

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA - UFSC
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS - CCJ
DEPARTAMENTO DE DIREITO

EVERTON RODRIGO VOLPI

**A INEFICÁCIA DO VOTO MÚLTIPLO COMO FERRAMENTA DE PROTEÇÃO
AO ACIONISTA MINORITÁRIO**

Florianópolis (SC)

2014

EVERTON RODRIGO VOLPI

**A INEFICÁCIA DO VOTO MÚLTIPLO COMO FERRAMENTA DE PROTEÇÃO
AO ACIONISTA MINORITÁRIO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à banca examinadora do Curso de Graduação em Direito da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito à obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Orientador: Professor Dr. Orlando Celso da Silva Neto

Florianópolis (SC)

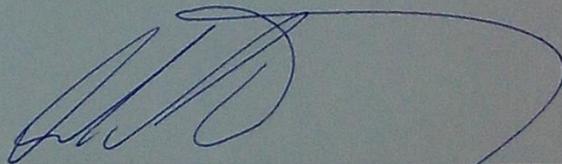
2014

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
COLEGIADO DO CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

TERMO DE APROVAÇÃO

O presente Trabalho de Conclusão de Curso, intitulado "**A ineficiência do voto múltiplo como ferramenta de proteção aos acionistas minoritários**", elaborado pelo(a) acadêmico(a) **Everton Rodrigo Volpi**, defendido em **26/11/2014** e aprovado pela Banca Examinadora composta pelos membros abaixo assinados, obteve aprovação com nota 9,5 (NOVE inteiros e CINCO décimos), cumprindo o requisito legal previsto no art. 10 da Resolução nº 09/2004/CES/CNE, regulamentado pela Universidade Federal de Santa Catarina, através da Resolução nº 01/CCGD/CCJ/2014.

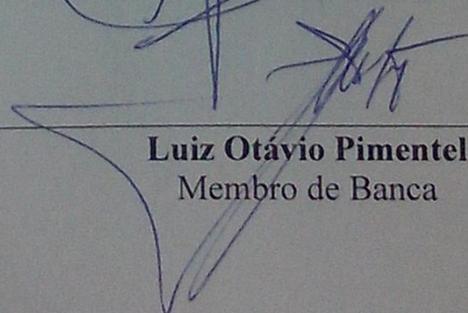
Florianópolis, 26 de Novembro de 2014.



Orlando Celso da Silva Neto
Professor(a) Orientador(a)



Everton das Neves Gonçalves
Membro de Banca



Luiz Otávio Pimentel
Membro de Banca

RESUMO

Consiste a presente monografia em análise sobre a aplicação prática do instituto denominado voto múltiplo, com a finalidade de observar sua eficiência como ferramenta de proteção aos acionistas minoritários. Para tanto, desenvolveram-se três estudos preliminares. Inicialmente, verificam-se questões relativas à sociedade anônima objetivando apresentar a imprescindibilidade de a legislação societária tutelar os interesses dos acionistas minoritários. Num segundo momento, estuda-se o funcionamento do Conselho de Administração, as formas de sua composição e a importância de o acionista ter um representante neste órgão. No terceiro estudo preliminar, analisa-se, de forma mais aprofundada, o instituto do voto múltiplo, sua aplicação e todas as consequências dela decorrentes. Após, desenvolvem-se simulações a partir das quais se investigam os resultados da aplicação do instituto em comparação com o voto proporcional simples, com a finalidade de demonstrar a sua eficácia real. Por fim, o trabalho se propõe a oferecer um posicionamento sobre o questionamento que se propõe – é o voto múltiplo ferramenta eficiente para a proteção do acionista minoritário? –, apoiando-se nas constatações colhidas das projeções realizadas.

Palavras-chave: Direito Comercial. Direito Societário. Proteção dos Acionistas Minoritários. Conselho de Administração. Voto Múltiplo.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	6
1 A SOCIEDADE ANÔNIMA E A PROTEÇÃO AO ACIONISTA MINORITÁRIO ..	8
1.1 Conceito de Sociedade Anônima	9
1.2 Classificação entre sociedade aberta e fechada	10
1.3 A Comissão de Valores Mobiliários.....	12
1.4 Mercado de Capitais	13
1.5 Ações	15
1.5.1 Ações Ordinárias.....	16
1.5.2 Ações Preferenciais	17
1.5.3 Ações de Fruição	18
1.6 O acionista controlador e o minoritário.....	19
1.7 Os direitos dos acionistas e a proteção das minorias.....	22
1.7.1 Direitos essenciais	24
1.7.2 Direitos não essenciais – o direito de voto.....	26
2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E VOTO MÚLTIPLO.....	28
2.1 O Conselho de Administração	28
2.1.1 Votação majoritária	30
2.1.2 Votação proporcional.....	31
2.2 O voto múltiplo.....	33
2.2.1 Histórico	33
2.2.2 Finalidade da representação proporcional.....	34
2.2.3 Conceituação	35
2.2.4 Aplicação.....	36
2.2.5 Empate nas eleições do Conselho	40
2.3 Eleições em separado	41
3 A INEFICIÊNCIA DO VOTO MÚLTIPLO COMO FERRAMENTA DE PROTEÇÃO AO ACIONISTA MINORITÁRIO	43
3.1 Simulação 1 – Mandatos não coincidentes	44
3.2 Simulação 2 – ferramentas à disposição dos controladores e comparação de resultado prático entre voto múltiplo e votação proporcional simples.....	46
3.3 Simulações 3 e 4 – Comparação de resultado prático entre voto múltiplo e votação proporcional simples.....	49
3.3.1 Simulação 3	49

3.3.2 Simulação 4	51
3.4 Observações referentes à análise das simulações.....	53
CONCLUSÃO	55
REFERÊNCIAS	60

INTRODUÇÃO

A Lei n. 6.404/76 – Lei das Sociedades Anônimas (LSA) introduziu no direito societário brasileiro o instituto do voto múltiplo, almejando garantir o equilíbrio e seguro desenvolvimento desta espécie de sociedades, fixando regras que constituem verdadeira defesa da minoria, sobretudo no que toca à proporcional participação de todas as classes de acionistas no Conselho de Administração, órgão administrativo de deliberação colegiada da companhia, responsável por ditar suas diretrizes, a serem executadas pela Diretoria.

Conforme se verá ao longo deste estudo, a importância de a lei prescrever garantias e prerrogativas aos acionistas minoritários reside na possibilidade de estimular a participação e interesses das minorias acionárias, bem como de pequenos investidores nas companhias.

O presente trabalho tem por objetivo central abordar os principais aspectos relativos à proteção de acionistas minoritários das sociedades anônimas, com especial destaque ao processo de voto múltiplo, e verificar se esta modalidade de votação para composição do Conselho de Administração constitui, ou não, ferramenta adequada a este fim.

Para desenvolver o tema e possibilitar a compreensão do instituto, buscar-se-á, no presente estudo, através da metodologia dedutiva, abordar o entendimento da doutrina comercialista nacional e analisar as normas de direito societário pertinentes, sobretudo a Lei n. 6.404/1976, Lei n. 10.303/2001 e as “Normas e Regulamentos da Comissão de Valores Mobiliários – CVM”. Ao final, será realizada a análise de simulações de casos hipotéticos de eleições para Conselho Administrativo, com o objetivo de verificar a aplicação prática instituto do voto múltiplo.

A primeira seção tratará das noções gerais sobre a Sociedade Anônima, tais como a classificação e diferenciação de companhia aberta e fechada, ação ordinária e preferencial, e acionista controlador e acionista minoritário. Para formar a base de entendimento do tema, serão apresentados conceitos básicos de mercado de ações e da Comissão de

Valores Mobiliários. Por fim, serão abordados, também nesta seção, os direitos essenciais e não essenciais dos acionistas, com introdução à *quaestio* da proteção dos acionistas minoritários de sociedades anônimas.

No segundo capítulo, convergindo para o tema deste trabalho, proceder-se-á a análise do Conselho de Administração e dos temas pertinentes ao entendimento de seu funcionamento e de suas atribuições, para fim de que sirva como base para o estudo das modalidades de votação e de preenchimento dos cargos do referido órgão, dentre elas, a eleição em separado e o voto múltiplo, instituto este que será abordado de forma mais aprofundada, com especial destaque à sua aplicação prática.

Por fim, o terceiro, e último, capítulo visará explorar, mediante a análise de simulações de votações para Conselhos Administrativos, fundamentada na legislação e doutrina, a eficácia e adequação do voto múltiplo como ferramenta para proteger os interesses dos acionistas minoritários.

Será realizada, ainda, uma análise dos pontos em que o legislador foi omissivo ou desatento ao tratar de citado instituto, permitindo ao acionista controlador utilizar-se de estratégias escusas e subjugar o Conselho de Administração ao seu controle.

Assim, buscará a presente monografia apurar, de acordo com a bibliografia e legislação pesquisadas, se o voto múltiplo consiste em mecanismo eficaz para garantir a proporcional representação dos acionistas minoritários no Conselho de Administração.

1 A SOCIEDADE ANÔNIMA E A PROTEÇÃO AO ACIONISTA MINORITÁRIO

A Lei n. 6.404/76 – Lei das Sociedades Anônimas, doravante “LSA”, busca promover o equilíbrio das sociedades por ações, ao fixar regras que constituem verdadeira defesa da minoria, sobretudo no que toca à participação das classes de acionistas não controladoras na administração das companhias.

É pacífico na doutrina o entendimento de que a proteção às minorias, mormente no que toca aos preferencialistas, tem por finalidade tornar atrativa e, assim, estimular os pequenos poupadores que buscam investimentos seguros a comprar ações no mercado de valores mobiliários. Dessa forma, se garante às companhias o autofinanciamento necessário ao seu desenvolvimento e, via de consequência, ao avanço da economia nacional, o que só é possível quando o mercado interno tem a robustez necessária para se tornar competitivo no mercado internacional.

Nessa esteira, os direitos e prerrogativas atribuídos às minorias acionárias objetivam, primordialmente, evitar os abusos que possam vir a ser cometidos pelo grupo ou acionista controlador, por meio de medidas que, por exemplo, (i) facilitam a fiscalização dos administradores pelas minorias acionárias, (ii) criam preferências na distribuição de dividendos e garantias de participação nos lucros sociais, e (iii) possibilitam a representação dos acionistas não controladores no Conselho de Administração, etc.

Tendo em vista o objetivo do presente estudo, para fins de possibilitar o seu desdobramento, se faz necessária uma análise desses direitos e garantias aos acionistas minoritários, não sem antes observar, rapidamente, alguns conceitos, pertinentes ao tema, sobre sociedades por ações, suas características e funcionamento; ações ordinárias, preferenciais e de fruição; acionistas controlador e minoritários; Comissão de Valores Mobiliários; e mercado de valores mobiliários.

1.1 Conceito de Sociedade Anônima

A Sociedade Anônima, ou por Ações, está prevista na Lei n. 6.404/76, de cujo art. 1º, se colhe que “A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas”.

Pontes de Miranda, em sua consagrada obra “Tratado de Direito Privado”, ensina que “a sociedade é efeito de vinculações de duas ou mais pessoas, que criam a sociedade.”, e em seguida, especificamente sobre a espécie por ações, pontua que esta “veio atender a dois fatos econômicos dos tempos modernos: a necessidade de grande capital para empresa e a insuficiência do capital individual.” (MIRANDA, 2012, t. L, p. 53).

Por sua vez, Modesto Carvalhosa (2011, v. 2, p. 94) conceitua sociedade anônima como “pessoa jurídica de direito privado, de natureza mercantil, em que o capital se divide em ações de livre negociabilidade, limitando-se a responsabilidade dos subscritores ou acionistas ao preço de emissão das ações por eles subscritas ou adquiridas”.

A sociedade anônima, portanto, e em consonância com a doutrina de José Edwaldo Tavares Borba (2012, p. 169), é sociedade de capitais, sempre empresária; tem seu capital dividido em ações que são transferíveis pelos processos aplicáveis aos títulos de crédito; e a responsabilidade de seus acionistas é limitada ao preço de emissão de suas ações subscritas.

Outro ponto que merece destaque é o fato de que as sociedades anônimas podem ser tanto de capital aberto, quanto fechado, classificações estas que serão estudadas a seguir.

