com a devida vênia ao doutrinador, cabe complementação, visto que o art. 7º da Lei nº 13.303/2016 prevê, tacitamente, a fiscalização indireta da gestão realizada pelo administrador de empresa pública e sociedade de economia mista, na forma da Lei nº 6.404/1976. Tal artigo se aplica, portanto, a qualquer estatal, ainda que seja companhia fechada ou empresa pública não anônima. A Lei nº 13.303/2016 garante, assim, regência supletiva da Lei das S.A. na disciplina das demonstrações financeiras e auditoria independente.

Dessa forma, a participação na assembleia geral permite aos acionistas fiscalizarem a gestão dos negócios sociais, o que é garantido até aos acionistas sem direito de voto ou com voto restrito, como ocorre com os titulares de ações preferenciais. É garantido a todos os acionistas também consultar e discutir sobre as demonstrações financeiras, assim como pedir esclarecimentos. Portanto, o art. 125, parágrafo único, prevê o direito de voz a todo acionista, podendo comparecer às assembleias, participar das discussões das matérias a serem deliberadas, consultar os documentos necessários e solicitar esclarecimento no que for pertinente.

De acordo com Nelson Eizirik (2021, v. 2, p. 392): “as normas que disciplinam a prestação de informações por parte da companhia e sua administração apresentam nítida feição instrumental; visam elas a assegurar proteção aos direitos dos acionistas minoritários e dos investidores em geral”.

O anúncio de convocação se dá pelo edital de convocação, e este tem como finalidade levar ao conhecimento dos acionistas as matérias que serão discutidas e deliberadas e dar-lhes o tempo necessário para que consigam solicitar as informações que sejam pertinentes à sua decisão de comparecer à assembleia geral, esclarecer eventuais dúvidas e valer-se do exercício de seu direito de voto. Por isso que, no *caput* do art. 124, há previsão que seja informada a ordem do dia e a indicação da matéria caso haja reforma no estatuto social.

Entendendo o objetivo do edital de convocação, é possível entender a necessidade de se estabelecer prazos a serem seguidos entre a publicação do edital e a realização da assembleia geral, como prevê o art. 124, §1º⁵¹.

⁵¹ “Entre a primeira publicação do edital de convocação e a realização da assembleia deverá ser observado um interregno mínimo que a lei estabelece como forma de assegurar a preparação do acionista para o conclave. Esses prazos são distintos, variando em função de ser a companhia de capital aberto ou fechado. Mas, em qualquer caso, o cômputo respectivo seguirá a regra geral, com a exclusão do dia da primeira publicação do anúncio e a inclusão do dia de realização da assembleia” (CAMPINHO, 2022, p. 614).

A redação original da Lei nº 6.404/1976 não previa prazos diferentes para a convocação da assembleia nas companhias abertas e fechadas. Esta distinção foi implementada somente com a promulgação da Lei nº 10.303/2001.

O inciso I, do parágrafo §1º do art. 124 dispõe sobre os prazos de convocação nas companhias fechadas. A primeira convocação pode ser feita com, no mínimo, oito dias de antecedência. Caso a assembleia não seja realizada, a segunda convocação poderá ter antecedência mínima de cinco dias. Permanece, este inciso, com a mesma redação dada em 2001, que era também a mesma redação conferida tanto a companhias abertas quanto fechadas originalmente, em 1976.

O objeto desta análise, no entanto, centra-se no inciso II, que dispõe sobre o prazo de convocação nas companhias abertas. A redação original do art. 124 não previa distinção de prazo entre as companhias abertas e as fechadas, sendo previsto prazo mínimo de oito dias para a primeira convocação, e de cinco dias para a segunda convocação. Somente com a Lei nº 10.303/2001 que se alterou o prazo de convocação nas companhias abertas para mínimo de quinze dias, na primeira convocação, e mínimo de oito dias para a segunda convocação. Esta alteração se deu, segundo Modesto Carvalhosa (2011, v. 2, p. 821):

A Lei n. 10.303, de 2001, com o objetivo de dar maior transparência aos acionistas a respeito das atividades e operações, ordinárias e extraordinárias, da companhia, trouxe várias alterações no que se refere aos prazos para convocação das assembleias gerais das companhias abertas e à divulgação das informações a respeito das deliberações a serem aí tomadas.

O § 1º do art. 124, com a redação trazida pela Lei n. 10.303, de 2001, estabelece uma distinção entre companhias abertas e fechadas, no que se refere aos prazos para convocação da assembleia geral.

Ressalte-se que a segunda convocação ocorre quando, por qualquer que seja o motivo, a assembleia geral objeto da primeira convocação não se realiza. Não é o caso, por exemplo, quando ocorre algum atraso no início da assembleia, mas esta continua acontecendo depois com a participação do quórum de instalação necessário.

A convocação é anunciada aos acionistas por meio do edital de convocação, que tem como objetivo informá-los sobre as matérias que serão discutidas e deliberadas na respectiva assembleia geral, assim como permitir a solicitação de informações pertinentes ao seu comparecimento à assembleia e demais esclarecimentos necessários. Por isso, o edital deve relatar a ordem do dia que será seguida, assim como a especificação das matérias, no caso de reforma do estatuto, data, hora, local e os documentos necessários para a admissão dos acionistas na assembleia.

O *caput* do art. 124 dispõe que a convocação ocorrerá mediante anúncio publicado por três vezes no mínimo. Este anúncio é disciplinado pelo do art. 289, I, que determina a sua publicação, de forma resumida, em jornal de grande circulação, a depender da localização da sede da companhia, assim como divulgação simultânea da íntegra dos documentos na página do mesmo jornal na internet, com certificação digital de autenticidade.

O prazo mínimo de antecedência para a convocação é um direito que beneficia a todos os acionistas, mas em especial os minoritários, conforme entende Nelson Eizirik (2021, v. 2, p. 404-405): “O § 1º estabelece apenas um período mínimo de antecedência para a convocação das assembleias gerais, a fim de assegurar que os acionistas minoritários tenham tempo hábil para se preparar para o conclave e exercer o direito de voto de forma adequada”.

É neste sentido que ocorre, por conta da alteração legislativa de 2021, a modificação no §1º, inciso II do art. 124. A MP nº 1.040 alterou a redação do inciso para prever, em companhia aberta, o prazo de antecedência da primeira convocação de trinta dias, e o da segunda convocação de oito dias. O prazo de antecedência da primeira convocação à assembleia geral fica, durante o período em que a MP nº 1.040 esteve vigente, dobrou o período anterior, que era de quinze dias.

Cabe a ressalva de que o prazo é um período mínimo, tendo cada companhia a discricionariedade de aumentar este tempo nos termos do estatuto social, não sendo permitido, no entanto, prever tempo menor do que o mínimo permitido no art. 124. Nelson Eizirik (2021, v. 2, p. 405) entende que:

Quanto maior o prazo de antecedência observado pela companhia, melhor será atendido o bem jurídico que o mencionado dispositivo legal visa a preservar, isto é, garantir que os acionistas possam conhecer e analisar adequadamente as matérias a serem deliberadas nas assembleias gerais.

Já pela Lei nº 14.195/2021, a redação do inciso II diminui o período de 30 (trinta) dias implementado pela MP nº 1.040, prevendo a primeira convocação à assembleia geral “na companhia aberta, com vinte e um dias de antecedência, e a segunda convocação com oito dias de antecedência”. Este prazo está em conformidade com o prazo estipulado pelo relatório *Doing Business*, que também previa vinte e um dias de antecedência.

Dessa forma, consolidou-se o prazo da primeira convocação em 21 (vinte e um) dias, seis dias a mais do que se previa desde 2001. Este novo prazo é um direito de todos os acionistas. No entanto, conforme analisado, o aumento no período mínimo de antecedência para a convocação das assembleias gerais auxilia em especial os acionistas minoritários a terem tempo suficiente para se prepararem para o conclave e exercer o direito de voto de forma adequada e

os preferencialistas sem direito de voto ou com voto restrito a terem mais tempo para questionamentos.

Conclui-se que o aumento do prazo não altera estruturalmente a posição de controladores e minoritários, somente amplia um direito que tem como objetivo beneficiar mais os segundos, sem, no entanto, configurar diretamente um prejuízo aos primeiros.

4.4.4. Vedação ao Acúmulo das Funções de Presidente do Conselho de Administração e Diretor-Presidente

A administração nas sociedades anônima é organizada, conforme *caput* do art. 138, por dois órgãos com funções e competências distintas: o conselho de administração e a diretoria. Suas atribuições decorrem da Lei das Sociedades por Ações e do estatuto social de cada companhia.

O art. 146 dispõe que é por meio dos órgãos de administração que a companhia atua, competindo aos diretores direcionar os negócios sociais, assim como representar a companhia, competência privativa prevista no art. 138, §1º. Dessa forma, os administradores manifestam a vontade da companhia, na qualidade de representantes “orgânicos”.

Os órgãos de administração da companhia são compostos por membros, que têm deveres e responsabilidades previstos na Lei das S.A., conforme preveem os arts. 153 a 158.

Existem dois tipos de modelos de administração adotados pelo direito comparado. Segundo Nelson Eizirik (2021, v. 3, p. 21) são eles:

[...] o sistema unitário, ou monista, em que há apenas um órgão de administração, cujos membros são eleitos diretamente pela assembleia geral, o qual concentra todas as funções administrativas; e o sistema bipartido, ou dualista, no qual existem dois conselhos, um de supervisão, que fiscaliza como atuam os administradores, outro executivo, ao qual incumbe a gestão ordinária dos negócios e a representação da companhia.

Entende-se que a legislação societária do Brasil adotou um modelo híbrido. Isto ocorre porque o conselho de administração, que é um órgão colegiado e deliberativo, não é de constituição obrigatória nas companhias fechadas, somente nas abertas, nas de economia mista, nas empresas públicas e nas de capital autorizado, conforme arts. 138, §2º, e 239. A diretoria, por sua vez, é um órgão de representação e execução, e, em sociedades sem conselho de administração, pode assumir atividades deliberativas.

De forma mais específica, o conselho de administração organiza-se como o órgão que assume posição intermediária entre a assembleia geral e a diretoria. Compete-lhe a fixação de

política geral que a companhia adotará, as diretrizes que nortearão a gestão dos diretores, assim como a fiscalização das atividades da diretoria. O art. 142 dispõe sobre todas as competências do conselho, porém de forma não exaustiva, devendo outras disposições, seja na lei ou no estatuto social, que tratem desta competência, respeitar a competências privativas de outros órgãos.