Imperioso ressaltar, por fim, que, nas sociedades anônimas de capital aberto, ao contrário de empresas de responsabilidade limitada e das companhias de capital fechado, a pessoa dos sócios tem pouca relevância quando comparadas com o objetivo de aglutinação de capitais. Esta

diferenciação é bastante relevante para o entendimento da classificação entre companhia aberta e fechada, cuja análise segue.

1.2 Classificação entre sociedade aberta e fechada

Nos termos do art. 4º, da LSA, “a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários”.

Em outras palavras, significa dizer que a distinção entre uma e outra deve ser observada a partir do caráter público ou não da negociação de ações. Isto porque o financiamento das companhias fechadas é realizado pelos seus próprios acionistas ou por terceiros de que os sócios detinham prévia ciência, sendo todos os negócios efetivados pela via contratual, privada. A companhia de capital aberto, por outro lado, negocia suas ações no mercado de capitais, observada, nesse caso, a tutela pública do negócio.

Objetivando a melhor compreensão do tema, adota-se a doutrina de Modesto Carvalhosa (2011, v. 2, p.139), que, com a clareza que lhe é peculiar, ensina:

O critério adotado pela Lei n. 6.404, de 1976, é o de financiamento da sociedade. Se esta obtém recursos de capital mediante a subscrição de ações pelos próprios acionistas ou por um grupo restrito de pessoas, mediante o exercício do direito de preferência dos acionistas ou de contrato de participação acionária, celebrado com terceiros subscritores, previamente conhecidos, temos uma sociedade fechada.

[...]

Quando, por outro lado, a companhia procura recursos de capital próprio (ações) ou de terceiros (debêntures) junto ao público, oferecendo a qualquer pessoa desconhecida ações e debêntures de sua emissão, temos uma companhia aberta.

[...] o simples fato de haver negociação de ações no mercado submete a companhia ao regime especial previsto na lei.

Em consequência, a maneira de configurar esse regime é relativamente simples. Basta que as ações tenham sido negociadas no mercado de valores mobiliários por meio de qualquer instituição que o integre (bancos de investimentos, sociedades corretoras, distribuidoras, agentes autônomos etc.) para que a sociedade emissora das ações, debêntures, bônus de subscrição, certificados de depósitos de ações, partes beneficiárias, seja caracterizada como companhia aberta.

Tullio Ascarelli (1969, p. 28) também reconhece a existência de sociedades anônimas com ações difundidas no público (abertas) e anônimas familiares, sinônimo de fechadas, conforme aponta Rubens Requião (2014). No tocante às sociedades de capital aberto, ensina, ainda, que “as anônimas cujas ações estejam espalhadas no público constituem, afinal, um meio para transformar as economias de vastas camadas da população em capital industrial.”.

Rubens Requião (2014), por sua vez, compactuando com Tullio Ascarelli (1969), destaca que as companhias fechadas, ao contrário das sociedades de capital aberto, são constituídas *intuito personae*, ante o fato de que esta não possui concepção voltada somente para a formação do capital e não desconsidera qualidade dos sócios. Com efeito, haja vista o caráter pessoal destas empresas, observa-se, na prática, que são companhias cujos sócios pertencem às mesmas famílias, por isso, costumeiramente, alcunham-se as companhias fechadas de “sociedades anônimas familiares”.

Rubens Requião (2014), apoiado no art. 36 e referenciando a art. 27, § 2º, ambos da LSA, faz a ressalva de que, não obstante o estatuto da companhia fechada poder impor limitações à circulação de suas ações, as condições não podem impedir a negociação ou sujeitar os acionistas ao arbítrio dos órgãos administrativos ou da maioria dos acionistas.¹

¹ “[...] Explica-se, assim, a cláusula estatutária frequente, fundada no art. 27, § 2º, da lei anterior, que dá guarida aos interesses pessoais do grupo de acionistas, no sentido de que ‘os estatutos podem impor limitação à circulação das ações nominativas, contanto que regulem minuciosamente tais limitações e não impeçam a sua negociação, nem sujeitem o acionista ao arbítrio da administração da sociedade ou da maioria dos acionistas’.

Essa sugestiva e significativa norma, endereçada aos interesses privatísticos dos acionistas, foi repetida na lei vigente, no art. 36, que dispõe: ‘O estatuto da companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas. Parágrafo único. A limitação à circulação criada por alteração estatutária somente se aplicará às ações cujos titulares com ela expressamente concordarem, mediante pedido de averbação no ‘Livro de Registro de Ações Nominativas’” (REQUIÃO, 2014, v. 2, p. 56)

1.3 A Comissão de Valores Mobiliários

Por fim, ao tratar especificamente das sociedades por ações de capital aberto, forçosa a menção à “Comissão de Valores Mobiliários” (CVM), entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda, cuja função primordial é a fiscalização do mercado de valores mobiliários.

Dentre as competências da CVM, verificam-se as atividades de fiscalização das emissões e distribuições de valores mobiliários no mercado, bem como das negociações desses valores e do serviço de intermediação, consultoria e análise prestado pelas corretoras.

Ademais, a entidade é responsável por fiscalizar a organização e funcionamento das operações das bolsas de valores e as atividades de administração de carteiras, e por prestar auditorias nas companhias abertas.

Rubens Requião (2014, v. 2, p. 46) destaca, ainda, sobre as atribuições da Comissão de Valores Mobiliários, que:

É da competência da Comissão o exame dos registros contábeis, livros e documentos de todas as pessoas e entidades atuantes no sistema de distribuição de valores mobiliários; das companhias abertas; dos fundos e sociedades de investimentos, das carteiras e depósitos de valores mobiliários; dos auditores independentes, dos consultores e analistas mobiliários. Dando maior amplitude, a lei lhe assegura esse exame na contabilidade e documentos de outras pessoas quaisquer, naturais ou jurídicas, que participem do mercado, ou de negócios no mercado, quando houver suspeita fundada de fraude ou manipulação, destinada a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários.

Em síntese, cabe à CVM fiscalizar e disciplinar o funcionamento do mercado de capitais e tudo o mais a ele relacionado, bem como promover sua expansão, desenvolvimento e funcionamento eficiente, sob a orientação do Conselho Monetário Nacional. (PAPINI, 1999, p. 14).

1.4 Mercado de Capitais

O mercado de capitais é um subsistema do Sistema Financeiro² que visa, primordialmente, a canalização de recursos para as entidades emissoras de valores mobiliários.

José Edwaldo Tavares Borba (2012, p. 183) preconiza que o mercado de capitais é o lugar onde as empresas e entidades governamentais necessitadas de recursos colocam títulos de crédito e valores mobiliários à venda (cambiais, CDB, títulos federais, ações, debêntures, etc.), para que pessoas e instituições que possuam capitais possam adquiri-los como forma de investimento³.

Por conseguinte, preceitua José Edwaldo Tavares Borba (2012, p. 184) que o mercado de capitais se compõe “dos que precisam captar recursos e dos que têm recursos a oferecer. Entre uns e outros situam-se os intermediários do mercado, que são as instituições financeiras em geral”, quais sejam, os bancos de investimento, as sociedades corretoras, etc.

Osmar Brina Corrêa Lima (2005) observa que a palavra “mercado” não é, necessariamente, denominação de uma estrutura física ou organizacional, mas sim, referencia, de forma geral, conjuntos ou fluxos de operações negociais⁴. Conclui: “Assim, qualquer transação envolvendo papéis de emissão de sociedade anônima, aberta ou fechada, fará parte de um mercado específico” (CORRÊA LIMA, 2005, p. 6).

No que tange às sociedades anônimas, a emissão pública de suas ações, tanto ordinárias quanto preferenciais, tem por fim “a captação de

² “O sistema financeiro é segmentado nos seguintes subsistemas: o mercado de crédito; o mercado monetário; o mercado cambial; e o mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários)” (EIZIRIK et. al., 2011, p. 7).

³ Na conceituação de Roberto Papini (1999, p. 16), o mercado de capitais “é onde são efetuados os financiamentos do capital de giro e do capital fixo de empresas e das construções habitacionais. É neste mercado que está concentrada a maior parte das operações das instituições financeiras não-monetárias; os financiamentos são, basicamente, de médio e longo prazos, e até mesmo de prazo indeterminado, como as operações do mercado de ações que se constitui em um segmento deste mercado”.

⁴ “A palavra ‘mercado’, neste contexto, possui a conotação de substantivo abstrato. Mercado não pressupõe, necessariamente, uma estrutura física ou organizacional. É apenas a denominação global de um conjunto ou fluxo de operações negociais.” (CORRÊA LIMA, 2005, p. 6).

recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas” (EIZIRIK et. al., 2011, p. 8). Destaca o autor, ademais, que, por se tratar de venda, e não de empréstimo, a companhia fica obrigada a remunerar os investidores sob a forma de dividendos no caso de a demonstração financeira da sociedade apresentar lucros, motivo pelo qual a negociação de valores mobiliário é considerado um investimento “de risco”.

Quanto à classificação econômica, observa-se que “o mercado de capitais primário compreende as operações de subscrição de ações e outros valores mobiliários, enquanto o secundário, as de compra e venda” (COELHO, 2014, v. 2, p. 95). Ou seja, quando da colocação de títulos novos à venda, esta se dá no mercado de capitais primário. Os compradores desses títulos têm liberdade para, posteriormente, revendê-los ou transferi-los no mercado secundário (bolsa de valores ou mercado de balcão, p.ex.).

Finalmente, cabe apresentar a definição de “valores mobiliários”, que, segundo doutrina Modesto Carvalhosa (2011, v.2, p. 142), “são direitos negociados em massa no mercado de capitais, geralmente representados por títulos ou contratos”, que adquirem caráter de investimento em função da fácil negociabilidade que lhe é inerente.

Em outras palavras, os valores mobiliários são (i) direitos, representativos de créditos, ou não (direitos de subscrição, p.ex.), (ii) negociados em massa no mercado de capitais ou de balcão, (iii) para cuja emissão junto ao público, reputa-se necessário o prévio registro junto à CVM (tanto as emitidas por companhias abertas quanto fechadas), seja para viabilizar a fiscalização pelas autoridades financeiras, seja para promover o cumprimento dos requisitos de publicidade.

1.5 Ações

Consiste a ação em um valor mobiliário, móvel e incorpóreo, que constitui a menor parte do capital social de uma sociedade. É negociada exclusivamente no mercado de capitais, desde que a companhia de capital aberto de que faça parte esteja registrada junto à CVM.

Modesto Carvalhosa (2011, v. 2, p. 232), com sua habitual percuciência, salienta que a ação, em face do regime legal em vigor, passou a ter um sentido de participação social e divisão numérica do capital, e não mais significa, tão somente, uma parcela monetária do valor total do capital, a exemplo das ações sem valor nominal⁵.

Dylson Doria (1997, p. 244), conceituando o termo, destaca que a ação “constitui o título que representa os direitos e obrigações de seu titular”.

O titular da ação, por seu turno, tem a si atribuído o *status* de sócio, como indica Tullio Ascarelli (1969), que salienta, também, a decorrência de direitos e obrigações deste *status*. Em suas palavras:

Pode-se, antes, encarar na posição do sócio uma “posição”, um pressuposto, um *status* do qual decorrem, de um lado, deveres (em relação à integralização das ações) e, de outro lado, direitos de caráter patrimonial (por exemplo, o direito ao dividendo, o direito à quota de liquidação) e não patrimonial (por exemplo, o direito de informação, o direito de participar da assembléia) e poderes (como o de votar na assembléia. (ASCARELLI, 1969, p. 340)

Estes deveres e obrigações do acionista, contudo, variam de acordo com a espécie de ação que a ele pertencer. Portanto, quando se faz menção a uma determinada “espécie de ação”, “está-se referindo à natureza dos direitos ou vantagens que as mesmas [ações] conferem a seus titulares.” (CARVALHOSA, 2011, v.2, p. 263).

As espécies de ação estão previstas no Capítulo III, Seção III, da LSA. O art. 15, *caput*, de referida norma, prevê que “as ações, conforme a

⁵ “O clássico conceito de ação como uma das partes iguais em que se divide o capital social, representada por um título negociável, não mais se adapta à Lei vigente. Isto porque o capital não mais se divide em partes de valor monetário se houver ações sem valor nominal. Também a ação deixará de ser representada por um título (certificado) quando revestir a forma escritural (art. 34).” (CARVALHOSA, 2011, v. 2, p. 231).

natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais ou de fruição”.

1.5.1 Ações Ordinárias

A primeira espécie de ação, a ordinária, atribui ao seu titular, denominado ordinaralista, a posição de sócio comum: não possui preferências nem se sujeita a determinadas condições, como ocorre com as outras⁶. No entanto, concede ao sócio o direito de voto na assembleia geral, “de modo que o acionista detentor de mais da metade das ações dessa espécie é controlador da companhia” (COELHO, 2014, v. 2, p. 121), com todos os poderes daí derivados.

Rubens Requião (2014, v. 2, p. 120) ainda destaca a possibilidade de uma subclassificação das ações ordinárias. *Ipsis litteris*:

Nas sociedades fechadas, o art. 16 permite que as respectivas ações ordinárias possam ser de *classes* diferentes. Isso não se admite nas companhias abertas, cujas ações ordinárias serão todas iguais, sem diversificação de classes. Nas companhias fechadas, as classes podem ser criadas em função de: conversibilidade em ações preferenciais; exigência de nacionalidade brasileira do acionista; ou direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos.

A ação ordinária, portanto, é a espécie que garante ao seu portador o caráter de “empresário”, ou seja, aquele acionista que, por possuir poder de voto, participa ativamente da vida societária.

⁶ Fran Martins (1977, v. 2, t. I, p. 100) afirma que as ações ordinárias conferem a seus titulares “a plenitude dos direitos de sócios. Assim, além do direito de participar dos lucros da sociedade, do acervo da companhia, no caso de liquidação, de fiscalizar, na forma prevista na lei, a gestão dos negócios sociais, terão os acionistas preferência na subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, podendo, entretanto, o estatuto tirar esse direito de preferência quando, na sociedade aberta, a colocação das ações for feita mediante a venda em bolsa de valores ou por subscrição pública [...]”

1.5.2 Ações Preferenciais

Já a ação preferencial confere ao seu titular, denominado preferencialista, uma vantagem especial em relação ao ordinarialista. Esta vantagem normalmente consiste na preferência, ou prioridade, na distribuição dos dividendos. Isto é, o titular da ação preferencial tem o direito de receber os lucros antes daqueles detentores de ações ordinárias..

Embora o dividendo preferencial seja a vantagem mais comumente atribuída a essa classe de ação, ela não é a única. Rubens Requião (2014, v. 2, p. 121) ressalta que “a preferência pode constituir-se ainda em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele e na acumulação dessas vantagens”.

Fábio Ulhoa Coelho (2014, v. 2, p. 121) adicionalmente faz referência à possibilidade de se conceder vantagem de natureza exclusivamente política (art. 18, LSA) aos titulares de ações preferenciais, desde que estas não sejam admitidas à negociação no mercado de capitais. Qualquer que seja a vantagem estendida a essa classe de ações, deverá constar expressamente no estatuto social.

Extrai-se da doutrina que os benefícios oferecidos às ações preferenciais servem como contrapeso às limitações a que se sujeitam⁷. Dentre as quais, destaca-se a possibilidade de o estatuto limitar o direito de voto nas assembleias gerais, restrição largamente utilizada nas companhias brasileiras.

Anote-se, ainda, que a limitação ao direito de voto não impede que os preferencialistas exerçam a fiscalização da administração da companhia, muito embora não possam participar das decisões de interesse da sociedade.

Preceitua Fábio Ulhoa Coelho (2014, v. 2, p. 127), as hipóteses em que esta restrição deve ser relativizada:

A negativa do direito de voto aos acionistas titulares de ações preferenciais não é absoluta, já que, em determinadas hipóteses,

⁷ Modesto Carvalhosa (2011, v. 2, p. 266) acentua que “os privilégios de ordem patrimonial acarretam, via de regra, limitações no que respeita ao direito de voto, que pode ser negado quanto a todos ou apenas a alguns dos assuntos de competência da assembleia geral.”

eles exercem o direito. A lei e os regulamentos da CVM estabelecem exceções, ou seja, definem matérias em que os acionistas titulares de ações preferenciais votam, a despeito da restrição estatutária. Na composição do conselho fiscal, por exemplo, um de seus membros é escolhido pelos preferencialistas sem direito a voto, em eleição em separado (LSA, art. 161, § 4, a).

Por fim, há que se registrar que o art. 15, § 2º, da LSA, dispõe que “o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas”. Esta mudança foi trazida pela Lei 10.303/01 e passou a valer para as companhias que abriram o capital social a partir de sua promulgação⁸.

1.5.3 Ações de Fruição

Por fim, na classificação das ações quanto às espécies, verifica-se a ação de fruição ou de gozo, que consiste na amortização integral das ações ordinárias ou preferenciais (art. 44, § 5º, LSA).

A amortização, de acordo com Fábio Ulhoa Coelho (2014, v. 2, p. 129), “é a antecipação ao acionista do valor que ele receberia, caso a sociedade anônima fosse dissolvida e liquidada”. Essa antecipação, contudo, não pode afetar o capital social, motivo pelo qual “para *amortização*, os recursos devem provir de *reserva de lucros*, [...], ou, então, de *saldo disponível de lucros*” (CARVALHOSA, 2011, v. 2, p. 517), sendo vedada a utilização das reservas de capital.

Rubens Requião (2014, v. 2, p. 126) salienta que “essas ações conferem o direito de participar dos lucros, de fiscalizar a sociedade, de preferência na subscrição de novas ações” (com previsão no art. 109, da LSA), sendo os demais direitos e restrições delimitados no estatuto social da companhia.

⁸ Antes da reforma de 2001, era permitido às sociedades abertas emitir ações preferenciais a uma proporção de até dois terços da totalidade do capital social. Após a mudança, somente às companhias que já haviam emitido ações preferenciais previamente à Lei 10.303/01 foi estendido o privilégio de poder continuar a emití-las em proporção maior que a metade, obedecendo o máximo de dois terços (CARVALHOSA, 2011).

1.6 O acionista controlador e o minoritário

“O acionista é sócio.” (PONTES DE MIRANDA, 2012, p.55). Frise-se, contudo, que a denominação “acionista” cabe somente a sócio de sociedades por ações (REQUIÃO, 2014), isto é, para designar a pessoa associada a outros com o objetivo comum de constituir uma sociedade mercantil.

Para a necessária classificação de acionistas minoritários e controladores (também denominados majoritários), se faz necessário entender, primeiramente, como se dá o controle da companhia.

Sabe-se que as companhias anônimas brasileiras têm como praxe procedimental permitir somente às ações ordinárias o direito de voto nas assembleias, enquanto às ações preferenciais é concedida a prioridade na distribuição dos dividendos, com restrições, no entanto, ao voto.

Assim sendo, no tangente às espécies de ações, cabe o controle da sociedade a acionista, ou grupo, ordinarialista. Isso porque, à ação ordinária sempre é reservado o direito de voto e, via de consequência, o de decidir os rumos da companhia através de sufrágio nas assembleias.

Neste viés, pode-se chegar à conclusão de que o termo “controlador” só pode fazer referência ao acionista ou grupo de acionistas que possuem tantas ações com direito a voto, quantas forem suficientes para tomar posição de maioria na assembleia geral⁹ e, conseqüentemente, assumir o controle da companhia.

A própria Lei das Sociedades Anônimas dá essa definição. *In verbis*:

Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-

⁹ Isto porque, como destaca Fábio Konder Comparato (1983, p. 25), “a definição do poder de comando é sempre feita em função da assembléia geral, que constitui a última instância societária”.

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.

Por extensão, entende-se por minoritário o restante dos acionistas ou grupo de acionistas, portadores de ações com direito a voto, que não possuem esse controle.

A dúvida em relação ao encaixe dos acionistas preferencialistas na classe de “minoritários” parece estar afastada com a redação da Instrução Normativa n. 229/1995, que preconiza:

Art. 2º – Para os efeitos dessa Instrução entende-se por:

I – acionistas minoritários, os titulares de ações em circulação no mercado.

Sendo as ações preferenciais negociadas no mercado de ações, entende-se que também os portadores destas são classificados, portanto, como minoritários.

Saliente-se que o art. 15, § 2º, da LSA, autoriza as companhias de capital aberto a emitir ações preferenciais sem direito a voto, ou com restrição a esse direito, até um total de 50% de todo o capital social da companhia.

Rubens Requião (2014, v. 2, p. 180) destaca, ainda, que, em grandes sociedades, o controle se caracteriza mais pela ausência do que pela presença, ante ao grande absenteísmo de pequenos acionistas com direito a voto nas assembleias¹⁰.

Fácil perceber, a partir destas informações, que a expressão “minoria” não faz referência a uma pequena parcela acionária, mas sim àquela parcela que não detém o controle¹¹.

¹⁰ “As causas que geram a possibilidade da tomada do poder de controle por um grupo, geralmente detentor de uma porcentagem pequena das ações, têm sido bastante estudadas, e, em regra, constata-se que se constituem na dispersão dos acionistas, no seu absenteísmo, ou na divisão em pequenos grupos (minifúndios de ações etc.)” (BULGARELLI, 1987, p. 201).

¹¹ Waldirio Bulgarelli (1987, p. 201), sobre o tema, pontua que “em regra, estando os acionistas dispersos, um grupo de acionistas coeso, às vezes ínfimo, pode tomar o controle da sociedade e dirigi-la ao seu talante. [...] Tanto mais que a chamada proteção às minorias, via de regra, é a da proteção às majorias, em termos quantitativos, pois constituem-se as minorias no maior número de acionistas e de ações [...]”.

Neste encaço, Rubens Requião (2011) esclarece que grandes empresas são hodiernamente controladas por grupos que detêm parcela pequena da totalidade do capital social, porém com quantia suficiente de ações ordinárias com direito a voto e com uma participação efetiva nas assembleias¹².

Em síntese, portanto, é majoritário o acionista (ou grupo) ordinarialista que detém o controle ou a possibilidade de controle da companhia, ou seja, força de decisão suficiente para eleger a maioria dos administradores e fixar as regras de gestão; enquanto os minoritários, em termos gerais, são os acionistas (ou grupos), tanto de ordinarialistas quanto de preferencialistas, que não detém esse controle¹³.

As formas de proteção, contudo, como se verá na sequência, fazem distinção entre os acionistas minoritários com direito a voto, entendidos como os minoritários propriamente ditos, uma vez que têm capacidade estatutária para as disputas de controle, embora não possuam força suficiente para tomar posição de controle; daqueles que possuem restrição a esse direito, colocados na categoria dos minoritários tão somente pela posição de vulnerabilidade em relação aos controladores.

¹² Rubens Requião cita o exemplo da *Standard Oil of New Jersey*, empresa cujo controle pertencia a grupo que possuía não mais que 5% de todo o capital social. Afirma o autor que “em nosso país sociedades anônimas já são controláveis pela detenção de 20% do capital social, e até por muito menos, ao passo que as ações se vão dispersando, cada vez mais, nas mãos do público.” (REQUIÃO, 2014, p. 180).

¹³ Parte da doutrina entende que, como a distinção entre minoritários e majoritários é feita a partir da possibilidade de controle da companhia, os termos se referem somente aos acionistas ordinarialistas, que possuem direito a voto e, portanto, podem disputar o controle. P. ex., doutrina Rubens Requião (2014, p. 180) que “o conceito de maioria e minoria, portanto, se modificou na realidade técnica e jurídica atual. O que importa são as ações com direito a voto, detidas pelo grupo de acionistas que, com elas, embora em efetiva minoria, controlam a empresa”.

1.7 Os direitos dos acionistas e a proteção das minorias

Verificam-se nas sociedades anônimas, conforme anteriormente exposto, de um lado, o acionista, ou grupo, que detém o controle de gestão da companhia e, do outro lado, todos os outros acionistas que se submetem a esse controle, chamados de minoritários.

Esta posição de hipossuficiência dos minoritários em relação aos controladores é refletida no desequilíbrio das decisões, que acabam não compreendendo os interesses da integralidade dos acionistas, mas, tão somente, daqueles que controlam a companhia¹⁴.

Os legisladores, tendo em vista a posição de sujeição das minorias acionárias, trouxeram na Lei n. 6.404/76 (LSA), e nas alterações implementadas pela Lei n. 10.303/01, prerrogativas e direitos aos acionistas minoritários, ou as famigeradas “proteções às minorias”, preocupados em tutelar também os interesses dessa classe e em evitar abusos por parte dos controladores.