Conforme o art. 140, o conselho de administração deve ser composto por três membros, no mínimo, eleitos pela assembleia geral⁵². Permite, ainda, a composição dos seus membros por indivíduos eleitos pelos controladores, que devem ser a maioria, conforme dispõe o art. 141, §7º, e ainda por membro eleito pelos acionistas minoritários, que pode ocorrer em eleição em separado caso cumpridos os requisitos do art. 141, §§4º e 5º, assim como, de forma mais fácil, por meio do voto múltiplo, previsto no art. 141, *caput* e §§1º, 2º e 3º, a ser analisado posteriormente. Somente o presidente do conselho de administração possui atribuições individuais, a depender do estatuto social da companhia, conforme dispõe Nelson Eizirik (2021, v. 3, p. 139-140):

A atividade do presidente do conselho de administração consiste em dirigir e ordenar o desenvolvimento das funções do órgão, quer em suas reuniões, quer no relacionamento com os demais órgãos da companhia. As atividades essenciais do conselho – de traçar as políticas gerais da companhia e de eleger, fiscalizar e destituir os diretores – são realizadas no curso de suas reuniões. Assim, compete ao presidente bem conduzir as reuniões do órgão, em todas as suas etapas: convocação; ordenamento das deliberações; registro das resoluções; e divulgação para terceiros e demais órgãos sociais das deliberações adotadas. É recomendável, ademais, que o presidente, havendo conflitos entre membros do conselho, desempenhe um papel moderador, tentando conciliá-los, visando a lograr, na medida do possível, decisões por consenso.

Compreendem-se na competência do presidente: (i) o poder-dever de convocar as reuniões, dirigi-las e controlar que o secretário, se houver, redija as deliberações em conformidade com o decidido; e (ii) firmar as deliberações adotadas. Cabe ao presidente escolher um secretário, que deverá reproduzir fielmente as discussões travadas e as deliberações adotadas; o ideal é que não seja membro do conselho de administração, para que possa, com isenção, retratar na ata o que se passou na reunião. É de toda conveniência que tais atribuições constem expressamente do estatuto, o qual também deverá conferir ao presidente o voto de qualidade.

A diretoria, por sua vez, tem como competência dirigir os negócios sociais ordinariamente. Por sua vez, os diretores são os membros que compõem este órgão e suas atribuições são previstas em lei e no estatuto social.

⁵² A Lei nº 13.303/2016, em seu art. 13, I, determina que a lei que autorizar a criação de empresa pública e sociedade de economia mista deve dispor sobre a formação e funcionamento do conselho de administração, observando um número mínimo de sete e máximo de onze membros.

O art. 143, *caput*, determina que a diretoria deve ser obrigatoriamente composta por um ou mais diretores⁵³, de acordo com as normas estatutárias da companhia. A eleição dos diretores deve ser realizada pelo conselho de administração, mas caso não haja, a competência será da assembleia geral; o mesmo ocorre na destituição dos diretores.

O inciso IV deste artigo dispõe que compete também ao estatuto estabelecer as atribuições e poderes a cada um dos diretores. Diferentemente do que ocorre com o conselho de administração, portanto, não se trata de órgão colegiado, tendo cada diretor a possibilidade de ter atribuições específicas⁵⁴.

O cargo de diretor-presidente, até 2021, não era expressamente previsto na Lei das S.A. No entanto, pela possibilidade de o estatuto prever diferentes atribuições aos diferentes diretores, compreendia-se a possibilidade de as companhias estabelecerem um diretor-presidente. Na prática, porém, vê-se a predominância pela adoção do cargo de diretor-presidente, que fica responsável pela organização e coordenação da diretoria, assumindo o papel de intermediário entre ela e o conselho de administração. Caso não haja designação do diretor-presidente, tais funções podem ser assumidas pelo principal executivo da companhia.

A MP nº 1.040 incluiu e a Lei nº 14.195 manteve a redação, no art. 138 da Lei das Sociedades por Ações, do §3º. Este parágrafo dispõe que “é vedada, nas companhias abertas, a acumulação do cargo de presidente do conselho de administração e do cargo de diretor-presidente ou de principal executivo da companhia”. Esta adição está identicamente prevista no relatório *Doing Business*.

Esta vedação possui como exceções as companhias fechadas, assim como companhias de menor porte previstas no art. 294-B⁵⁵, caso a CVM edite ato normativo neste sentido. Estas exceções estão dispostas no parágrafo 4º do art. 138, redação também trazida pela MP nº 1.040 e mantida pela Lei nº 14.195.

Dessa forma, é observável que o legislador buscou implementar a disposição prevista no relatório *Doing Business*. Porém, na realidade societária brasileira, tal previsão não produz grandes efeitos práticos, qualificando-se como uma “intervenção na autonomia organizacional das companhias abertas” (CASTRO, 2022, p. 699).

⁵³ Esta previsão foi dada pelo art. 16 da Lei Complementar nº 182/2021, conhecida como Marco Legal das *Startups*. O dispositivo original da Lei das S.A. previa a composição da diretoria por, no mínimo, dois diretores. A Lei nº 13.303/2016, em seu art. 13, II, determina que a lei que autorizar a criação de empresa pública e sociedade de economia mista deve observar o número mínimo de três diretores.

⁵⁴ O §2º, por sua vez, determina que o estatuto social da companhia pode estabelecer que determinadas deliberações, de competência dos diretores, devam ser aprovadas de forma colegiada, em reunião da diretoria.

⁵⁵ Cite-se o *caput* do art. 294-B – Para fins do disposto nesta Lei, considera-se companhia de menor porte aquela que aufera receita bruta anual inferior a R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais).

Ocorre que a vedação ao presidente do conselho de administração exercer cumulativamente o cargo de diretor-presidente, na prática, não gera a mesma garantia que representaria, por exemplo, em países onde o controle gerencial é admitido, ou seja, em países onde existam em maior número companhias com capital disperso.

A desconcentração nos cargos de gerência pretendida com a inclusão do parágrafo 3º, na realidade, não gera o efeito pretendido. Isto porque o controlador conseguirá eleger a maioria do conselho de administração, e estes membros eleitos estarão alinhados com o controlador. Estes membros do conselho, por sua vez, elegerão diretores alinhados com o controlador. A vedação de acumulação de cargos, na verdade, não impede a influência do controlador na administração da companhia.

Este dispositivo adicionado ao art. 138, na verdade, tem efetividade na proteção dos acionistas, em companhias com capital pulverizado e com controle gerencial. Visto a preocupação dos conflitos de agência nestas companhias, ou seja, entre a administração e os acionistas, ao vedar a possibilidade de o presidente do conselho de administração assumir o cargo de diretor-presidente, e vice-versa, promove-se uma forma de evitar abusos por parte deste administrador e proteger o direito dos acionistas minoritários.

No entanto, cabe ressaltar que, como já visto anteriormente, mesmo que o Brasil não possua um mercado desenvolvido o suficiente, como por exemplo o norte-americano, tem crescido o número de companhias com capital disperso. O controle gerencial, portanto, mesmo que não previsto na Lei das S.A., pode acabar ocorrendo na prática, e este dispositivo configuraria uma proteção aos minoritários. Sobre a alteração, entende Rodrigo Castro (2022, p. 699-700) que:

No entanto, com os esforços para a criação de um ambiente aproximado ao que existe em outros países, como o norte-americano, caracterizado pela notável participação do cidadão comum (que também poupa mediante aplicação em ações), idealizaram-se teorias afirmativas da prevalência da dispersão sobre o modelo de controle majoritário. Daí o surgimento de diretrizes ou de comandos proibitivos de natureza não legislativa, como os que constam dos regulamentos do Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 – além da recomendação do IBGC -, simbolizadores, em conjunto com outras narrativas, de falaciosa democracia corporativa. [...]

Por outro lado, não se pode deixar de reconhecer que, mesmo sem querer, evita-se, com a proibição, a tomada do controle empresarial nas poucas *corporations* brasileiras, a partir, justamente, do domínio de ambos os órgãos de administração. A indução do fortalecimento da posição do presidente do conselho de administração, em companhias com essas características, tende a criar um sistema interno de controle decisório que, aí sim, se aproxima do problema disseminado em companhias ianques.

Em síntese, o dispositivo adicionado não garante, na prática corporativa brasileira atual, uma efetiva mudança ou proteção aos minoritários, visto que, mesmo com a desconcentração

dos cargos de presidente nos órgãos administrativos, o acionista controlador elegerá o presidente do conselho de administração, que por sua vez elegerá o diretor-presidente. No entanto, nos poucos casos em que o poder de comando se encontra nas mãos dos administradores da companhia, o art. 138, §3º pode configurar um mecanismo de proteção ao interesse dos minoritários.

4.4.5. Participação Obrigatória de Conselheiros Independentes no Conselho de Administração

Conforme visto na seção 4.4.4., o art. 140 trata da composição do conselho de administração. Este deve ser composto por, no mínimo, três membros, que devem ser eleitos e passíveis de destituição pela assembleia geral. Um dos requisitos para a qualificação de acionista controlador, conforme art 116, *caput*, a, é o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

O §1º deste artigo possui a mesma redação de quando foi incluído como parágrafo único pela Lei nº 10.303/2001, *in verbis* “o estatuto poderá prever a participação no conselho de representantes dos empregados, escolhidos pelo voto destes, em eleição direta, organizada pela empresa, em conjunto com as entidades sindicais que os representam”.

Este dispositivo não tem relação com os acionistas minoritários, mas sim com os *stakeholders*, pessoas que têm relações com a companhia e interesse na boa atuação dela – no caso em questão, os empregados.

Este dispositivo foi uma iniciativa, em 2001, de se inspirar no modelo alemão⁵⁶, que garante a participação dos empregados no conselho de supervisão. Mesmo que haja a influência

⁵⁶ Aktiengesetz alemã, § 94 (1): “(1) Der Aufsichtsrat setzt sich zusammen bei Gesellschaften, für die das Mitbestimmungsgesetz gilt, aus Aufsichtsratsmitgliedern der Aktionäre und der Arbeitnehmer, bei Gesellschaften, für die das Montan-Mitbestimmungsgesetz gilt, aus Aufsichtsratsmitgliedern der Aktionäre und der Arbeitnehmer und aus weiteren Mitgliedern, bei Gesellschaften, für die die §§ 5 bis 13 des Mitbestimmungsergänzungsgesetzes gelten, aus Aufsichtsratsmitgliedern der Aktionäre und der Arbeitnehmer und aus einem weiteren Mitglied, bei Gesellschaften, für die das Drittelbeteiligungsgesetz gilt, aus Aufsichtsratsmitgliedern der Aktionäre und der Arbeitnehmer, bei Gesellschaften für die das Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer bei einer grenzüberschreitenden Verschmelzung vom 21. Dezember 2006 (BGBl. I S. 3332) gilt, aus Aufsichtsratsmitgliedern der Aktionäre und der Arbeitnehmer, bei den übrigen Gesellschaften nur aus Aufsichtsratsmitgliedern der Aktionäre” [tradução livre: “(1) O Conselho de Supervisão será composto, no caso de sociedades às quais se aplica a Lei de Co-Determinação, de membros representando os acionistas e os empregados, no caso de sociedades às quais se aplica a Lei de Co-Determinação do Carvão e do Aço, de membros representando os acionistas e os empregados e de outros membros, no caso de sociedades às quais se aplicam as seções 5 a 13 da Lei Complementar de Co-Determinação, de membros representando os acionistas e os empregados e um outro membro, no caso de sociedades às quais se aplica a Lei de Participação Única, de membros representando os acionistas e os empregados, no caso de sociedades às quais se aplica a Lei de Co-Determinação de Funcionários em Fusões Transfronteiriças de 21 de dezembro de 2006 (BGBl. I.), de membros representando os acionistas e os empregados; no caso de outras sociedades, apenas por membros representando os acionistas”].

da lei alemã, o legislador optou por não tornar a participação de representante dos empregados algo obrigatório aos conselhos de administração, sendo facultado às disposições do estatuto social de cada companhia⁵⁷. No entanto, a inclusão que trouxe mudanças no regime dos conselhos de administração proveniente da Lei nº 14.195 (e que já possuía a mesma redação na MP nº 1.040) foi no §2º do art. 140. De acordo com este dispositivo: “Na composição do conselho de administração das companhias abertas, é obrigatória a participação de conselheiros independentes, nos termos e nos prazos definidos pela Comissão de Valores Mobiliários”.