Não só isso. Objetivou-se, com a nova Lei, a ampliação das bases para um desenvolvimento seguro do mercado de capitais. Para tanto, indispensável criar normas que tornem o investimento em valores mobiliários um negócio atrativo para os pequenos investidores. Por consectário lógico, a criação de mecanismos de proteção que aumentem a segurança e a participação destas minorias acionárias serve, também, para a estratégia de majorar a captação de recursos no mercado de ações¹⁵.

¹⁴ “A sociedade anônima moderna, ressaltado-se, afastou a antiga idéia de sociedade como conjunto de pessoas que unem esforços com vistas a um bem econômico comum, e passou a apresentar como característica a constante tensão entre os grupos controlados (minorias), e os controladores.” (AGUIAR, 2003, p. 105)

¹⁵ Danilo Augusto Barboza de Aguiar ensina que o desenvolvimento do mercado de capitais se preza, em última análise, ao fortalecimento da economia, pois é através dos recursos captados dos pequenos investidores que as grandes companhias têm a possibilidade de crescer e transpor as fronteiras, conquistando outros mercados e atraindo o capital estrangeiro para o nosso país. Além disso, afirma o autor que “um mercado de capitais robusto é fundamental para o desenvolvimento da economia nacional, pois possibilita o autofinanciamento das empresas, crescimento da poupança interna e acesso democrático aos valores mobiliários.” (AGUIAR, 2003, p. 89)

Em síntese, a proteção dos acionistas minoritários tem por finalidade garantir o seguro desenvolvimento da própria companhia, como bem salientou Tullio Ascarelli (1969, p. 339). Confira-se:

Realmente não pode haver um sadio desenvolvimento das sociedades anônimas sem uma eficaz tutela da minoria e do acionista, e independentemente do princípio de que os poderes da diretoria são outorgados no interesse dos acionistas.

O problema da tutela da minoria foi, por isso, adquirindo sempre maior importância no desenvolvimento das sociedades anônimas e a doutrina e jurisprudência foram, progressivamente, sempre melhor evidenciando as normas a respeito.

Uma vez superada a questão pertinente à motivação da legislação protecionista, cabe pontuar quais são os meios de promover o resguardo dos acionistas, com ênfase nos minoritários.

Ensina Danilo Augusto Barboza de Aguiar (2003, p. 111) a existência de duas modalidades de normas protetivas: (i) as de tutela indireta e (ii) as de tutela direta.

A primeira tem por fim garantir a segurança, rentabilidade e liquidez das ações nos mercados de capitais, através de normas que instituem o dever de informação, a proibição do *insider trading*¹⁶, a fiscalização das corretoras de valores mobiliários e as normas que disciplinam a obrigatoriedade da oferta pública de aquisição de ações para os acionistas.

Interessam para o presente estudo, no entanto, especificamente as de tutela direta, normas de ordem pública para a proteção dos minoritários que integram o estatuto social da companhia e que são divididas em direitos essenciais e não essenciais, para cuja perfunctória análise prossegue-se.

¹⁶ Trata-se o *insider trading* da utilização, pelo acionista, em proveito próprio, de informação adquirida através de posição de confiança dentro da companhia, antes que ela chegue ao conhecimento do público, com a finalidade de adquirir vantagens no mercado de ações (AGUIAR, 2003, p. 112).

1.7.1 Direitos essenciais

Os direitos essenciais foram editados com a finalidade de garantir a estabilização das relações de poder internas à companhia, a todos os acionistas. Fábio Ulhoa Coelho (2014, v. 2, p. 318) leciona que não se devem observar os direitos essenciais somente pela perspectiva de tutela dos minoritários, pois, dentre eles, existem aqueles que servem para assegurar, também, o poder de controle¹⁷.

Segundo Rubens Requião (2014, v. 2, p. 192), estes direitos fundamentais são impostergáveis, motivo pelo qual, nem o estatuto, nem a Assembleia Geral, poderão privar os acionistas destas prerrogativas. São elas:

L. 6.404/1976:

Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:

I - participar dos lucros sociais;

II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;

III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;

IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172;

V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

O direito de participar dos lucros sociais, no que toca à proteção aos acionistas minoritários, pode ser observado no art. 202, § 2º, que determina o percentual mínimo do dividendo obrigatório, e no art. 206, II, “b”, que trata da dissolução da companhia que não estiver atingindo seu fim. Ambos os dispositivos estão na Lei das Sociedades Anônimas, com as seguintes redações:

Art. 202. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omisso, a importância determinada de acordo com as seguintes normas:

[...]

¹⁷ “Não se devem considerar os direitos essenciais apenas pela perspectiva da tutela dos minoritários, porque eles, em certo sentido, também asseguram a conservação do poder de controle, como no caso do direito de preferência na subscrição de novas ações. Até mesmo o direito de recesso admite outras abordagens além da que o toma por instrumento protetivo da minoria (Sztajn, 1988). Por outro lado, direitos como o de participar dos frutos da sociedade (lucros e acervo) e o de fiscalizar a gestão da empresa são do interesse de qualquer acionista, independentemente de sua posição.” (COELHO, 2014, v. 2, p. 318).

§ 2º Quando o estatuto for omissivo e a assembleia-geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos do inciso I deste artigo.

[...]

Art. 206. Dissolve-se a companhia:

[...]

II - por decisão judicial:

[...]

b) quando provado que não pode preencher o seu fim, em ação proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social.

Para Osmar Brina Corrêa Lima (2005, p. 236), “a falta reiterada da distribuição de dividendos revela que a companhia não está atingindo o seu fim, justificando-se o pedido de sua dissolução”.

Em relação ao direito de participar do acervo da companhia em caso de liquidação, especificamente no que toca à proteção dos acionistas minoritários, determina a LSA:

Art. 215. A assembleia-geral pode deliberar que antes de ultimada a liquidação, e depois de pagos todos os credores, se façam rateios entre os acionistas, à proporção que se forem apurando os haveres sociais.

[...]

§ 2º Provado pelo acionista dissidente (artigo 216, § 2º) que as condições especiais de partilha visaram a favorecer a maioria, em detrimento da parcela que lhe tocava, se inexistissem tais condições, será a partilha suspensa, se não consumada, ou, se já consumada, os acionistas majoritários indenizarão os minoritários pelos prejuízos apurados.

Há de se observar, ainda, a prioridade no reembolso do capital eventualmente atribuída às ações preferenciais, nos termos do art. 17, II, da LSA¹⁸.

Em relação ao direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, função primordial do Conselho Fiscal, a LSA regulamenta:

Art. 123. Compete ao conselho de administração, se houver, ou aos diretores, observado o disposto no estatuto, convocar a assembleia-geral.

Parágrafo único. A assembleia-geral pode também ser convocada:

[...]

d) por acionistas que representem cinco por cento, no mínimo, do capital votante, ou cinco por cento, no mínimo, dos acionistas sem direito a voto, quando os administradores não atenderem, no prazo

¹⁸ “Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: [...] II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; [...]”

de oito dias, a pedido de convocação de assembléia para instalação do conselho fiscal.

A proteção aos acionistas minoritários no tangente à fiscalização dos negócios está garantida, igualmente, no art. 105 da LSA, que determina:

Art. 105. A exibição por inteiro dos livros da companhia pode ser ordenada judicialmente sempre que, a requerimento de acionistas que representem, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social, sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia.

Na sequência destas faculdades está o direito de preferência para a subscrição de ações no caso de aumento do capital social, sendo seu exercício regulado pelo art. 171 da LSA.

Apesar de o referido direito de preferência constar do rol de direitos essenciais, o art. 172 disciplina a possibilidade de sua exclusão em casos específicos¹⁹.

Por fim, consta do art. 109, da LSA, o direito de retirada de acionista dissidente nas deliberações da assembleia geral extraordinária, com o reembolso de suas ações, nos termos do art. 137, também da Lei das Sociedades Anônimas (REQUIÃO, 2014, v. 2, p. 197).

1.7.2 Direitos não essenciais – o direito de voto

De especial relevância para o desenvolvimento do presente estudo é a análise do direito a voto bem como das tutelas e garantias aos direitos dos acionistas minoritários em relação ao seu exercício.

O art. 110, da LSA, preconiza que “a cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembléia-geral”, sendo

¹⁹ “O que se visa com esse direito é possibilitar ao acionista a manutenção do mesmo percentual de participação no capital social, na hipótese de aumento do capital por subscrição de novas ações. Embora arrolado entre os direitos essenciais do acionista, ele pode ser excluído pelo estatuto da companhia aberta de capital amortizado, ou pelo estatuto da companhia fechada, nas hipóteses previstas no art. 172.” (CORREA LIMA, 2005, p. 238)

vedado o voto plural²⁰, porém permitida a limitação ao número de votos de cada acionista.

As ações preferenciais, por outro lado, podem ter o direito a voto restrito ou mesmo extirpado pelo estatuto (art. 111, da LSA).

Considerado uma das tutelas de direito dos acionistas minoritário, o direito de voto apresenta como exceção à regra do art. 110, *caput*, da LSA, o “voto múltiplo”, previsto no art. 141, da mesma Lei.

Trata-se o referido instituto de ferramenta aplicada nas eleições para composição do Conselho de Administração e que consiste na multiplicação de cada voto por tantos quantos forem os cargos em disputa. Justamente este é o objeto central do presente estudo, razão porque merece detalhada análise.

²⁰ “[...] a lei expressamente proíbe a atribuição de voto plural a qualquer classe de ações, isto é, a atribuição de maior número de votos a umas ações em relação a outras, dentro ou fora da mesma classe ou categoria” (LEÃES, 1980, p. 231).

2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E VOTO MÚLTIPLO

O voto múltiplo consiste em ferramenta utilizada nas eleições dos membros do Conselho de Administração e consiste na multiplicação dos votos pelo número de cargos em votação.

O objetivo de sua aplicação tem por fundamento possibilitar aos acionistas não controladores²¹ maiores chances de elegerem seus candidatos e, dessa forma, aumentarem sua representação no Conselho.

Em se tratando o Conselho de Administração de órgão decisório e fiscalizador, quando a LSA trouxe a nosso sistema normativo o voto múltiplo, aumentando a possibilidade de participação dos minoritários nas deliberações da companhia, buscou-se, com isso, atrair novos acionistas ao mercado de ações, de modo a incrementar a entrada de recursos e permitir o desenvolvimento seguro do mercado de capitais e das próprias companhias.

2.1 O Conselho de Administração

O Conselho de Administração é o órgão decisório colegiado da companhia, obrigatório nas sociedades de capital aberto, de capital autorizado e de economia mista, enquanto facultativo nas demais, a exemplo da sociedade por ações de capital fechado. Sua previsão legal encontra-se nos arts. 138, 139 e 239, ambos da LSA, com a seguinte redação:

Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria.

§ 1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores.

§ 2º As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração.

Art. 139. As atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto.

²¹ Por acionista não controlador, ou “acionista minoritário”, entende-se aquele detentor de menos de 50% das ações sociais com direito a voto, ou seja, que não detenha poder suficiente para controlar operações da companhia.

[...]

Art. 239. As companhias de economia mista terão obrigatoriamente Conselho de Administração, assegurado à minoria o direito de eleger um dos conselheiros, se maior número não lhes couber pelo processo de voto múltiplo.

Parágrafo único. Os deveres e responsabilidades dos administradores das companhias de economia mista são os mesmos dos administradores das companhias abertas.

Destaca J. C. Sampaio de Lacerda (1978, v. 3, p. 145), com respaldo jurídico da justificção do projeto da LSA, a importância de uma administração com saberes técnicos, concluindo que “é inegável que nas grandes empresas – em que ninguém pode deter todos os conhecimentos necessários às deliberações – o colegiado é a forma mais adequada”.

No mesmo sentido, Osmar Brina Corrêa Lima (2005) entende que conforme a empresa se desenvolve e aumenta, mais sofisticada se torna a sua administração, motivo pelo qual se faz necessário utilizar de conhecimentos técnicos especializados, os quais, muitas vezes, os sócios da companhia não possuem.

Assim, busca-se através do Conselho de Administração, refletir a tendência da macroempresa moderna, dissociando a propriedade e a gestão para promover uma administração mais especializada.

Fábio Ulhoa Coelho (2014), ainda, anota que o Conselho de Administração tem por função agilizar o processo de tomada de decisão no interior da organização empresarial.

O art. 142 da LSA fixa as competências do órgão, dentre as quais, vale citar, a de eleger e destituir os membros da diretoria, fiscalizar a gestão dos diretores, discutir o aumento do capital social com a emissão de novas ações e fixar a orientação geral para os negócios sociais. Em síntese, cabe ao Conselho de Administração deliberar sobre qualquer matéria do interesse da companhia, exceto as de competência privativa da assembleia geral, insertas no art. 122 da LSA.

De acordo com Modesto Carvalhosa (1997), o citado órgão é composto por um número ímpar de membros, sendo no mínimo três e, como a lei não estipula um número máximo, entende-se este como de livre escolha da companhia, que deve, em seu estatuto social estabelecer o número exato ou,

alternativamente, o mínimo e máximo de membros, relegando à Assembleia decidir, quando da eleição e de acordo com a conjuntura da empresa no momento, a quantidade de conselheiros oportuna.

No estatuto social deverá constar, ainda, o prazo de gestão dos conselheiros, com a observação do prazo máximo estabelecido pela lei, que é de três anos (art. 140, III, LSA), sendo, porém, permitida a reeleição²².

Por fim, cabe destacar que o preenchimento dos cargos do Conselho de Administração é realizado através de eleição dentre as modalidades de votação majoritária ou proporcional.

2.1.1 Votação majoritária

Na votação majoritária, que pode ser realizada por dois diferentes modos, os acionistas votam (i) em chapas, integradas por tantos membros quantos forem os cargos do Conselho, ou (ii) em um determinado candidato (neste último caso, haverá uma eleição para cada vaga no Conselho), elegendo-se a chapa ou candidato (de acordo com a modalidade de votação escolhida), que receberem a maioria de votos.

Até mesmo em breve e superficial análise, percebe-se que, caso se adote a votação majoritária, o acionista ou grupo controlador alcançará a totalidade dos cargos do Conselho de Administração, pois, como a lógica dessa modalidade aponta para a concentração de votos, aquele que detém a maior quantidade de ações votantes, tem garantida a eleição de sua chapa.

O art. 141, § 4º, I e II, da LSA²³, trata das hipóteses de eleição em separado, exceções às modalidades de voto majoritário e proporcional nas

²² Modesto Carvalhosa (1997, v. 3, p. 66), ensina que “a lei autoriza a reeleição dos membros do Conselho de Administração, sem limitar o número de vezes. Não há, com efeito, qualquer limite à recondução dos conselheiros, podendo ser repetida indefinidamente em sucessivos mandatos de três anos”. Por sua vez, divergindo desse entendimento, opina o professor Sampaio de Lacerda (1978, 151) que “a reeleição dar-se-á apenas uma vez, pois se fosse por maior número de vezes expressamente teria a lei autorizado”.

²³ Art. 141 [...] § 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto;

companhias de capital aberto e que possibilita a determinadas classes de acionistas alguma participação no Conselho, quebrando a homogeneidade da composição do órgão nos casos de votação majoritária. Estas exceções serão analisadas posteriormente.

2.1.2 Votação proporcional

Na votação proporcional, todos os cargos do Conselho de Administração são preenchidos em uma única eleição. Decorre disso que os candidatos não são eleitos especificamente para determinados cargos (como ocorre na votação majoritária), ou seja, as vagas são preenchidas, de forma decrescente, por aqueles que receberem do maior para o menor número de votos.

Fábio Ulhoa Coelho (2014, v. 2, p. 245), sobre a referida modalidade de votação, pontua que “o resultado, assim, tende a ser a composição de um Conselho não homogêneo, integrado por representantes do controlador e dos minoritários com votos”. Para se chegar a esse resultado, evidentemente que o bloco dos minoritários no capital votante precisa ser suficiente, bem como um planejamento no direcionamento dos votos se faz necessário.

Colhe-se, também, da doutrina de Fábio Ulhoa Coelho (2014, v. 2, p. 246), a seguinte simulação que compara a aplicação das duas modalidades de votação – majoritária e proporcional – para preenchimento das vagas do Conselho de Administração. *Ipsis litteris*:

[...] considere-se que o capital votante de uma sociedade anônima é distribuído entre dois acionistas, *Antonio*, com 60%, e *Benedito*, com 40%, e que o conselho, composto por cinco membros, está sendo totalmente renovado. Se adotada a votação majoritária, Antonio deposita todos os seus votos nas cinco pessoas de sua confiança (na chapa ou nas candidaturas isoladas), e ganha a eleição porque tem mais votos que Benedito. Por outro lado, adotada a votação proporcional, a tendência será a de Antonio eleger três, e Benedito, dois dos membros do conselho.

e II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18.

Verifica-se, na hipótese, situação em que existem apenas dois sócios, porém não é esta a realidade normalmente observada em sociedades anônimas. A simulação é bastante ilustrativa, mas não se pode perder de vista que, na prática, grandes companhias, sobretudo as de capital aberto, possuem diversos acionistas minoritários que, para garantirem sua participação, precisam de coesão e planejamento.

Necessário sublinhar, também, que o *modus* de votação é de livre escolha, podendo o estatuto social dispor sobre qual delas será adotado. Entretanto, em não havendo previsão estatutária expressa, cabe à mesa da Assembleia Geral decidir a respeito.

Por fim, Modesto Carvalhosa (1997) lembra que, no caso de a Assembleia destituir algum membro conselheiro, sua substituição deverá respeitar o processo pelo qual ele foi eleito. Assim, se o membro destituído foi eleito para participar do Conselho de Administração por acordo de acionistas, seu substituto deverá inexoravelmente ser indicado pelo grupo que realizou o acordo; ou se por eleição em separado, sua substituição também deve obedecer a indicação do acionista ou grupo que o elegeu, e assim por diante.

Superadas as explicações iniciais acerca do Conselho de Administração e das modalidades de votação que podem ser adotadas para a eleição de seus membros, prossegue-se ao estudo das exceções previstas na Lei das Sociedades por Ações para a composição do órgão administrativo.

2.2 O voto múltiplo

Como visto, o legislador brasileiro preocupou-se em atribuir certas garantias e prerrogativas aos acionistas minoritários, dentre as quais, destaca-se o instituto do voto múltiplo.

Trata-se de modalidade de votação proporcional, que pode ser aplicada nas eleições para composição dos Conselhos de Administração e tem por objetivo a garantia de proporcionalidade de representação dos grupos de acionistas com direito de voto.

Além disso, o artigo que trata de referida ferramenta, estipula, ainda, formas de eleição em separado, visando garantir que também as classes de acionistas sem direito de voto possam eleger seus representantes nos Conselhos.

O presente capítulo adentra a *quaestio* e tem por objetivo explicar o funcionamento do voto múltiplo e apontar suas falhas.

2.2.1 Histórico

O Decreto-Lei n. 2.627/1940, que antecedeu a Lei das Sociedades Anônimas, não trazia a previsão do voto múltiplo. Segundo Modesto Carvalhosa (1997), o silêncio em relação ao tema era justificado, pois o decreto não contemplava a representação de diversos grupos acionários na administração das companhias. Os minoritários, p. ex., poderiam ter representação tão somente no Conselho Fiscal.

Assim, “sendo o voto múltiplo um método de eleição, visando à representação proporcional de grupos de acionistas, não cabia no contexto do antigo diploma” (CARVALHOSA, 1997, v. 3, p. 91).

Com a edição do diploma hoje em vigor, Lei n. 6.404, promulgada em 1976, o legislador preocupou-se em estabelecer formas para garantir a

representação proporcional de todos os grupos acionários no órgão administrativo das companhias.

Foi, então, incluído em nosso ordenamento pátrio o instituto do voto múltiplo, que tem por finalidade garantir a representação dos sócios minoritários no Conselho de Administração.

2.2.2 Finalidade da representação proporcional

Quando da eleição para preenchimento total ou parcial do Conselho de Administração, prevê a LSA, “visando quebrar o poder da maioria de eleger com seus votos todos os conselheiros” (OLIVEIRA, 2004, p. 604), a possibilidade de se adotar o processo de voto múltiplo, “reputado essencial à representatividade das minorias” (BATALHA, 1977, v. 2, p. 667).

Esse procedimento poderá ser adotado mediante requerimento formulado por acionistas que representem, no mínimo, um décimo de todo o capital social votante nas sociedades de capital fechado, e de cinco a dez por cento nas de capital aberto (Instrução CVM n. 165/1991, com as alterações da Instrução n. 282/1998)²⁴, até 48h antes da Assembleia Geral, independentemente de previsão para seu emprego no estatuto social. Isso porque, consoante assinala Fran Martins (1978, v. 2, t. I, p. 283), “essa permissão vigora esteja ou não contemplada no estatuto, o que significa que a regra é de ordem pública, não podendo ser derogada pelo estatuto nem pela assembleia”²⁵.

²⁴ De acordo com a Instrução normativa n. 165, com as alterações da Inst. N. 282, da Comissão de Valores Mobiliários, “Art. 1º Em função do valor do capital social da companhia aberta, é facultado aos acionistas representantes do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo para a eleição dos membros do Conselho de Administração”, observados os seguintes percentuais de acordo com o capital social: até R\$ 10.000.000 – 10% de capital mínimo votante para solicitação do voto múltiplo; de R\$ 10.000.001 a R\$ 25.000.000 – 9%; de R\$ 25.000.001 a R\$ 50.000.000 – 8%; de R\$ 50.000.001 a R\$ 75.000.000 – 7%; de R\$ 75.000.001 a R\$ 100.000.000 – 6% e acima de R\$ 100 milhões – 5%. Será considerado o valor do capital social vigente no último dia do mês anterior à data da convocação da assembleia.

²⁵ Corroborando com o entendimento de Martins, ensina Wilson de Souza Campos Batalha (1977, v. 2, p. 667) que a adoção dessa ferramenta “[...] não depende de norma estatutária e, ao contrário, não se admite que estatuto proíba o exercício de voto múltiplo”, bem como Dylson Doria (1997, p.279), *ipsis verbis*: “[...] o exercício do voto múltiplo é reputado essencial à

Trata-se, nas palavras de Modesto Carvalhosa (1997, v. 3, p. 95), de “direito irrenunciável”, sendo nula qualquer cláusula estatutária ou deliberação da Assembleia que tenha por objetivo sua supressão.

2.2.3 Conceituação

O instituto do voto múltiplo consiste na multiplicação de cada voto por tantas vezes quantas forem as vagas a serem preenchidas no Conselho de Administração²⁶. Ou seja, na hipótese de eleição para composição de Conselho que possui 9 vagas, cada ação votante teria o direito a 9 votos, que podem ser concentrados em um único candidato ou distribuídos entre vários²⁷. Essa forma de eleição, segundo doutrina Wilson de Souza Campos Batalha (1977, v. 2, p. 666), “faculta à minoria assegurar-se representatividade no Conselho pela concentração de votos em uma ou poucas pessoas”²⁸.

Frise-se que o instituto deve “cuidar de *composição* do Conselho de Administração, isto é, de eleição para renovação do órgão como um todo.” (COELHO, 2014, v. 2, p. 247). Em outras palavras, na hipótese de preenchimento parcial do Conselho, por renúncia ou morte de membro, p. ex., esta ferramenta não poderá ser utilizada.

Modesto Carvalhosa (1997, v. 3, p. 97) sustenta, nesse ponto, que, “na hipótese da existência de vagas no Conselho de Administração, cabe o processo de voto múltiplo para o preenchimento de todos os cargos.”, de

representatividade das minorias. E bem por isso o seu exercício não depende de norma estatutária que, ademais, não pode proibi-lo”.

²⁶ Conceitua o ilustre Professor Modesto Carvalhosa (1997, v. 3, p. 94), *in verbis*: “O voto múltiplo é o processo pelo qual se dá a cada acionista um total de votos correspondentes ao número de suas ações votantes multiplicado pelo número de cargos no Conselho de Administração.”

²⁷ J. C. Sampaio de Lacerda (1978, v. 3, p. 153), com ponto de vista diametralmente oposto à doutrina majoritária, opina que “sendo, portanto, entre nós, [o voto múltiplo] uma faculdade, como dissemos, que visa assegurar à minoria a representação no conselho, é evidente que só as ações pertencentes àqueles acionistas, e que correspondem a um décimo do capital social, gozarão do voto múltiplo”.