O legislador garantiu, assim, competência à CVM em definir qual será o modelo desta obrigação de participação de conselheiros independentes nas companhias abertas. Até o momento de elaboração desta monografia, a CVM ainda não regulamentou esta norma, no entanto tramita a Audiência Pública SDM nº 09/21, que tem como objetivo, entre outros, regulamentar este dispositivo. A redação conferida a esta Audiência Pública está baseada no Regulamento do Novo Mercado da B3⁵⁸, que dispõe que a “companhia deve prever, em seu estatuto social, que seu conselho de administração seja composto por, no mínimo, 2 (dois) conselheiros independentes - ou vinte por cento, o que for maior”, assim como quando “em decorrência do cálculo do percentual referido no caput, o resultado gerar um número fracionário, a companhia deve proceder ao arredondamento para o número inteiro imediatamente superior”. O Regulamento também prevê a definição de conselheiro independente:

Art. 16 O enquadramento do conselheiro independente deve considerar sua relação:
 I - com a companhia, seu acionista controlador direto ou indireto e seus administradores; e
 II - com as sociedades controladas, coligadas ou sob controle comum.
 §1º Para os fins da verificação do enquadramento do conselheiro independente, não é considerado conselheiro independente aquele que:
 I - é acionista controlador direto ou indireto da companhia;
 II - tem seu exercício de voto nas reuniões do conselho de administração vinculado por acordo de acionistas que tenha por objeto matérias relacionadas à companhia;
 III - é cônjuge, companheiro ou parente, em linha reta ou colateral, até segundo grau do acionista controlador, de administrador da companhia ou de administrador do acionista controlador; e
 IV - foi, nos últimos 3 (três) anos, empregado ou diretor da companhia ou do seu acionista controlador.
 §2º Para os fins da verificação do enquadramento do conselheiro independente, as situações descritas abaixo devem ser analisadas de modo a verificar se implicam perda de independência do conselheiro independente em razão das características, magnitude e extensão do relacionamento:

⁵⁷ Com exceção do conselho de administração das empresas públicas e sociedades de economia mista, conforme *caput* do art. 19 da Lei 13.303/2016, que garanta a participação de representantes tanto dos empregados quanto dos acionistas minoritários. Em relação à participação dos empregados no conselho de administração, o §1º do referido artigo ainda previu aplicação das normas condizentes a esta matéria previstas na Lei nº 12.353/2010.

⁵⁸ Regulamento do Novo Mercado. B3, 31 de jan. de 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/. Acesso em: 20 de jun. de 2022.

I - é afim até segundo grau do acionista controlador, de administrador da companhia ou de administrador do acionista controlador;

II - foi, nos últimos 3 (três) anos, empregado ou diretor de sociedades coligadas, controladas ou sob controle comum;

III - tem relações comerciais com a companhia, o seu acionista controlador ou sociedades coligadas, controladas ou sob controle comum;

IV - ocupa cargo em sociedade ou entidade que tenha relações comerciais com a companhia ou com o seu acionista controlador que tenha poder decisório na condução das atividades da referida sociedade ou entidade;

V - recebe outra remuneração da companhia, de seu acionista controlador, sociedades coligadas, controladas ou sob controle comum além daquela relativa à atuação como membro do conselho de administração ou de comitês da companhia, de seu acionista controlador, de suas sociedades coligadas, controladas ou sob controle comum, exceto proventos em dinheiro decorrentes de participação no capital social da companhia e benefícios advindos de planos de previdência complementar.

§3º Nas companhias com acionista controlador, os conselheiros eleitos mediante votação em separado serão considerados independentes.

Art. 17 A caracterização do indicado ao conselho de administração como conselheiro independente será deliberada pela assembleia geral, que poderá basear sua decisão:

I - na declaração, encaminhada pelo indicado a conselheiro independente ao conselho de administração, atestando seu enquadramento em relação aos critérios de independência estabelecidos neste regulamento, contemplando a respectiva justificativa, se verificada alguma das situações previstas no §2º do Art. 16; e

II - na manifestação do conselho de administração da companhia, inserida na proposta da administração referente à assembleia geral para eleição de administradores, quanto ao enquadramento ou não enquadramento do candidato nos critérios de independência.

Parágrafo único. O procedimento previsto neste artigo não se aplica às indicações de candidatos a membros do conselho de administração:

I - que não atendam ao prazo de antecedência para inclusão de candidatos no boletim de voto, conforme disposto na regulamentação editada pela CVM sobre votação a distância; e

II - mediante votação em separado nas companhias com acionista controlador.

Nesse sentido, cabe analisar como a doutrina e a legislação vigente definem conselheiro independente. Por meio de uma abordagem comparativa entre conselheiro independente e conselheiro externo, Rodrigo Castro (2022, p. 713) explica:

O independente é necessariamente externo, mas o externo pode não ser independente. O externo é aquele que não tem vínculo estatutário ou de emprego com a companhia, mas o teve no passado, ou mantém relação de natureza diversa, como de prestação de serviços ou fornecimento, que vincule ou influencie suas decisões; ou, em outras palavras, que afete ou possa afetar sua independência no exercício de seu cargo ou na manifestação de seus votos.

O vínculo pode ser indireto, caracterizado, por exemplo, pela atuação orgânica ou empregatícia em sociedade empresária prestadora de serviços à companhia, com interesses e negócios relevantes.

A proximidade relacional entre o conselheiro e o acionista controlador ou os administradores da companhia também pode ser fator de abalo do conceito de independência.

Não há, no entanto, disposição expressa na Lei das S.A. ou conceito fixo e pacífico na doutrina sobre o conceito de conselheiro independente. A Instrução CVM nº 480, mesmo ressaltando que se trata de rol exemplificativo, trata sobre os parâmetros apresentados no

Código Brasileiro de Governança Corporativas – companhias abertas, de forma a analisar o grau de independência de um conselheiro, quais sejam:

2.2.1. [...]

- a) ter atuado como administrador ou empregado da companhia, de acionista com participação relevante ou de grupo de controle, de auditoria independente que audite ou tenha auditado a companhia, ou, ainda, de entidade sem fins lucrativos que receba recursos financeiros significativos da companhia ou de suas partes relacionadas;
- b) ter atuado, seja diretamente ou como sócio, acionista, conselheiro ou diretor, em um parceiro comercial relevante da companhia;
- c) possuir laços familiares próximos ou relações pessoais significativas com acionistas, conselheiros ou diretores da companhia; ou
- d) ter cumprido um número excessivo de mandatos consecutivos como conselheiro na companhia.⁵⁹

Advirta-se que a Lei nº 13.303/2016, a Lei das Estatais, já previa, em seu art. 22, que o conselho de administração deve ser composto por, no mínimo, 25% (vinte e cinco por cento) de membros independentes, ou no caso de conselho com apenas três conselheiros, pelo menos um independente, caso decida-se pelo exercício do voto múltiplo pelos acionistas minoritários.

Note-se, no entanto, que tal dispositivo diz respeito às companhias estatais. O artigo também caracteriza, em seu §1º, o conselheiro independente, devendo, para ter condição de assumir o cargo, atender aos seguintes requisitos:

- I - não ter qualquer vínculo com a empresa pública ou a sociedade de economia mista, exceto participação de capital;
- II - não ser cônjuge ou parente consanguíneo ou afim, até o terceiro grau ou por adoção, de chefe do Poder Executivo, de Ministro de Estado, de Secretário de Estado ou Município ou de administrador da empresa pública ou da sociedade de economia mista;
- III - não ter mantido, nos últimos 3 (três) anos, vínculo de qualquer natureza com a empresa pública, a sociedade de economia mista ou seus controladores, que possa vir a comprometer sua independência;
- IV - não ser ou não ter sido, nos últimos 3 (três) anos, empregado ou diretor da empresa pública, da sociedade de economia mista ou de sociedade controlada, coligada ou subsidiária da empresa pública ou da sociedade de economia mista, exceto se o vínculo for exclusivamente com instituições públicas de ensino ou pesquisa;
- V - não ser fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços ou produtos da empresa pública ou da sociedade de economia mista, de modo a implicar perda de independência;
- VI - não ser funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços ou produtos à empresa pública ou à sociedade de economia mista, de modo a implicar perda de independência;
- VII - não receber outra remuneração da empresa pública ou da sociedade de economia mista além daquela relativa ao cargo de conselheiro, à exceção de proventos em dinheiro oriundos de participação no capital.

⁵⁹ Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas. Grupo de Trabalho Interagentes; coordenação Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2016, p. 31-32.

Existe uma particularidade quanto ao conselheiro independente, que é o fato de não correr o risco da empresa, ou seja, não está exposto às eventuais perdas e prejuízos patrimoniais que pode vir a resultar dos negócios sociais – excetuados os casos de responsabilização pessoal do art. 158. Dessa forma, conforme entende Rodrigo Castro (2022, p. 714) “eventual derrocada pode abalar sua reputação, sem dúvida, porém, em princípio, não afetará seu patrimônio; ao contrário do acionista, sobretudo o controlador, que, além dos encargos reputacionais, expõe-se patrimonialmente”.

Há exceção a este entendimento, que ocorre nos casos de conselheiros independentes de empresas públicas e sociedades de economia mista, conforme dispõe o art. 22, §1º, da Lei 13.303/2016. Assim, podem ser conselheiros independentes destas sociedades tanto pessoas que não tenham participação de capital quanto as que tenham, o que importaria em atingimento do patrimônio das últimas, em eventual derrocada.

Dessa forma, a adição do §2º ao art. 140 não produziu efeitos práticos na organização interna das companhias, visto ainda ser necessária a regulamentação da CVM. Esta regulamentação deve definir o conceito de conselheiro independente, assim como definir prazos e termos para tratar da matéria.

Em conclusão, a obrigatoriedade da participação de conselheiro independente no conselho de administração fortalece a proteção aos minoritários, tendo em vista a presença de um administrador que, na teoria, não sofre influência do poder de controle. A futura regulamentação deste dispositivo, no entanto, tem a potencialidade de garantir uma maior ou menor independência destes conselheiros.