²⁸ Na mesma toada, Modesto Carvalhosa (1997, v. 3, p. 94) aponta que “o voto múltiplo atua como método para concentrar votos, a fim de matematicamente possibilitar a representação dessa minoria significativa no Conselho de Administração. Assegura, portanto, o voto múltiplo a representação de outros interesses que não o dos controladores, no Conselho de Administração, fazendo prevalecer o interesse social sobre o do grupo dominante de acionistas.”

modo que o direito de representação da minoria no Conselho é permanente e pode ser exercido em qualquer oportunidade de eleição dos administradores.

Pertinente, por fim, a observação de Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa (2008, v.3, p. 414), de que “o voto múltiplo outorga uma possibilidade, não uma certeza, da eleição de um ou mais membros do conselho de administração”. Ou seja, a aplicação do instituto, por si só, não é capaz de garantir a proporcional representação das minorias no Conselho de Administração. O processo de voto múltiplo apenas amplia as possibilidades de os acionistas minoritários conseguirem eleger seus representantes.

2.2.4 Aplicação

Em relação à sua aplicação, nos termos do art. 141, § 1º, da LSA, cabe à mesa da Assembleia responsável por dirigir os trabalhos informar, antes de iniciada a votação, o número mínimo de votos necessários para garantir a eleição de um candidato, isso “sem levar em conta eventuais votos em branco ou a estratégia dos demais acionistas” (LAZZARESCHI NETO, 2012, p. 400). Esta informação se faz necessária para que os minoritários possam organizar seus votos de forma a alcançar a vitória de seu(s) candidato(s), garantindo sua representação no Conselho de Administração.

O cálculo realizado para que se chegue ao número mínimo de votos necessários para assegurar a eleição de um candidato se procede através da fórmula “ $N = [(A \cdot C) / (C + 1)] + 1$ ”, na qual “N” é o número de votos necessários para eleger um conselheiro, “A” é o número total de ações com direito a voto detidas pelos acionistas presentes na Assembleia, e “C” é o número total de vagas em disputa²⁹.

Osmar Brina Corrêa Lima (2005, p.158), utilizando do mesmo raciocínio e simplificando a fórmula, toma como exemplo uma turma de escola que busca eleger seu único representante. O autor ensina que, nesse

²⁹ Trata-se da fórmula de Gerstenberg e de Huff, recomendada por Modesto Carvalhosa (1997, v. 3, p. 102), Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto (2012, p. 400) e, com pequena variação, apenas para fins de arredondamento, por Fábio Ulhoa Coelho (2014, v.2, p. 250).

caso, existindo apenas uma vaga, aquele que contasse com mais de metade dos votos – ou seja, $\frac{1}{2} + 1$ – seria eleito. Caso se buscasse eleger dois representantes, far-se-ia necessário $\frac{1}{3} + 1$ dos votos para garantir a eleição, e assim por diante.

Com efeito, numa eleição em que 5 vagas são postas em votação e estiverem presentes acionistas que detenham 1.200 ações com direito a voto, adotando-se o processo de voto múltiplo, serão observados 6.000 votos no total e, portanto, aplicando-se as fórmulas supra, 1.001 votos serão necessários para garantir a eleição de um membro no Conselho.

Significa que, caso um candidato venha a receber 1.001 votos, restariam apenas 4.999 a distribuir entre todos os outros. Caso sejam estes repartidos igualmente entre cinco outros candidatos, nenhum deles somaria votos suficientes para vencer aquele que recebeu o número mínimo de votos calculado através de citada fórmula.

Neste cenário, caso o grupo de acionistas minoritários detenha 40% do capital social votante (ou 480 ações), somando o equivalente a 2.400 votos, se coesos e articulados, reunissem todos os seus votos em dois candidatos, teriam a sua participação proporcional garantida no Conselho de Administração.

Evidentemente que o número calculado e informado pela mesa se refere à quantidade de votos que garante, indene de dúvidas, a eleição de um conselheiro. Com eventuais votos em branco e, conforme as estratégias adotadas, poderão ser eleitos conselheiros que recebam muito menos votos.

Como bem salienta Márcia Cargano (2007, p. 50), “É simplesmente matemática. O Conselho será complementado por todos os demais candidatos que receberem menos votos até o preenchimento de todos os cargos”.

2.2.4.1 Controle do Conselho de Administração

Waldirio Bulgarelli (1987, p. 157) bem ensina que, aplicando-se o processo sob comento, uma minoria organizada e dotada de uma estratégia eficiente pode garantir uma relevante participação no Conselho, e, até mesmo, contar com a eleição de maioria dos membros.

Retomando o exemplo do item anterior (cinco vagas em disputa. Grupo minoritário com 480 ações e 2.400 votos. Grupo controlador com 720 ações e 3.600 votos), imagine-se que o grupo de acionistas minoritários distribua todos os seus votos, igualmente, entre três candidatos, e o grupo controlador, com 60% das ações com direito de voto, objetivando a totalidade dos cargos no Conselho, também divida de forma igualitária seus 3.600 votos, porém entre cinco candidatos. Nesse caso, cada candidato dos minoritários receberia 800 votos, contra os 720 recebidos pelos cinco dos controladores. Hipótese na qual, a vitória do grupo minoritário, com a eleição da maioria e o controle do Conselho estaria, em teoria, garantida

Em teoria. Pois tal possibilidade é impraticável no Brasil.

Primeiro, porque a Lei n. 10.303/2001 introduziu no art. 141, da LSA, o § 7º, que impede o controle do Conselho pelos minoritários, ao assegurar, por eleição em separado, que acionistas que representem mais de cinquenta por cento do capital social, tenham tantos membros quanto os minoritários, mais um, independentemente do número máximo de conselheiros previsto no estatuto³⁰.

Tomando o resultado do exemplo paradigma dos itens anteriores (Conselho formado por 3 representantes dos minoritários e 2 dos controladores), o grupo controlador teria o direito de indicar, em separado, mais 2 membros, sem a necessidade de eleição. Assim, o Conselho, antes

³⁰ “LSA, Art. 141 [...] § 7º - Sempre que, cumulativamente, a eleição do conselho de administração se der pelo sistema do voto múltiplo e os titulares de ações ordinárias ou preferenciais exercerem a prerrogativa de eleger conselheiro, será assegurado a acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de votos que detenham mais do que 50% (cinquenta por cento) das ações com direito de voto o direito de eleger conselheiros em número igual ao dos eleitos pelos demais acionistas, mais um, independentemente do número de conselheiros que, segundo o estatuto, compoñha o órgão.”

composto por 5 conselheiros, agora passaria a ter 7: 3 do grupo minoritário (eleitos) e 4 do grupo controlador (dois eleitos e dois indicados em separado, por força do art. 141, § 7, da LSA).

2.2.4.2 Destituição de membros do Conselho

Além disso, nos termos do art. 141, § 3º, da LSA, sempre que a eleição houver sido realizada pelo voto múltiplo, a destituição de qualquer integrante do Conselho de Administração importará na destituição dos demais, procedendo-se nova eleição³¹. Assim, se os acionistas que detiverem a maior parte do capital social votante, desatentos na estratégia que adotarem, vierem a perder o controle do Conselho, “fácil será à assembleia destituir um deles, o que acarretará a destituição dos demais, passando-se então a nova eleição, quando então, por certo, a maioria não incorrerá no mesmo erro anterior” (BULGARELLI, 1987, p. 157).

Neste mesmo cenário, aplicando-se o mesmo normativo, o grupo controlador refaria sua estratégia e distribuiria a totalidade de seus votos em apenas 4 candidatos, restando cada um deles com 900 votos. Os minoritários repetiriam a estratégia anterior e distribuiriam seus 2.400 votos entre três candidatos, somando 800 para cada. Nessa hipótese, o Conselho de Administração estaria formado por 4 membros do grupo controlador e apenas 1 representante dos minoritários, que não teriam força na assembleia para destituir um dos conselheiros e assim gozarem, também eles, dos efeitos do § 3º do art. 141, da LSA.

³¹ “Se a eleição se realizar mediante voto múltiplo, a destituição de qualquer conselheiro importará, automaticamente, destituição dos demais, procedendo-se a nova eleição. Se houver vaga, por outro motivo, assumirá o suplente, ou, não o havendo, a próxima assembléia geral (ordinária ou extraordinária) procederá à eleição de todo o conselho.” (BATALHA, 1977, v. 2, p. 667).

“Tendo sido a eleição do Conselho de Administração feita pelo processo de voto múltiplo, sendo, posteriormente, destituído qualquer conselheiro pela assembléia geral, essa destituição importará na de todos os membros do Conselho, devendo, portante, realizar-se outra eleição.” (MARTINS, 1978, v. 2, t. I, p. 287).

2.2.5 Empate nas eleições do Conselho

Em caso de empate, nos termos do art. 141, § 2º, da LSA, os cargos que, por este motivo, não forem preenchidos, deverão ser postos novamente em votação, na mesma assembleia e através do mesmo processo. Nesse sentido é o entendimento de J. C. Sampaio de Lacerda (1978, v. 3, p. 156) e Fran Martins (1978, v. 2, t. I, p. 286).

Modesto Carvalhosa (1997, v.3, p. 108), defende posição diametralmente contrária. Registre-se o entendimento do autor, *ipsis litteris*:

Ocorrendo o empate, haverá nova eleição, na mesma Assembléia, observando-se o mesmo processo. Para tanto, haverá necessidade de nova informação aos acionistas presentes. E esse segundo pleito compreenderá todos os membros do conselho a serem eleitos no conclave e não apenas aqueles que empataram no anterior. Conseqüentemente, a primeira votação será considerada ineficaz, para os efeitos não só de eleição de qualquer membro que porventura tenha obtido maioria de votos, como da própria candidatura. Assim, todos os candidatos deverão ser inscritos novamente pelos respectivos grupos. Poderá haver substituição de nomes. Poderá, outrossim, haver aumento ou diminuição do número de candidatos apresentados pelos grupos de acionistas, tendo em vista reagrupar votos com o fito de deslindar o impasse.

Osmar Brina Corrêa Lima (2005) corrobora com o entendimento de Modesto Carvalhosa e acrescenta que, caso não se procedesse dessa forma nos casos de empate (havendo nova eleição para composição total do Conselho), estariam sendo negados os próprios objetivos do voto múltiplo.

2.3 Eleições em separado

O art. 141 da Lei das Sociedades Anônimas cuidou, ainda, de duas outras formas de garantir a participação dos acionistas minoritários no Conselho de Administração. Tratam-se das alterações e inclusões realizadas no § 4º do referido artigo, pela Lei 10.303/01, *in verbis*:

Art. 141 [...] § 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e

II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18.

Pela regra do citado dispositivo, acionistas de companhias abertas que possuam, pelo menos, (i) 15% das ações sociais com direito a voto ou (ii) 10% do capital social, de ações sem direito a voto e/ou com voto restrito, têm o direito de eleger, em separado, um membro do Conselho de Administração.

Há de se observar, todavia, a exigência prevista no § 6º do mesmo artigo, o qual determina que, para o exercício desse direito, o acionista ou grupo de acionistas deve comprovar a titularidade ininterrupta da participação acionária (abarcando todas as ações utilizadas para tal finalidade) por um período mínimo de três meses imediatamente anterior à realização da assembleia geral³².

O direito de eleição em separado tem por finalidade garantir a proporcionalidade de representação no Conselho de Administração.

³² “[...] Para legitimar-se como eleitor nas eleições em separado, o minoritário deve comprovar a titularidade ininterrupta da participação societária exigida para atendimento do *quorum* respectivo durante o período mínimo de três meses imediatamente anteriores à realização da assembleia geral” (COELHO, 2014, p. 252).

“A Lei nº 10.303/2001, alterando o § 4º do art. 141 e introduzindo outros dispositivos para proteger acionistas que não pertencem ao grupo de controle da companhia, estabelece que estes terão o direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação separada na assembleia geral, excluído o acionista controlador, desde que titulares há mais de três meses contínuos imediatamente anteriores à assembleia geral” (REQUIÃO, 2014, p. 248).

Exatamente por este motivo que o acionista ou grupo controlador não pode participar, em nenhuma hipótese, das modalidades de eleição previstas no art. 141, § 4º e incisos, da LSA³³. A garantia de proporcionalidade no Conselho, para essa classe de acionistas, está prevista no § 7º, do mesmo artigo, cuja análise consta do item 1.2.4.1 do presente estudo.

Finalmente, importa salientar que os acionistas podem agregar suas ações com fim de alcançar os percentuais mínimos exigidos para o exercício das modalidades de eleição em separado previstas no art. 141, § 4º, da LSA. Contudo, as ações utilizadas com essa finalidade não poderão ser empregadas em nenhuma outra forma de votação ou eleição.

Nessa esteira, as ações que estiverem estatutariamente autorizadas a eleger um ou mais membros do Conselho de Administração em separado, consoante o art. 18 da LSA, também não poderão ser aproveitadas para o exercício da modalidade de eleição prevista no art. 141, §4º do mesmo texto normativo.

Superada a porção explicativa do presente trabalho passa-se à análise de situações simuladas para ilustrar a aplicação das teorias expostas.

³³ “Das eleições em separado, em nenhuma hipótese participa o acionista controlador. Como referido, trata-se de um processo destinado a garantir a proporcionalidade no preenchimento dos cargos do Conselho de Administração. E exatamente para que se atenda esse objetivo, a lei assegura ao controlador de companhia aberta o direito de eleger a maioria dos membros do Conselho de Administração sempre que forem adotados cumulativamente os processos do voto múltiplo e das eleições em separado” (COELHO, 2014, p. 252).

3 A INEFICÁCIA DO VOTO MÚLTIPLO COMO FERRAMENTA DE PROTEÇÃO AO ACIONISTA MINORITÁRIO

Conforme visto anteriormente, existem diversas formas de minar a eficácia do instituto do voto múltiplo, em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários.

Exemplificativamente, pode-se citar a adoção de sistema de rodízio para a eleição dos membros do Conselho. Assim, nunca seria eleita a totalidade dos conselheiros, mas somente parte deles, o que impossibilitaria a aplicação do voto múltiplo, somente permitido nos casos de eleição para composição da integralidade do Conselho.

Para ilustrar, Osmar Brina Corrêa Lima (2005, p. 175) apresenta o “caso Arapiara”. Trata-se de Sociedade Anônima que, em cuja deliberação da Assembleia Geral Ordinária, aprovou a renovação de um terço dos conselheiros a cada triênio. Sendo o Conselho de Administração composto por 9 membros, significaria dizer que, a cada três anos, seria realizada uma eleição para preencher três vagas somente. Nesta hipótese, não seria permitido o emprego do processo de voto múltiplo, pois a aplicação deste instituto “deve-se cuidar de *composição* do conselho de administração, isto é, de eleição para a renovação do órgão como um todo. [...] não pode ser solicitado quando se trata de eleição para preenchimento de um ou mais cargos vagos.” (COELHO, 2014, v. 2, p. 247).

Nesta senda, Modesto Carvalhosa (1997, v. 3, p. 96) pontua:

Um dos expedientes clássicos de derrogação indireta do direito de representação proporcional da minoria no Conselho, mediante o processo de voto múltiplo, é o de prever o estatuto mandatos não coincidentes. Essa manobra estatutária pode ser ainda ampliada com a criação de cargos no Conselho que não necessitam ser preenchidos. Se requerido o regime de voto múltiplo, os controladores simplesmente deixam vagos esses cargos, podendo inclusive eleger seus ocupantes, um a um, em assembléias gerais realizadas posteriormente. Ou podem, ainda, os controladores deixá-los permanentemente vagos, a fim de elidir o direito de representação proporcional da minoria.

Não se desconhece que o art. 141, § 4º, da LSA, oferece ferramentas para amenizar os efeitos desse tipo de manobra. Ocorre, no entanto, que o resultado da aplicação destas alternativas não traz o mesmo resultado que se observaria caso aplicado o processo de voto múltiplo, hipótese em que a representação, por certo, seria maior.³⁴

Na sequência, buscar-se-á demonstrar, através de simulação, o resultado prático dessa manobra dos controladores em comparação com o produto de eleição para composição da totalidade do Conselho.

Além dessa, mais três outras simulações de casos práticos serão estudadas, uma com o objetivo de analisar as possibilidades de resultados quando da aplicação do voto múltiplo e as implicações de outros artifícios que podem ser utilizados a favor dos controladores e as duas últimas com a finalidade de demonstrar a inocuidade da aplicação do processo de voto múltiplo, frente ao fato de que o resultado prático de sua aplicação é o mesmo daquele obtido com o voto proporcional simples.

3.1 Simulação 1 – Mandatos não coincidentes

Utiliza-se a hipótese do “caso Arapiara”, mencionado no item anterior, no qual o Conselho de Administração é composto por 9 membros. Imagine-se que o capital social, no total de 100.000 ações, está dividido da seguinte forma: “A”, acionista controlador, possui 35.000 ações ordinárias com direito de voto; “B”, minoritário, 28.000 ações ordinárias; e o grupo “C” o restante das 37.000 ações, sendo estas preferenciais sem direito de voto.

Sendo o acionista “A” maioria na Assembleia Geral, objetivando garantir o seu pleno controle do Conselho de Administração, foi aprovada a renovação parcial dos conselheiros, na proporção de 1/3 de seus membros, a cada triênio. Assim sendo, “B”, portador de 28% do capital social votante,

³⁴ “Pode-se argüir que, contra as manobras acima citadas, existirá sempre o remédio da representação unitária prevista no § 4º. Tal alegação é insubsistente, pois o mandato escalonado é forma de obstruir uma representação maior que teria a minoria, se adotado o processo de voto múltiplo.” (CARVALHOSA, 1997, p.96)

invoca o direito garantido no art. 141, § 4º, I, da LSA, para eleger, em separado, um dos 9 membros do Conselho de Administração. Da mesma forma, um grupo de preferencialistas correspondente a 10% do capital social, utilizando-se da ferramenta prevista no inciso II do mesmo artigo, elegem, também eles, um dos membros do Conselho.

O órgão administrativo será formado, dessa forma, por 7 representantes do acionista “A”, 1 representante do acionista “B” e 1 representante dos preferencialistas (“C”). Importante destacar que, quando um dos membros eleitos em separado for deposto, sua substituição deverá ser realizada de acordo com a mesma forma de eleição, se assim os acionistas “B” e “C”, que fizeram a indicação, desejarem.

Ainda partindo do caso paradigma, estuda-se, agora, o cenário em que se decide pela composição do Conselho de Administração como um todo (não se adotando a ferramenta de mandatos não coincidentes, explicitada acima). O acionista “B”, portador de um total de ações que representam pelo menos um décimo do capital social, requer a adoção do processo de voto múltiplo para a referida eleição.

Sendo o Conselho composto por 9 membros e 1 das vagas preenchidas por eleição em separado pelos preferencialistas (art. 141, § 4º, II, LSA), serão as ações ordinárias com direito de voto multiplicadas por 8. Assim, o acionista “A” teria o equivalente a 280.000 votos e “B” a 224.000 votos, e o número mínimo que garantirá a eleição de um membro, calculada a partir da fórmula de Gerstenberg e de Huff, é de 56.001 votos.

O acionista “B” decide pela seguinte estratégia: distribui os seus votos entre 4 candidatos, de modo que 3 deles fiquem com 56.001 cada e o último com o restante dos votos (55.997). Dessa forma, garantir-se-ia a eleição de pelo menos 3 candidatos.

Por sua vez, o acionista “A”, objetivando a maioria do conselho, distribui uniformemente os seus votos entre 5 candidatos, restando cada um com 56.000.

O Conselho de Administração dessa empresa será, então, constituído por 5 representantes do acionista “A”, 3 do acionista “B” e 1 do

grupo de preferencialistas “C”. Em outras palavras, os acionistas minoritários (“B” e “C”) teriam pouco mais de 44% dos membros do Conselho, representação muito superior àquela verificada no caso anterior.

A ineficiência verificada, neste ponto, tem relação ao fato de que a Lei n. 6.404/76, mais especificamente no artigo que trata do voto múltiplo (art. 141), não prevê uma ferramenta efetiva de proteção ao minoritário frente a esta manobra de mandatos não coincidentes.

Assim, a melhor estratégia que os acionistas minoritários podem adotar para amenizar os efeitos dessa medida é as prerrogativas do art. 141, § 4º, da LSA, que, conforme se demonstrou anteriormente, não são capazes de garantir, de forma eficaz, sua representação proporcional.

3.2 Simulação 2 – ferramentas à disposição dos controladores e comparação de resultado prático entre voto múltiplo e votação proporcional simples

Explanaram-se no segundo capítulo deste estudo, as possibilidades que têm os minoritários de elegerem a maioria dos conselheiros nos casos em que estiverem orientados e articulados e tendo a seu favor a desatenção dos acionistas controladores na escolha da estratégia de votação. De fato, essa possibilidade existe. Contudo, como já se demonstrou, os majoritários têm ferramentas para contornar esse resultado, ou mesmo para melhorar um panorama não tão favorável, conforme se demonstrará a seguir.

Retorna-se ao exemplo do tópico anterior (9 vagas no Conselho, acionista “A” com 35.000 ações ordinárias, acionista “B” com 28.000 ações ordinárias e grupo de acionistas “C” com 37.000 ações preferenciais):

O grupo “C” elege seu membro em separado, enquanto o acionista “B” vota da mesma forma adotada anteriormente, distribuindo seus 224.000 votos de forma que três candidatos fiquem com 56.001 votos cada (garantindo a eleição de todos) e um quarto candidato com 55.997. O acionista “A” decide pela mesma estratégia do acionista “B”, porém reparte

seus 280.000 votos entre cinco candidatos, quatro deles com 56.001 (garantindo a eleição destes) e um quinto com 55.996 votos.

Observa-se, na hipótese, que o quarto candidato do acionista “B” superou o quinto candidato do acionista “A” em votos, vindo a ser eleito. Assim, o Conselho de Administração será composto por 4 representantes do acionista “A”, 4 representantes do acionista “B” e 1 representante dos preferencialistas “C”. O controle do Conselho, portanto, é, em tese, dos minoritários, com cinco representantes.

Repita-se o que já foi exaustivamente afirmado neste estudo: a possibilidade de o acionista ou grupo controlador perder o controle da forma acima pressupõe a formulação de uma estratégia inadequada às suas pretensões. Mas, ainda que tal lapso venha a ocorrer, pode o acionista controlador se socorrer nas prerrogativas previstas no art. 141.

Por primeiro, pode-se citar a prevista no § 7º do referido dispositivo. Já tratada no segundo capítulo deste estudo. Caso aplicado, o acionista “A” pode eleger em separado tantos membros quantos forem necessários para que ele retome o controle do Conselho, sem prejuízo dos membros eleitos pelos demais acionistas. Logo, o órgão administrativo seria composto por: 4 membros eleitos em votação por “A”, 4 membros eleitos em votação por “B”, 1 membro eleito em separado (art. 141, § 4º, II, da LSA) por “C”, e mais 2 membros eleitos em separado (art. 141, § 7º, da LSA) por “A”, num total de 11 membros, dos quais 6 representariam o acionista controlador e 5 os minoritários.

Neste ponto, a lei simplesmente teve o cuidado de evitar que o controle do órgão deliberativo das empresas, por uma desatenção dos controladores, possa ficar nas mãos de minoria acionária.

Outra prerrogativa que o acionista controlador pode utilizar como estratégia é a adoção do § 3º, do mesmo artigo. Por ser “A” maioria na Assembleia Geral, ele facilmente conseguiria destituir um membro do Conselho e, via de consequência, todos os demais, por força do referido dispositivo. Desta forma, proceder-se-ia nova eleição, na qual, por certo, o

controlador não iria incorrer no mesmo erro anterior, e adotaria, então, estratégia que lhe garantisse o controle do Conselho de Administração.

Observa-se que esta ferramenta foi colocada à disposição dos acionistas no dispositivo que regula o voto múltiplo com a finalidade última de garantir a proteção das minorias acionárias. Ela assegura que, posteriormente às eleições, o controlador não possa depor somente os representantes do minoritário na tentativa substituí-lo por representantes seus e, assim, ter a totalidade dos membros do Conselho.