4.4.6. Permissão e Criação de Ações Ordinárias com Voto Plural

Inicialmente, cabe analisar em que consiste o voto plural, assim como o conceito do *one share, one vote* para, em segundo momento, analisar as alterações legislativas que dispuseram sobre ele, de modo tácito ou expresso, e posteriormente analisar as consequências jurídicas que a sua permissão por conta da reforma proporcionada pela Lei nº 14.195/2021 trouxe às relações de poder das companhias e ao regime de proteção aos minoritários.

O voto plural consiste, assim, na possibilidade de o estatuto social de uma companhia fornecer a uma classe de ações mais de um voto por ação, de forma desproporcional à contribuição ao capital social realizada pelo acionista. De modo similar, as *dual class shares*, ou seja, duas classes de ações, possibilitam esta mesma desproporção entre capital investido e poder político na companhia, por meio do oferecimento de um maior número de voto por ação,

geralmente aos fundadores da sociedade. Nesse esforço de conceituação, Nelson Eizirik (2021, v. 2, p. 204) e Flora Huang (2017, p. 137) dispõem, respectivamente:

O voto plural tem como objetivo assegurar a determinadas categorias de acionistas, usualmente os fundadores, uma influência preponderante na direção da companhia, desproporcional ao capital que representam.

Dual class shares (DCS) which could be created either through initial public offerings (IPOs) or recapitalisations, offer different classes of shares that confer distinct voting and control rights on the holder. The divergence provides insiders with a majority of voting rights, despite their smaller residual claims.⁶⁰

O voto plural, portanto, opõe-se ao conceito do *one share, one vote* (“uma ação, um voto”), que preza pela equivalência entre o capital investido e os poderes políticos titularizados, concretizado na fórmula de uma ação ter direito a somente um voto. Ocorre que, na realidade, a previsão de um voto por ação nunca foi absoluta na legislação societária brasileira. Como será abordado ainda nesta seção, o mesmo diploma legal que proibiu o voto plúrimo permitiu a criação de ações preferenciais sem direito de voto⁶¹.

Cabe diferenciar, ainda, o voto plural do voto múltiplo. O último, tutelado pelo art. 141, busca assegurar a representação proporcional dos acionistas no conselho de administração (LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 759). Dessa forma, na eleição dos conselheiros, constitui uma forma de “voto repartido”, visto que o número de votos concedido a cada ação será equivalente ao número de votos original multiplicado pelo número de cargos a serem preenchidos. A escolha da adoção do voto múltiplo, por sua vez, pode ser realizada por qualquer acionista que possua, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social com direito a voto, e se aplicará a todos os acionistas com direito de voto. É permitido, ainda, cumular os votos em um só candidato ou reparti-los entre vários.

O voto plural, por sua vez, pode ser utilizado em qualquer deliberação de uma assembleia geral, com exceção aos casos previstos no art. 110-A, §§7º, 9º, 13 e 14, conforme será analisado. O voto plural também não possui como fundamento atingir uma proporcionalidade na composição do conselho de administração, e sim garantir o poder de controle aos fundadores e acionistas controladores das companhias. Ademais, o voto plural

⁶⁰ Tradução livre: “As ações de classe dupla (DCS) que poderiam ser criadas por meio de ofertas públicas iniciais (IPOs) ou recapitalizações, oferecem diferentes classes de ações que conferem direitos de voto e controle distintos ao titular. A divergência proporciona aos *insiders* a maioria dos direitos de voto, apesar de suas reivindicações residuais menores”.

⁶¹ “Conceitualmente, assegurar a cada ação um voto faz com que as decisões sejam tomadas por quem tem mais [sic] a maior exposição, alinhando o controle sobre a deliberação às suas consequências, o que é dissociado quando há ações sem direito de voto, mas que continuam gerando a mesma exposição econômica” (PASCHOAL, 2021, p. 739)

atribui mais de um voto somente às ações ordinárias de uma determinada classe, enquanto o voto múltiplo contempla todas as ações ordinárias.

O art. 110, §2º da Lei das Sociedades por Ações previa, desde 1976, a vedação à atribuição de mais de um voto por ação, ou seja, ao voto plural. No entanto, esta proibição não foi introduzida no ordenamento jurídico pátrio na década de 1970, mas data da primeira metade do século XX, por força do Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1932.

Em retrospecto, desde a Lei nº 3.150/1882 o direito de voto já é regulado pela legislação brasileira. Neste instrumento, havia previsão expressa que permitia um número de votos maior ao número de ações de titularidade de cada acionista, devendo ser indicado pelo estatuto da companhia, assim como a quantidade mínima de ações necessárias para o acionista poder votar na assembleia geral⁶². Por sua vez, o Decreto nº 434/1891 consolidou as normas sobre sociedades anônimas e, em seu art. 141, manteve as regras referentes ao voto plural e ao número mínimo de ações necessárias ao voto adotado pela Lei nº 3.150/1882⁶³. Assim, o legislador prezou pela autonomia privada, sendo de competência dos estatutos determinar sobre os direitos de voto dos acionistas⁶⁴.

Portanto, a vedação ao voto plural, em 1932, gerou mudanças significativas nos estatutos sociais e nas composições acionárias das companhias à época. Note-se, no entanto, que o Decreto nº 21.536, além de vedar o voto plural, introduziu as ações preferenciais sem direito a voto ou com direito de voto restrito no Brasil. Ou seja, vedou uma norma que possibilitava às companhias decidirem sobre alocação de mais de um voto a uma classe de ações, ao mesmo tempo que permitiu que o estatuto social pudesse impedir o voto, ou restringi-

⁶² Art. 15. Haverá em cada anno uma assembléa geral dos accionistas, cuja reunião será fixada nos estatutos, e sempre annunciada 15 dias antes pela imprensa. [...] § 6º Nos estatutos se determinará a ordem que se deve guardar nas reuniões da assembléa geral, o numero de acções que é necessario ter para ser admittido a votar em assembléa geral, o numero de votos que compete a cada accionista na razão do numero das acções que possuir. § 7º Ainda que sem direito de votar, por não possuir o numero de acções exigido pelos estatutos, é permitido a todo accionista comparecer á reunião da assembléa geral e discutir o objecto sujeito á deliberação. [...]

⁶³ Art. 141. Nos estatutos se determinará a ordem, que se ha de guardar nas reuniões da assembléa geral, o numero minimo de acções que é necessario aos accionistas para serem admittidos a votar em assembléa geral, e o numero de votos que compete a cada um na razão do numero de acções que possuir. § 1º Ainda que sem direito de votar, por não possuir o numero de acções exigido pelos estatutos, é permitido a todo o accionista comparecer á reunião da assembléa geral e discutir o objecto sujeito á deliberação. § 2º Na assembléa geral, que tem de deliberar sobre a constituição da sociedade e avaliação dos quinhões dos bens, cousas ou direitos, poderá votar todo o accionista, ainda que não possua o numero de acções exigidos pelos estatutos ou contracto social. (Lei n. 3150 de 1882, art. 15 §§ 6º e 7º; Decr. n. 8821 do mesmo anno, art. 71; Decr. n. 164 de 1890, art. 15 §§ 6º e 7º).

⁶⁴ A título exemplificativo, o art. 11 estatuto social do Banco do Brasil, a primeira sociedade anônima brasileira, conforme destaca Trajano de Miranda Valverde (1959, v. 2, p. 54) dispunha que: “para que um acionista tenha voto deliberatório nas sessões do Banco, há de pelo menos ter nele o fundo de capital de cinco ações, e quantas vezes tiver o dito cômputo, tantos votos terá na assembléa geral, bem entendido que nunca o mesmo sujeito, por qualquer motivo, que seja, poderá ter mais de quatro votos”.

lo, dos titulares de ações preferenciais⁶⁵. Esta proibição ao voto plural foi repetida no Decreto-Lei nº 2.627/1940⁶⁶, e posteriormente na Lei nº 6.404/1976⁶⁷.

Nesse sentido, conforme mencionado na seção 4.1., as justificativas contidas na exposição de motivos do Decreto nº 21.536/1932 também são argumentos contra a proibição de direito de voto, ou restrição dele, às ações preferenciais. A norma em 1932 não previa restrição à porcentagem de ações preferenciais que poderiam ter seu direito de voto proibido ou restrito. Poderia ocorrer naquele momento, por exemplo, de uma companhia prever em seu estatuto social que todas as ações preferenciais teriam seu direito de voto proibido. O resultado prático, desta forma, se assemelharia muito ao regime previamente autorizado do voto plural⁶⁸.

Em complemento, a própria exposição de motivos do decreto supra também menciona as vantagens ao desenvolvimento da riqueza nacional que o voto privilegiado poderia trazer, de acordo com os argumentos dos defensores deste voto:

- a) facilitar a concentração industrial, permitindo a fusão ou a associação de indústrias, racionalizando, assim, a produção, pela unidade de controle sobre um grupo de empresas industriais anteriormente sujeitas ao regime de concorrência [sic] ou de competição recíproca;
- b) as ações de voto privilegiado representam um fator de primeiro plano na evolução econômica e financeira dos organismos bancários [sic] e principalmente dos bancos denominados “de negócios” [sic], que tomando as ações privilegiadas das empresas financeiramente patronizadas por eles, asseguram para si, sem uma importante imobilização de capital, o controle das sociedades, adquirindo, assim, o monopólio [sic] do serviço financeiro das mesmas, como sejam a garantia das emissões, o pagamento dos “coupons”, as aberturas de contas e as operações de crédito;
- c) as ações de voto privilegiado favorecem nas sociedades anônimas [sic] o “intuitus personae”, permitindo, assim, que a sua direção seja atribuída a certas personalidades não em razão do capital de que dispõem, mas do seu valor e de sua capacidade.

Dessa forma, desde 1932, o voto privilegiado é vedado pelas normas que disciplinaram o direito societário. Ocorre que, em 2021, por conta da reforma à Lei das S.A. realizada pela

⁶⁵ Art. 1º O capital das sociedades anônimas pode ser, em parte, constituído por ações preferenciais de uma ou mais classes, observadas as disposições do presente decreto. [...] § 3º Os estatutos poderão deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações comuns, inclusive o de voto, ou de conferí-los com restrições, não podendo, porém [sic], impedir a seus possuidores a fiscalização dos atos da administração, tal como é, por lei, facultada aos acionistas comuns, nem lhes vedar o direito de requerer a dissolução e a falência da sociedade, nos casos previstos em lei. § 4º É vedado o voto plural.

⁶⁶ Cite-se o art. 80 - A cada ação comum ou ordinária corresponde um voto nas deliberações da assembleia geral, podendo os estatutos, entretanto, estabelecer limitações ao número de votos de cada acionista. Parágrafo único. É vedado o voto plural.

⁶⁷ Cite-se o art. 110 - A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia-geral. § 1º O estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista. § 2º é vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações.

⁶⁸ Nesse sentido, Francisco Müssnich (2022, p. 38): “Vedou-se, assim, o sistema que chancelava a concessão de maior número de votos a umas ações em relação a outras, dentro ou fora da mesma classe ou categoria. Muito embora, por outro lado, tenha a nova sistemática admitido a emissão de ações preferenciais sem direito de voto, o que, de fato, se assemelha a outorgar aos acionistas ordinários (comuns) com direito a voto uma espécie de “voto plural”, na medida em que será necessária uma quantidade menor de ações para o exercício do controle acionário”.

Lei nº 14.195/2021, o voto plural foi readmitido ao ordenamento jurídico pátrio. Esta admissão foi efetivada por meio da revogação do §2º do art. 110, da alteração dos arts. 15, §1º e 16, IV, assim como pela criação dos arts. 16-A e 110-A (além das atualizações de diversos dispositivos dispersos na Lei das S.A. para se adequarem à realidade que uma ação com direito de voto não mais representaria um só voto, necessariamente).

Francisco Müssnich (2022, p. 44-52) apresenta as principais vantagens que a permissão à adoção do voto plural possibilita ao mercado de capitais moderno:

A estrutura do voto plural representa, assim, uma estratégia importante e eficaz para elevar a quantidade de companhias com interesse em oferecer suas ações ao mercado e conferir maior dinamismo a ele.

[...]

A viabilização de estruturas de voto diferenciado aumenta a atratividade das bolsas de valores que as admitem e cria um clima de competição entre ambientes de listagem, uma vez que as companhias, cada vez mais, têm sido atraídas por mercados que admitem tais estruturas. Assim, enquanto sob a ótica do mercado, o voto plural representa uma possibilidade de expansão e diversificação de oportunidades de investimentos, sob a ótica das bolsas de valores, sua adoção representa uma oportunidade de ganhar *market share*.

[...]

Assim, em companhias cujos acionistas pouco valorizam o direito de voto, a adoção do voto plural permite, de um lado, maior eficiência à companhia ao otimizar a distribuição do direito de voto entre acionistas que pretendem, de fato, opinar sobre a condução do seu rumo para maximização de benefícios e, de outro, que investidores não precisem pagar por um direito que sequer lhes interessa, qual seja, o direito de voto.

[...]

É de se entender, portanto, que, em certas situações, a visão de negócios e a permanência dos *insiders* pode ser importante não apenas para eles próprios – que não querem perder o poder de gerir, a seu modo, os negócios por eles desenvolvidos-, mas para os próprios investidores de mercado.

[...]

A adoção do voto plural protege, portanto, as companhias de investidores oportunistas, focados em retornos de curto prazo. E, quando comparada a outras medidas *anti-takeover*, o voto plural não protege simplesmente quem esteja, no momento, no controle. Ele protege um grupo específico de *insiders* considerados fundamentais para o desenvolvimento dos negócios.

Tais vantagens podem, assim, ser resumidas em: (i) atração de novos negócios ao mercado de capitais⁶⁹; (ii) aumento do fluxo de negociação nas bolsas de valores; (iii) benefícios

⁶⁹ “Dual class common stock allows insiders to obtain the benefits of outside equity financing while still retaining control over the firm. This is not to suggest that all firms should employ dual class common stock. The cost of dual class common stock is that the effectiveness of the market for corporate control as a monitoring device is reduced” (FISCHEL, 1987, p. 140) [tradução livre: “As ações ordinárias de classe dupla permitem que os *insiders* obtenham os benefícios do financiamento de capital externo enquanto ainda mantêm o controle sobre a empresa. Isto não quer dizer que todas as empresas devam empregar ações ordinárias de classe dupla. O custo das ações ordinárias de classe dupla é que a eficácia do mercado para o controle corporativo como dispositivo de monitoramento é reduzida”].

aos investidores não empresários; (iv) caráter *intuitu personae* e seus benefícios ao mercado; e (v) proteção contra tomadas de controle hostis.

Por conta desta reforma, o art. 15, §1º da Lei das S.A., que não possibilitava ações ordinárias de companhia aberta terem mais de uma classe, mudou sua redação no sentido de permitir uma nova classe para as ações com mais de um voto. De forma a atualizar a legislação que trata das espécies e classes de ações à inovação da Lei nº 14.195/2021, o inciso IV do art. 16, que disciplina as ações ordinárias de companhias fechadas, passou a vigor com redação permitindo o voto plural. Em sentido semelhante, incluiu-se o art. 16-A que veda, nas companhias abertas, mais de uma classe de ações ordinárias, com exceção às novas classes que adotam o voto plúrimo.

Conforme mencionado, o art. 110, §2º, foi revogado. Este dispositivo proibía, de forma expressa, o voto plural. Dessa forma, para ser possível a adoção dele, a primeira mudança à Lei das S.A. a ser feita deveria ser a revogação do §2º, conforme efetivamente ocorreu.

Por último, cabe analisar o art. 110-A, originário da própria Lei nº 14.195/2021. Este é o artigo que efetivamente regulamenta o voto plural, garantindo direitos e salvaguardas ao mesmo tempo. Ao todo, o dispositivo conta com quatorze parágrafos, demonstrando o cuidado que o legislador teve com a introdução de uma nova forma de se conferir poder político aos acionistas.

Inicialmente, observa-se o seu *caput*. Além da admissão genérica, sem distinção entre companhias abertas e fechadas, da criação de uma ou mais classes de ações ordinárias com voto plural, em conformidade com os arts. 15, §1º; 16, IV; e 16-A, a redação do dispositivo apresenta a primeira salvaguarda do regime das ações com voto plural: o número de votos de uma ação ordinária não pode ser superior a dez.

Esta restrição está alinhada com o ordenamento jurídico de outros países, que em grande medida adotam uma restrição ao número de votos parecida entre si, com exceção dos Estados Unidos da América. Nesse sentido, a Argentina permite a adoção de até cinco votos por ação⁷⁰, enquanto a França permite até dois votos por ação⁷¹, e a Itália permite o máximo de dois votos

⁷⁰ “A Argentina permite que o estatuto social confira a cada ação ordinária o direito de até cinco votos. No entanto, veda-se a emissão de ações de voto privilegiado após a companhia ter sido autorizada a realizar oferta pública de suas ações (art. 216 da Lei nº 19550, Lei [sic] de Sociedades Comerciales da Argentina)” (MÜSSNICH, 2022, p. 34).

⁷¹ “A legislação francesa, que em 1933 havia abolido o voto plural, voltou a aceitá-lo por meio da Lei *Florange* (Lei nº 2014-384, de 29 de março de 2014, que leva o nome da cidade situada na Alsácia, onde as circunstâncias impulsionaram a sua criação) como reação à crescente perda de espaço das empresas francesas no mercado. Com tal mudança legislativa, hoje é possível conferir o direito ao voto duplo (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

para companhias abertas e três votos para companhias fechadas⁷². Já nos Estados Unidos⁷³, a competência para decidir sobre tal matéria é das leis estaduais. Conforme informa Nelson Eizirik (2021, v. 2, p. 206), a lei societária do Estado de Delaware:

[...] permite às companhias estabelecerem livremente, em seus estatutos, a disciplina do voto: (i) podem conferir a cada ação qualquer número de votos, ou negar-lhes o direito; (ii) podem atribuir o direito de voto aos debenturistas; (iii) os votos podem ser cumulativos, ou não; (iv) os acionistas podem votar pessoalmente ou mediante procuração; e (v) podem ainda estabelecer super maiorias para determinadas matérias.

Já os incisos I e II do *caput* do art. 110-A apresentam novamente a possibilidade de adoção do voto privilegiado nas companhias fechadas e abertas, porém com uma nova salvaguarda: no caso das companhias abertas, a classe de ações com esse voto só poderá ser criada previamente à negociação de quaisquer ações ou valores mobiliários conversíveis em ações, de emissão da companhia em questão, em mercados organizados de valores mobiliários.

suas ações por 4 anos em uma companhia aberta, desde que haja previsão estatutária autorizativa. Observa-se que a França adotou uma única espécie de voto plural denominado de *loyalty shares*, que conferem poder de voto ‘turbinado’ aos acionistas com maior compromisso com a companhia, independentemente de serem fundadores ou não. Para os franceses, o benefício de voto plural não está relacionado à ação objetivamente considerada, mas, sim, a um aspecto subjetivo do acionista titular. O grande beneficiário das *loyalty shares* é o Estado francês. De toda a sorte, em caso de transferência a ação não carrega a prerrogativa do voto plural” (MÜSSNICH, 2022, p. 34-35).

⁷² “A Itália, por sua vez, em 2014, por meio do Decreto nº 91/2014 (convertido posteriormente na Lei nº 116/2014), também passou a permitir a inclusão de disposição estatutária que assegure o voto plural. Contudo, o fez de forma mais ampla e detalhada. Para as companhias listadas, foi imposta a lógica das *loyalty shares*, limitando-se o número de votos por ação a dois, só podendo obter tal benefício os acionistas com mais de dois anos de investimento na companhia. Se transferidas as ações para terceiros, a prerrogativa do voto plural não as acompanhará. Para as companhias fechadas, possibilitou-se a emissão de ações com até três votos, com circulação livre, sem restrição quanto ao tempo que o acionista deve manter seu investimento na companhia para que usufrua do voto plural. No entanto, nos termos da lei italiana, a inserção dessa cláusula em companhias fechadas deve ser aprovada por mais de dois terços dos sócios, sendo ainda necessária oferta pública de ações aos demais acionistas, caso um acionista reúna mais de 30% do poder deliberativo” (MÜSSNICH, 2022, p. 35). Há ainda, o caso de Hong Kong e Singapura: “Apesar de não se ter notícia de limitação ao número de votos por ação na legislação dos principais Estados norte-americanos, estudo divulgado pelo CFA Institute indica que, em determinadas praças financeiras, a regulação local optou por inserir a referida baliza de até 10 votos por cada ação, citando Hong Kong e Singapura. Além disso, são mencionados casos considerados bem-sucedidos, que seguiram essa proporcionalidade. São fatores que, teoricamente, podem ter influenciado o legislador brasileiro” (MENEZES, 2022, p. 443-444)

⁷³ “Nos Estados Unidos é recorrente a adoção de ações com voto plural. A título de exemplo, buscando afastar pressões de curto prazo, Facebook, LinkedIn, Groupon, Google, entre outros nomes do Vale do Silício, adotaram, em seus IPO's, o modelo de duas classes de ações (*dual-class shares*), dando a seus fundadores poder de voto até 150 vezes maior do que o concedido aos novos investidores. A razão da adoção deste modelo acionário está no fato de que os acionistas fundadores seriam os com o maior interesse e comprometimento com o sucesso de longo prazo da companhia. Optaram 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 essas ações livres para serem negociadas no mercado, enquanto o grupo das ações de classe B de titularidade de investidores de longo prazo estaria sob o sistema do voto plural. Nesse último caso, as ações de classe B poderiam ser negociadas no mercado, mas, caso transferidas, perderiam o benefício do voto plural. Atualmente, dispositivos como o §313.00 do *NYSE Listed Company Manual*, proíbem a emissão de nova classe de ações sob o regime de voto plural que venha a diminuir o poder de voto dos acionistas. Todavia, esse mesmo dispositivo permite que ações com poder de voto diferenciado possam ser emitidas (i) antes de um IPO; (ii) após a companhia ter realizado um IPO desde que tenham as mesmas características das ações já emitidas; (iii) respeitando a composição pré-existente do capital votante; e (iv) sob certas condições, em caso de aquisição da companhia” (MÜSSNICH, 2022, p. 34).

Assim, veda-se a adoção do voto plural às companhias com ações de sua emissão já negociadas em bolsas de valores.

Nesse sentido, as companhias abertas, à época da publicação da Lei nº 14.195/2021, no dia 26 de agosto de 2021, já não poderiam adotar o voto plural em suas ações⁷⁴. O art. 110-A, portanto, possui como objetivo disciplinar o voto plúrimo nas companhias fechadas e nas companhias abertas que começaram a negociar valores mobiliários em mercados organizados a partir de sua entrada em vigor.

Veda-se, também, a alteração das características de classe das ações com voto plural após a abertura do capital da companhia, conforme o §5º. Excetua-se, no entanto, as deliberações que tenham como objeto reduzir direitos e vantagens desta classe⁷⁵.

Os parágrafos 1º, 2º e 3º dispõem sobre as regras de adoção, por cada companhia, do voto plural em suas ações ordinárias. Estipula-se um quórum de deliberação qualificado, na forma do art. 136, para aprovar a matéria: é necessário metade dos votos referentes a ações com direito de voto, no mínimo, e, cumulativamente, metade das ações preferenciais sem direito de voto ou com direito de voto restrito, também no mínimo, caso existam na companhia em questão. Os acionistas titulares de ações preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito, que compõem este último quórum, participarão de assembleia especial, convocada e instalada nos termos da Lei da S.A.

Aplicam-se, portanto, as mesmas formalidades que o §1º do art. 136 menciona. As assembleias especiais de ambos os artigos ocorrerão na forma do art. 123, conforme Nelson Eizirik (2021, v. 2, p. 559) propõe:

Não obstante constar do § 1º que a assembleia especial é “*convocada pelos administradores e instalada com as formalidades*” previstas na Lei das S.A., prevalece o entendimento de que se aplica à sua convocação a regra prevista no artigo 123. Assim, (i) qualquer acionista tem legitimidade para convocar a assembleia quando os administradores retardarem por mais de 60 (sessenta) dias a sua convocação, nos casos previstos na Lei das S.A. e no estatuto; e (ii) acionistas que representem 5% (cinco por cento), no mínimo, do capital social podem convocar a assembleia quando os administradores não atenderem, no prazo de 8 (oito) dias, o pedido de convocação que apresentarem, devidamente fundamentado.

Permite-se, também, que o estatuto social da companhia exija quórum maior para a deliberação de adoção do voto plural, tanto nas companhias abertas e nas fechadas. A permissão

⁷⁴ Existem mecanismos para superar esta vedação, conforme dispõe Francisco Müssnich (2022, p. 42): “Nada impede, evidentemente, a realização de uma ou mais ofertas públicas, inclusive de permuta, que resultem na migração da base acionária da companhia sem ações com voto plural para compor a base acionária de uma companhia com ações com voto plural, observada a regulamentação vigente da B3”.

⁷⁵ “[...] hipótese pouco provável, mas que, caso verificada, em nada frustrará as expectativas dos titulares de ações em circulação, desprovidas do voto plural, logicamente” (MENEZES, 2022, p. 445).

para se deliberar sobre aumento de quórum nas companhias abertas, no entanto, aparenta não ter efeitos práticos, visto que estas não podem criar classe de ações ordinárias com atribuição do voto plural.

Prevê-se, no §2º, uma nova possibilidade de direito de retirada. Nas deliberações sobre criação de classe de ações com atribuição do voto plural, é garantida a retirada dos acionistas dissidentes mediante o reembolso do valor de suas ações, conforme o art. 45. No entanto, há exceção a esse direito: se a criação de classe de ações com voto plural já estiver prevista ou autorizada no estatuto social.

Cabe mencionar que não há menção ao quórum necessário para deliberar sobre esta matéria, presumindo-se, por analogia, ser o mesmo do art. 136, eis que o efeito prático é o mesmo (previsão e implementação). Ressalva-se que o quórum é o mesmo, mas a alteração para previsão da emissão de ações com voto plural não enseja o direito de retirada. Portanto, não há nenhuma vedação a deliberar-se, em um primeiro momento, pela alteração do estatuto social, para prever autorização à criação de classe de ações com voto plural e, com a aprovação desta matéria, posteriormente deliberar-se pela criação desta classe de ações, impossibilitando, assim, o direito de retirada.

Os parágrafos 6º, 7º e 8º disciplinam o fim da vigência do voto plural e a conversão de respectiva ação de classe que o atribuía em ação ordinária com direito a apenas um voto. Tem-se com o §6º, inicialmente, o que a doutrina denomina de *sunset provision*, conforme explica Mauricio Menezes (2022, p. 445):

É possível limitar a vigência de determinada norma, prevista em lei, regulamento ou estatuto social, fixando-lhe prazo ou delimitando certos fatos cujo implemento produzirá sua caducidade, de pleno direito, i.e., automaticamente, sem necessidade de qualquer formalidade superveniente. Essa categoria de cláusula normativa é igualmente conhecida como *sunset provision*, que tem se tornado usual no direito societário norte-americano, particularmente em estruturas acionárias fundadas no dual-class shares.

A título de estudo do direito comparado sobre as *sunset provisions*, analisa-se artigo dos professores Lucian Bebchuk e Kobi Kastiel (2017, p. 619-620):

A sunset provision with a time limitation is triggered at a predetermined date-say, ten years after the IPO. When the clause is activated, the shares with the superior voting rights automatically convert into ordinary shares, and the company's second class is eliminated. To enable the retention of structures that remain efficient, the provision may stipulate that the conversion could be delayed by additional periods of not more than ten years each, provided that the majority of shareholders unaffiliated with the controller approve such extensions. This type of sunset clause ensures that controlling shareholders would be able to retain only efficient dual-class structures. With unaffiliated shareholders determining the structure's future, the controlling

shareholder is unlikely to prolong an inefficient structure that serves her private benefits at the expense of enterprise value.

We have identified several companies-including Fitbit, Groupon, Kayak, and Yelp-that recently adopted a fixed-time sunset clause at the IPO stage. The duration of the dual-class structures in these cases ranged from five years to twenty years. Groupon, for example, adopted a five-year sunset clause at its IPO in 2011, and, as a result, it converted to a single-class company in 2016. However, the companies adopting this type of provision still constitute a minority of dual-class IPOs.

[...]

A second type of sunset, adopted by some dual-class companies, is a triggering-event sunset requiring a conversion to a single-class structure upon the occurrence of a specified event, such as the founder's disability, death, or reaching of retirement age. This type of a sunset arrangement prevents the founder from retaining control when reaching old age or disability and from transferring control to heirs. However, such a sunset provides the founder with control for the remainder of her working life.⁷⁶

Desse modo, o referido parágrafo faculta aos acionistas estipularem no estatuto social o término da vigência do voto plural condicionado a um termo ou evento, considerando-se as demais regras de término de vigência constantes no art. 110-A, dispostas nos parágrafos subsequentes. Trata-se, portanto, de *sunset provision* baseada em evento.

No entanto, não há menção ao quórum a ser adotado nesta hipótese, aplicando-se assim, para a instalação da assembleia geral, o quórum de 2/3 (dois terços) do total de votos conferidos pelas ações com direito de voto, em primeira convocação, e em segunda convocação qualquer número, conforme o *caput* do art. 135, visto se tratar de reforma do estatuto. Já o quórum de deliberação, caso o estatuto não disponha, será o quórum do *caput* do art. 129, ou seja, maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco, visto que o art. 136, que trata de quórum qualificado, não apresenta em seu rol deliberações sobre reforma do estatuto estipulando *sunset provision* ao voto plural.

⁷⁶ Tradução livre: “Uma cláusula de caducidade com limitação de tempo é acionada em uma data predeterminada-como, dez anos após o IPO. Quando a cláusula é ativada, as ações com direito a voto superior se convertem automaticamente em ações ordinárias, e a segunda classe da companhia é eliminada. Para permitir a retenção de estruturas que permanecem eficientes, a disposição pode estipular que a conversão poderia ser atrasada por períodos adicionais de não mais de dez anos cada, desde que a maioria dos acionistas não filiados ao controlador aprove tais extensões. Este tipo de cláusula de caducidade garante que os acionistas controladores poderão reter somente estruturas eficientes de classe dupla. Com acionistas não filiados determinando o futuro da estrutura, é improvável que o acionista controlador prolongue uma estrutura ineficiente que sirva aos seus benefícios privados às custas do valor da empresa. Identificamos várias empresas - incluindo Fitbit, Groupon, Kayak e Yelp - que recentemente adotaram uma cláusula de tempo fixo de caducidade na fase de IPO. A duração das estruturas de classe dupla nestes casos variou de cinco anos a vinte anos. A Groupon, por exemplo, adotou uma cláusula de caducidade de cinco anos em sua IPO em 2011 e, como resultado, converteu-se em uma companhia de classe única em 2016. No entanto, as companhias que adotaram este tipo de disposição ainda constituem uma minoria de IPOs de classe dupla. [...] Um segundo tipo de cláusula de caducidade, adotado por algumas companhias de classe dupla, é uma caducidade por evento que requer uma conversão para uma estrutura de classe única quando da ocorrência de um evento específico, como a invalidez do fundador, a morte ou o atingimento da idade de aposentadoria. Este tipo de acordo de caducidade impede que o fundador retenha o controle ao atingir a velhice ou deficiência e transfira o controle para os herdeiros. No entanto, tal cláusula de caducidade proporciona à fundadora o controle para o restante de sua vida profissional”.

O §7º determina um prazo de vigência inicial às ações ordinárias com voto plural de até sete anos. Após este período, portanto, as ações voltarão a ter direito a somente um voto, excetuado o caso em que, cumulativamente: (i) aprove-se prorrogação do prazo de acordo com as regras de quórum de deliberação dos §§ 1º e 3º; (ii) os detentores das ações com voto plural objeto de prorrogação de período de vigência não votem nesta deliberação; e (iii) caso ocorra a aprovação da prorrogação, seja garantido o direito de retirada, na regra do §2º⁷⁷.

Note-se que o prazo a ser prorrogado, diferentemente do primeiro prazo previsto no parágrafo – sete anos -, não possui limite temporal. Dessa forma, cumpridos os requisitos supra, pode-se deliberar pela prorrogação do período de vigência do voto plural às ações de determinada classe por tempo superior a sete anos⁷⁸.

O §8º prevê hipóteses de conversão automática das ações com voto plural em ações ordinárias com somente um voto. Sintetiza as regras Francisco Müssnich (2022, p. 43):

Também nessa linha de fim da vigência do voto plural, a nova regra prevê duas hipóteses em que as ações com voto plural serão automaticamente convertidas em ações ordinárias sem voto plural. A primeira em caso de transferência, a qualquer título, a terceiros. A segunda na hipótese de celebração de contrato ou acordo de acionistas, entre titulares de ações com voto plural e acionistas que não sejam titulares de ações com voto plural, para dispor sobre exercício conjunto do direito de voto. Com respeito a primeira hipótese, são excepcionados da automática conversão em ações ordinárias sem voto plural os seguintes casos: (a) quando o alienante permanecer indiretamente como único titular das ações e no controle dos direitos políticos por elas conferidos, como, por exemplo, a criação de uma *holding* onde todas as suas ações pertencerão ao alienante; (b) quando o terceiro adquirente for titular da mesma classe de ações com voto plural a ele alienadas; (c) quando a transferência ocorrer no regime de titularidade fiduciária para fins de constituição do depósito centralizado.

O §9º prevê que deve ser indicado expressamente, em dispositivos que tratem sobre quóruns de deliberação, que o cálculo dele será realizado pelo número de votos; caso contrário, não haverá incidência do voto plural. Cabe mencionar que diversos dispositivos da Lei das S.A. foram atualizados por conta deste parágrafo, de forma a prever o exercício do voto privilegiado.

Já o §10 possuía como redação no PLV nº 15/2021:

A Comissão de Valores Mobiliários deverá elaborar e tornar público material de orientação aos agentes de mercado no qual enunciará taxativamente os quóruns e as matérias a serem deliberadas pela assembleia geral que, nos termos desta Lei, não são afetados pelo voto plural.

⁷⁷ Por conta da conjugação dos parágrafos 7º e 2º, entendo que, caso o estatuto social preveja ou autorize de antemão a prorrogação, a sua posterior aprovação não ensejará o direito de retirada.

⁷⁸ De acordo com Francisco Müssnich (2021, p. 42), a prorrogação do limite temporal de sete anos poderá ser: “[...] por qualquer prazo, ainda que superior a sete anos [...]”.

No entanto, sofreu veto presidencial sob a justificativa de que tal redação do dispositivo causaria insegurança jurídica. De acordo com a Mensagem nº 415, de 26 de agosto de 2021, publicada no Diário Oficial da União de 27 de agosto de 2021, o Ministério da Economia manifestou-se em relação a este veto de acordo com as seguintes razões:

A proposição legislativa estabelece que a Comissão de Valores Mobiliários - CVM deveria elaborar e tornar público material de orientação aos agentes de mercado no qual enunciaria taxativamente os quóruns e as matérias a serem deliberadas pela assembleia geral que não seriam afetados pelo voto plural.

Entretanto, a despeito da boa intenção do legislador, a proposição legislativa contraria o interesse público, pois causaria insegurança jurídica. Ainda que a CVM mantenha-se inteiramente adstrita ao texto legal, as eventuais divergências de redação poderiam ser lidas com o rigor técnico e interpretadas de maneira diversa ao desejado na comunicação da Comissão. Desse modo, a elaboração de material de orientação poderia ensejar mais dúvidas do que soluções, pois poderiam existir casos concretos e nuances que provocariam equívocos até mesmo entre investidores familiarizados com a dinâmica de mercado, ainda mais pela ausência de histórico de voto plural no mercado brasileiro.

Ressalta-se que a CVM já desempenha atividade consultiva, nos termos previstos no art. 13 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e pode editar atos de orientação específicos, publicamente disponíveis, com respostas concretas a dúvidas reais e não somente a mera leitura do texto legal.

Ademais, nos casos em que a CVM disponibiliza conteúdo de caráter educativo, o faz com vistas a suprir as necessidades do público em geral, com objetivo didático e informativo e no contexto de promoção da educação financeira no País. Sob esse aspecto, a produção de material orientativo por força de determinação legal, além de não coadunar com a forma usual de atuação da autarquia, criaria o espaço para incertezas sobre o escopo e a natureza desse material.”

Por sua vez, o §12 apresenta vedação ao voto plural. O dispositivo, em seus incisos I e II, apresenta deliberações da assembleia geral que implicam na vedação ao cálculo do quórum, utilizando-se do voto privilegiado. Cada ação com voto, nestes casos, só terá direito a um voto.

Nesse sentido, as deliberações são as que tratam sobre a remuneração dos administradores e transações com partes relacionadas que atendam critério de relevância a ser estipulado pela CVM⁷⁹. Este último caso depende da mesma regulamentação que o art. 122, X,

⁷⁹ “A primeira consiste na deliberação sobre a remuneração dos administradores. A consolidação das prerrogativas políticas, por meio do voto plural, permite, em tese, que os cargos da administração sejam ocupados pelos acionistas controladores ou por pessoas por eles designadas, de modo absolutamente estável e sem margem para alternâncias. Há, aqui, plausível atenção para que as bases de mercado sejam determinantes na fixação de sua remuneração, retirando a questão do exclusivo perímetro volitivo dos titulares de classe de ações com voto plural, os quais devem votar em igualdade de condições com os demais acionistas. Sob diferente ponto de vista, trata-se de matéria estratégica para a companhia e que impacta diretamente os interesses dos controladores, os quais ficam sujeitos à perda da autonomia para fixar a remuneração dos líderes da gestão dos negócios sociais, no contexto em que seu poder decisório dependa da pluralidade de votos de sua classe de ações. Corre-se o risco de inviabilizar a atração de profissionais de primeira linha para que exerçam funções de liderança na companhia, esvaziando-se o pacote de vantagens conferido pelo voto plural. A segunda hipótese refere-se a decisões sobre celebração de ‘transações com partes relacionadas que atendam aos critérios de relevância a serem definidos pela Comissão de Valores Mobiliários’. A LSA foi atualizada para contemplar a noção de partes relacionadas, presente na jurisprudência administrativa da Comissão de Valores Mobiliários e em sua regulação, consolidada pela

II, criado pela MP nº 1.040 mencionava. Ocorre que, conforme visto na seção 4.4.2., a redação final da Lei nº 14.195/2021 unificou os incisos I e II do art. 122, X, retirando também a previsão de regulamentação da CVM sobre o critério de relevância.

O §11 disciplina a vedação de operações de reestruturação societária em decorrência da adoção do voto plúrimo. São vedadas operações: (i) de incorporação, de incorporação de ações e de fusão de companhia que adote voto plural, por companhia aberta que não o adote e que tenha valores mobiliários negociados em mercados organizados; e (ii) que decorram da cisão de companhia aberta que não adote voto privilegiado, e cujos valores mobiliários sejam negociados em mercados organizados, para constituição de nova companhia, adotando voto plural, ou incorporação da parcela cindida em companhia que já o adote.

Mauricio Menezes (2022, p. 449) justifica a opção do legislador em implementar tais vedações argumentando que:

É evidente que as vedações acima descritas têm por objetivo impedir que companhias que não adotem o voto plural e já tenham ações negociadas no mercado promovam reestruturações societárias cujo efeito prático será equivalente à adoção do voto plural após a listagem das ações em mercado organizado, em violação ao § 1º, II, do art. 110-A.

Tanto é assim que o § 11 permite concluir que tais vedações não se aplicam a: (i) companhias fechadas; (ii) companhia abertas cujas ações não sejam negociadas em mercado organizado; e, igualmente, (iii) companhias abertas com ações negociadas em mercado que adotem o voto plural.

Por fim, o §13 estabelece as informações que devem constar no estatuto social referentes à criação de classe de ações ordinárias com atribuição de voto plural⁸⁰, e o §14 veda a aplicação das disposições permitindo o voto privilegiado às empresas públicas, sociedades de economia mista, suas subsidiárias, sociedades controladas direta ou indiretamente pelo poder público e, conforme o art. 284, às sociedades em comandita por ações⁸¹.

Deliberação CVM 642/2010, que aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 05, editado pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC. Como se sabe, negócios firmados entre a companhia e suas partes relacionadas podem conduzir a situação de interesse conflitante, especialmente pelo risco de predominância de única vontade na formação do contrato, sendo recomendável a adoção de medidas para sua mitigação, tendentes a preservar as bases de mercado daquelas relações jurídicas” (MENEZES, 2022, p. 448-449).

⁸⁰ Cite-se o §13 do art. 122 - O estatuto social deverá estabelecer, além do número de ações de cada espécie e classe em que se divide o capital social, no mínimo: I - o número de votos atribuído por ação de cada classe de ações ordinárias com direito a voto, respeitado o limite de que trata o *caput* deste artigo; II - o prazo de duração do voto plural, observado o limite previsto no § 7º deste artigo, bem como eventual quórum qualificado para deliberar sobre as prorrogações, nos termos do § 3º deste artigo; e III - se aplicável, outras hipóteses de fim de vigência do voto plural condicionadas a evento ou a termo, além daquelas previstas neste artigo, conforme autorizado pelo § 6º deste artigo.

⁸¹ “Não por acaso, a LSA é complementada pela Lei nº 13.303/2016, que dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Por conseguinte, é natural que o § 14 do art. 110-A exclua o voto plural do

Dessa forma, conclui-se que o voto plural não foi idealizado como mecanismo de proteção do direito dos minoritários, contradizendo o título do capítulo em que foi inserido na Lei nº 14.195/2021 - “Da proteção de acionistas minoritários”. Ocorre que o voto privilegiado beneficia majoritariamente os controladores e fundadores, tendo em vistas o quórum necessário à sua deliberação ser dificilmente atingível de forma a beneficiar um acionista minoritário.

No entanto, o art. 110-A apresenta um rol extenso de salvaguardas, que restringem tanto a criação, quanto a vigência e o exercício do voto plural. São estas salvaguardas que constituem proteção aos minoritários, visto que os controladores serão os detentores das classes de ações ordinárias com mais de um voto por ação.

A dinâmica entre controlador e minoritário, em conclusão, não sofre grande mudança estrutural. As mudanças que a permissão do voto plural, caso não houvesse as salvaguardas, poderia gerar na estrutura acionária das companhias, conforme a experiência norte-americana, seria relevante. Porém, com tantas restrições, o voto plural acaba tendo as mesmas vantagens e impacto na estrutura acionária das companhias que as ações preferenciais sem direito de voto.

regime acionário das empresas públicas e das sociedades de economia mista, bem como de suas subsidiárias, diretas e indiretas. Por fim, o art. 284 da LSA foi alterado para dispor que o voto plural não se aplica à sociedade em comandita por ações. A despeito de esse tipo societário ter caído em desuso, especialmente pela cláusula legal de responsabilidade ilimitada dos sócios comanditados pelas obrigações sociais, convém observar que as bases das relações de poder prescindem do mecanismo propiciado pelo voto plural, porquanto o poder de gestão é exercido, exclusivamente, pelos integrantes da categoria dos sócios comanditados” (MENEZES, 2022, p. 450). Com a devida vênia ao doutrinador, cabe alguns comentários críticos ao trecho citado. As prerrogativas dos diretores também não seriam alteradas com a adoção do voto plural em razão do poder de veto que a lei lhes assegura nas deliberações sobre as matérias descritas no art. 283 da Lei nº 6.404/76 (“A assembleia-geral não pode, sem o consentimento dos diretores ou gerentes, mudar o objeto essencial da sociedade, prorrogar-lhe o prazo de duração, aumentar ou diminuir o capital social, emitir debêntures ou criar partes beneficiárias nem aprovar a participação em grupo de sociedade”). Ademais, também cabe crítica ao termo “sócios comanditados”, visto que a Lei das S.A. não adota tal terminologia, tratando os sócios que têm qualidade para administrar ou gerir a sociedade como diretores, gerentes ou sócios-diretores. Nesse sentido explica Modesto Carvalhosa (2017, v. 4, t. II, p. 490): “O diploma de 1940 continha idêntica disposição quanto ao sentido e às palavras. Nesse preceito residia a inovação que Miranda Valverde trouxe ao instituto das sociedades em comandita por Ações. E, com efeito, o legislador de 1940 procurou eliminar as diferentes categorias de sócios – comanditados e comanditários -, na medida em que, pela tradição legislativa e na prática dos negócios, as contribuições de um e de outro eram diferentes. Para Valverde, essas contribuições são idênticas no tocante à subscrição do capital. Todos são acionistas com igual obrigação de subscrever a integralizar as ações emitidas pela companhia. Desse quadro acionário origina-se a diferença entre comanditados e comanditários. Assim, se qualquer acionista assumir a direção ou gerência da sociedade, será ele, com respeito ao período em que exercer tal função, responsável subsidiária, ilimitada e solidariamente pelas perdas sociais. Todos os acionistas são iguais. É a função de administrador (gerente ou diretor) que torna esse acionista responsável com seus bens pessoais pelas perdas da sociedade”.

5. CONCLUSÃO

Diante do exposto, resta claro que, desde a promulgação da Lei nº 6.404/1976, norma que garantiu diversos direitos aos acionistas e, em especial, aos minoritários, existe uma política legislativa de ampliação do direito da minoria acionária, com suas devidas exceções. Por meio do método dedutivo, analisou-se a disciplina e os conceitos gerais empregados na proteção dos minoritários e, em um segundo momento, analisou-se o caso específico da Lei nº 14.195/2021 e seus desdobramentos.

O estudo dos dispositivos da Lei das Sociedades por Ações que dispõem sobre a proteção dos minoritários, desde a sua redação original, passando por uma análise das principais reformas legislativas no âmbito do direito societário, possibilitou compreender, sob um prisma histórico, os fundamentos da disciplina que tutela o direito da minoria. Ademais, a leitura da melhor literatura sobre os conceitos essenciais à compreensão do tema desta monografia forneceu o embasamento necessário para tecer as conclusões sobre a reforma de 2021.

A Lei de Melhoria de Ambiente de Negócios, portanto, introduziu sete mudanças substanciais à Lei das Sociedades por Ações: (i) operação com partes relacionadas, alienação ou contribuição para outra sociedade empresária, caso o valor da operação corresponda a mais de 50% (cinquenta por cento) do valor dos ativos totais da companhia, constantes do último balanço aprovado, como competência privativa da assembleia; (ii) aumento do prazo de convocação da assembleia geral de companhias abertas; (iii) vedação ao acúmulo das funções de presidente do conselho e diretor-presidente; (iv) participação obrigatória de conselheiros independentes no conselho de administração; (v) dispensa para o diretor da companhia de residência no Brasil; (vi) substituição dos livros sociais por registros eletrônicos em companhias fechadas; e (vii) permissão e criação de ações ordinárias com voto plural.

Optou-se por não analisar a desnecessidade de o diretor de companhia precisar residir no Brasil e a substituição dos livros sociais por registros eletrônicos em companhias fechadas, devido ao fato de não afetarem o regime de tutela do direito dos acionistas minoritários.

Dessa forma, chegou-se à conclusão de que a atribuição de competência privativa da assembleia geral a uma determinada matéria é um método proteger os minoritários. Assim, a adição das transações entre partes relacionadas e alienação ou contribuição para outra empresa de ativos, caso o valor da operação corresponda a mais de cinquenta por cento dos ativos da companhia constantes do último balanço, ao rol de incisos do art. 122, garantiu mais poder político aos titulares de ações, possibilitando ainda a averiguação das condições e deliberação sobre estas operações, em conformidade com o interesse social.

Já em relação ao aumento do prazo de antecedência da primeira convocação de assembleia geral para vinte e um dias, houve a ampliação do direito de todos os acionistas, mas, em especial, a alteração auxiliou os acionistas minoritários a terem mais tempo para se prepararem para a assembleia e exercerem o direito de voto de forma adequada. Garante-se também, aos preferencialistas sem direito de voto ou com voto restrito, mais tempo para questionamentos.

A desconcentração dos cargos de presidente nos órgãos administrativos não gera, na prática, a proteção prevista pelo legislador. Isso ocorre, pois o acionista controlador tem o poder de eleger o presidente do conselho de administração, que por sua vez elegerá o diretor-presidente. Dessa forma, a influência do controlador se mantém. Somente nos casos em que o poder de comando se encontre nas mãos dos administradores da companhia, ou seja, caso haja controle gerencial, pouco presente no cenário corporativo brasileiro, o art. 138, §3º, pode configurar um mecanismo de proteção ao interesse dos minoritários.

Em relação à obrigatoriedade da participação de conselheiro independente no conselho de administração, há o fortalecimento da proteção aos minoritários. Isso ocorre, pois um administrador no conselho de administração que, na teoria, não sofre influência do poder de controle, tende a promover uma administração em prol dos acionistas e do interesse social. Aguarda-se, no entanto, pela futura regulamentação da norma pela CVM.

Por fim, conclui-se que o voto plural foi idealizado como mecanismo de manutenção do poder de controle, não sendo instrumento de proteção do direito dos minoritários. As salvaguardas apresentadas nos incisos do art. 110-A, porém, tutelam o direito dos minoritários, restringindo os poderes concedidos pelo voto plural.

Conclui-se que o Capítulo III da Lei nº 14.195/2021 trouxe ao ordenamento jurídico brasileiro novas formas de proteção aos acionistas minoritários, assim como introduziu dispositivos sem a aplicabilidade idealizada e a permissão à adoção do voto plural, que configura uma norma de proteção ao controlador. No entanto, nenhuma norma alterou de forma significativa a dinâmica entre acionista controlador e minoritário, tampouco houve alteração dos conceitos clássicos de poder de controle, controlador e minoria.

REFERÊNCIAS

- ANDREI, Daniela Mussolini Llorca Sanchez. A vedação ao voto plural no Brasil. *In: Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários*. NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; EIZIRIK, Nelson (coords.). São Paulo: Almedina, ago/2019. v. 9.
- ASQUINI, Alberto. Perfis da empresa (profili dell'impresa, in revista dell diritto commerciale, 1943, vol. 41, 1.). Tradução de Fábio Konder Comparato. *In: Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, out.-dez. 1996, n. 104, p. 109-126.
- BEBCHUK, Lucian A.; KASTIEL, Kobi. The untenable case for perpetual dual-class stock. *In: Virginia Law Review*, junho/2017, p. 585-631. v. 103, nº 4.
- BERLE JR., Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.
- CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. 4 v.
- CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Controle gerencial** (coleção IDSA de direito societário e mercado de capitais). São Paulo: Quartier Latin, 2010.
- CEREZETTI, Sheila C. Neder; MARTINS, Rafaela Parizotto Lacaz. Estratégias regulatórias para lidar com transações com partes relacionadas em companhias abertas. *In: Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários: edição comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404 – volume II*. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; EIZIRIK, Nelson (coords.). Almedina, dezembro de 2021.
- COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; CAMPINHO, Sérgio. **Lei das sociedades anônimas comentada**. COELHO, Fábio Ulhoa (coord.). 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022.
- COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2014.
- EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. 4 v.
- EIZIRIK, Nelson. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.
- FISCHEL, Daniel R. Organized Exchanges and the regulation of dual class common stock. *In: The University of Chicago Law Review*, 1987, p. 119-152. v. 54.
- GONZALEZ, Gustavo. As novas competências da assembleia geral (1): transações com partes relacionadas (comentários ao inciso X do artigo 122 da Lei das Sociedades por Ações). *In: Revista de Direito Societário e M&A*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, jan.-jun. 2022. v. 1. Disponível em:

<https://www.revistadoatribunais.com.br/maf/app/resultList/document?&src=rl&srguid=i0ad82d9b000001819e9050bd5555e6eb&docguid=Ic49f2e20e61911ec960fd1542da0bc67&hitguid=Ic49f2e20e61911ec960fd1542da0bc67&spos=1&epos=1&td=2&context=20&crumb-action=append&crumb-label=Documento&isDocFG=false&isFromMultiSumm=&startChunk=1&endChunk=1>.
Acesso em: 20.06.2022.

GUERREIRO, José Alexandre; TEIXEIRA, Egberto Lacerda. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: Bushatsky, 1979. 2 v. v. 1.

HUANG, Flora. Dual class shares around the top global financial centres. *In: Journal of Business Law*, 2017, p. 137-154. v. 2.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). **Direito das companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1978. 5 v. v. 2: artigos 52 a 120.

LOBO, Jorge. **Direito dos Acionistas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas: comentários à lei**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. 3 v. v. 1: arts. 1º a 120.

MARTINS NETO, Carlos. Exame crítico da utilização de mecanismos de proteção à dispersão acionária no direito brasileiro. *In: Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários*. NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e; EIZIRIK, Nelson (coords.). v. 2, nov/2015. São Paulo: Almedina, 2015.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. 45 anos depois: a admissão do voto plural pela Lei das S.A. *In: Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários: edição comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404 – volume II*. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; EIZIRIK, Nelson (coords.). Almedina, dezembro de 2021.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Conflito de interesses no exercício do direito de voto nas sociedades anônimas. *In: Temas de direito empresarial: direito societário, mercado de capitais e direito da insolvência*. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

PASCHOAL, Mauricio Negri. Uma ação, um voto: a quem cabe definir a estrutura acionária das companhias? *In: Direito societário e outros temas de direito empresarial aplicado*. PITTA, Andre Grunspun; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). São Paulo: Quartier Latin, 2021.

PENNA, Paulo Eduardo. **Alienação de Controle de Companhia Aberta**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

RAMOS, André Luiz Santa Cruz. **Direito empresarial**: volume único. 10. ed. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2020.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 28. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. 2 v. v. 2.

SOUSA, Marcos Andrey de. O Direito de Saída Conjunta (Tag Along) e os Preferencialistas. *In: Sociedade anônima – 30 anos de Lei 6.404/76*. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). São Paulo: Quartier Latin, 2007. pp. 280 e 281.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial**. 10. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. 4 v. v.1: teoria geral e direito societário.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações** (comentários ao decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940). 2ª. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959. 2 v. v. 2: arts. 74 a 136.