Entretanto, a hipótese acima demonstra que, mesmo em se tratando de ferramenta criada para proteger o minoritário, pode ser utilizada contra ele, a exemplo de quando o controlador a emprega estrategicamente para assegurar a sua maior representação possível no Conselho, em prejuízo da proporcional representação das minorias. Melhor seria, para garantia de uma efetiva proteção, que a substituição do conselheiro eleito com os votos de determinados acionistas e posteriormente deposto, se desse por indicação destes mesmos acionistas; ou, então, que um membro do Conselho pudesse ser deposto apenas por aqueles que são por ele representados (a exemplo do acontece pelos eleitos em separado pelo art. 141, § 4º, da LSA). O fato é que a forma atual do art. 141, § 3º, da LSA, se mostra pouco eficiente para a proteção da proporcional representação dos acionistas minoritários.

3.3 Simulações 3 e 4 – Comparação de resultado prático entre voto múltiplo e votação proporcional simples

Por último, cabe a ilustração do porquê de ser o voto múltiplo ineficiente – ou, talvez fosse melhor dizer, desnecessário –, se a sua finalidade é a de garantir, tão somente, a proporcionalidade no preenchimento dos cargos do Conselho de Administração.

Fábio Ulhoa Coelho (2014, v. 2, p. 249) é enfático ao afirmar que:

Quando racionalmente utilizado por todos os acionistas, o voto múltiplo conduz ao mesmo resultado da eleição proporcional. Por isso, sua importância está na garantia da proporcionalidade na composição do conselho de administração. Ele só é instrumento de conquista de controle pela minoria quando o controlador não age de modo racional.

Frise-se que, conforme exposto, existem inúmeras formas de o grupo ou acionista controlador, nas hipóteses em que age irracionalmente, contornar seu erro e retomar o controle do Conselho.

Adiante, para ilustrar a afirmação de que os resultados da aplicação do voto múltiplo e do voto proporcional simples podem ser os mesmos, necessária a análise de simulações de votações realizadas através de uma e outra modalidade, partindo-se das mesmas premissas.

3.3.1 Simulação 3

Imagine-se uma sociedade anônima aberta cujo capital social votante é composto por 100.000 ações, dividido entre dois grupos: “A”, com 60.000 e “B”, com 40.000, cujo Conselho de Administração deverá ser composto por 5 membros. “B”, possuindo mais do que um décimo do capital social com direito a voto, requer a adoção do processo de voto múltiplo. Os preferencialistas não exercem o direito previsto no art. 141, § 4º, II, da LSA.

Aplicando-se este instituto, atribui-se o equivalente a 300.000 votos ao grupo “A” (controlador) e 200.000 votos ao grupo “B” (minoritário). A mesa

da Assembleia comunica que o número mínimo de votos para garantir a eleição de um membro é de 83.334.

Na primeira votação, “A” distribui todos os seus votos, igualmente, entre 5 candidatos, atribuindo 60.000 para cada. “B”, por sua vez, divide seus votos, homogeneamente, entre 3 candidatos, atribuindo 66.666 para cada um deles, elegendo-os e ganhando o controle do Conselho de Administração.

“A”, que não tem a pretensão de aumentar o número de membros do Conselho, o que ocorreria caso se socorresse da ferramenta prevista no § 7º do art. 141, da LSA, decide-se por outra estratégia: destitui um dos conselheiros e, dessa forma, por força do § 3º do mesmo artigo, destituem-se todos os outros, procedendo-se nova eleição através do voto múltiplo.

Nesta segunda votação, “A” distribui seus votos entre 4 candidatos, cada qual recebendo 75.000, enquanto “B” utiliza a mesma estratégia anterior e atribui 66.666 votos para cada um de seus 3 candidatos. Nessa hipótese, o grupo minoritário não teria sua proporcional representação, haja vista a sua participação acionária de 40% e, não obstante, contar somente com 20% das vagas no Conselho.

Uma vez adotada estratégia prejudicial pelo minoritário, deverá ele se conformar com os resultados, pois, ao contrário do grupo controlador, não terá forças suficientes na Assembleia para destituir um conselheiro objetivando nova eleição. Esta, portanto, é mais uma desatenção do legislador em relação à proteção do minoritário no tocante à sua proporcional representação no Conselho.

Por fim, faz-se necessária a apresentação da hipótese mais provável, aquela em que ambos os grupos adotem estratégias de forma racional. Nesta terceira eleição, “A” distribui seus votos entre 3 ou 4 candidatos, atribuindo, respectivamente, 100.000 ou 75.000 votos para cada, enquanto o grupo “B” distribui seus 200.000 votos entre 2 candidatos apenas, cada um com 100.000. O Conselho ficaria composto, pois, por três representantes do grupo “A” e dois representantes do grupo “B”. Nessa hipótese, verifica-se, em termos proporcionais, uma representação dos sócios no Conselho de Administração equivalente aos seus quinhões acionários.

Na votação proporcional simples, a única diferença em relação ao processo de voto múltiplo consiste no fato de que se atribuirá apenas um voto por ação, e não múltiplos votos de acordo com o número de cargos no Conselho. Assim, o grupo “A” teria o equivalente a 60.000 votos e o grupo “B” a 40.000. Aplica-se a mesma estratégia adotada quando da eleição por voto múltiplo: “A” distribui seus votos entre 3 ou 4 candidatos, atribuindo, respectivamente, 20.000 ou 15.000 votos, enquanto “B” distribui seus 40.000 votos entre dois candidatos, cada qual com 20.000. O Conselho de Administração, portanto, seria composto por 3 representantes do grupo de acionistas “A” e 2 do grupo “B”, exatamente o mesmo resultado visualizado no caso em que foi adotado o voto múltiplo e ambos os grupos utilizaram seus votos de forma racional.

3.3.2 Simulação 4

Nesta última projeção, imagine-se uma sociedade anônima aberta cujo capital social seja de 1.500.000 ações, das quais 700.000 são preferenciais sem direito de voto e 800.000 são ordinárias, estas últimas divididas entre “A”, com 595.000 ações (controlador, possuidor de um total de 74,4% das ações com direito de voto), “B”, com 150.000 ações e “C”, com 55.000 ações.

A Assembleia Geral decide renovar integralmente o Conselho de Administração, que passará a contar com 8 membros. “B”, acionista possuidor de 18,7% das ações com direito de voto, cumprindo todos os requisitos exigidos, faz o requerimento de aplicação do processo de voto múltiplo para a referida eleição. Um grupo de preferencialistas, exercendo o direito previsto no art. 141, §4º, II, elege, em separado, seu representante, motivo pelo qual somente 7 vagas serão postas em votação.

No dia da eleição, presentes todos os ordinarialistas, a mesa da Assembleia comunica aos acionistas votantes que o número mínimo para garantir a eleição de um membro é de 700.001 votos. Multiplicadas as ações, “A” detém o equivalente a 4.165.000 votos, “B” a 1.050.000 e “C” a 385.000.

“C”, com apenas 6,9% das ações com direito de voto, avalia as possibilidades de resultado e percebe que não terá forças para eleger um representante seu, nem poderá eleger em separado um conselheiro por não atingir o percentual mínimo previsto no art. 141, § 4º, I, da LSA.

“B” dificilmente poderá eleger dois membros com a quantidade de votos que tem atribuída a suas ações. Assim, “B” e “C” decidem pela estratégia de reunir seus votos e distribuir o total, igualmente, entre 2 candidatos. Tendo cada um deles recebido o montante de 717.500 votos, garantida estaria, portanto, a eleição de ambos.

“A”, por sua vez, divide seus votos entre 7 candidatos e garante a eleição de 5 deles. O mesmo resultado seria observado caso ele distribuísse a totalidade de seus votos entre 6 ou 5 candidatos.

O Conselho de Administração estaria formado, portanto, por 1 representante dos preferencialistas, 2 representantes dos acionistas ordinarielistas “B” e “C”, e 5 representantes do acionista controlador “A”. Neste cenário, se verifica, em termos proporcionais, a representação dos sócios no Conselho de Administração equivalente às suas participações acionárias.

Este seria o resultado mais provável, muito embora existam outras possibilidades, p. ex.: “B”, possuindo 18,7% das ações ordinárias, decide eleger em separado (art. 141, § 4º, I) o seu representante e “A” elege 6 membros, resultado que não reflete as quotas dos acionistas, proporcionalmente.

Imagine-se a idêntica situação fática, porém, agora, sem a utilização do processo de voto múltiplo, e sim da votação proporcional simples. Assim como na hipótese anterior, os acionistas, bem orientados, adotam a estratégia mais adequada possível ao alcance de seus interesses. “A” reparte seus 595.000 votos entre 6 candidatos, atribuindo a cada um deles 99.166 votos. “B” e “C”, reunidos, distribuem seus 205.000 votos entre 2 candidatos, cada qual recebendo o equivalente a 102.500.

O resultado desta eleição seria o seguinte: 1 conselheiro eleito em separado pelos preferencialistas, 2 eleitos pelos acionistas ordinarielistas “B”

e “C”, e 5 eleitos pelo acionista controlador “A”. É exatamente o mesmo resultado observado na eleição em que se aplicou o processo de voto múltiplo, e na qual todos os acionistas empregaram as melhores estratégias.

3.4 Observações referentes à análise das simulações

Poderiam ser realizadas inúmeras projeções abarcando as mais diversas situações fáticas, a conclusão, no entanto, seria sempre a mesma: quando todos os acionistas votantes adotam a estratégia mais adequada às suas pretensões, o resultado da eleição em que se adota o processo de voto múltiplo é exatamente o mesmo daquele obtido pela votação proporcional simples, conclusão esta que vai ao encontro do que prega Fábio Ulhoa Coelho (2014)³⁵.

Destaque-se, por oportuno, que o voto múltiplo, na essência, é capaz de possibilitar uma real vantagem para os acionistas minoritários, porém, apenas se o grupo controlador for desatento na escolha de sua estratégia. Entretanto, mesmo nesta situação, a Lei das Sociedades Anônimas prevê ferramentas que podem ser utilizadas pelos majoritários para contornar suas implicações desfavoráveis.

Assim, o que se observa é que as eleições de composição dos Conselhos de Administração são conduzidas, religiosamente, a apenas um resultado: aquele mais adequado aos controladores, dentro das possibilidades.

Frise-se, ainda, que o presente estudo trata apenas das modalidades de votação proporcionais, excluindo a análise da votação majoritária – que conduziria, sem exceções, à composição homogênea do Conselho com representantes apenas dos controladores – e apenas

³⁵ “Quando racionalmente utilizado por todos os acionistas, o voto múltiplo conduz ao mesmo resultado da eleição proporcional. Por isso, sua importância está na garantia da proporcionalidade na composição do conselho de administração. Ele só é instrumento de conquista de controle pela minoria quando o controlador não age de modo racional.” (COELHO, Fábio Ulhoa, 2014, p. 249).

contornando uma das manobras usadas como subterfúgio aos efeitos do voto múltiplo pelos controladores: os mandatos não coincidentes.

Por fim, da análise das simulações e da aplicação prática do processo de voto múltiplo, com todas as ferramentas aplicáveis às eleições de composição do Conselho, verifica-se que o instituto não tem razão de existir, haja vista o seu emprego, conforme demonstrado nas projeções deste trabalho, implicar nos mesmos resultados que seriam alcançados caso a eleição ocorresse por votação proporcional simples.

A ineficiência do voto múltiplo não está, portanto, numa suposta falha do instituto em garantir a representação proporcional dos acionistas no órgão administrativo das sociedades, ele até é capaz de garantir essa proporcionalidade, porém as limitações trazidas pela lei fazem com que sua aplicação seja inócua, já que tem o mesmo resultado prático das eleições procedidas pelo voto proporcional simples.

A inocuidade do instituto lhe dá o aspecto de “letra morta” na lei e reflete a sua ineficiência para o efeito que se pretendia, a partir dele, produzir, qual seja, a proteção do acionista minoritário pela garantia de uma representação proporcional no Conselho de Administração.

CONCLUSÃO

Inicialmente, o trabalho se prestou a realizar uma breve explanação sobre as sociedades anônimas, contemplando pontos relevantes para o entendimento do porquê da preocupação do legislador em formular garantias e prerrogativas aos acionistas minoritários.

Dessarte, no primeiro capítulo, o presente estudo apresentou o conceito de Sociedade Anônima, que nada mais é do que uma empresa cujo capital social é dividido em ações de livre negociabilidade e que está submetida às regras contidas na Lei n. 6.404/1976. Em seu desdobramento, expôs-se a classificação de companhia aberta e fechada, respectivamente, aquela cujos valores mobiliários de sua emissão estejam admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários ou não.

Ainda na primeira seção, fez-se menção à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e ao Mercado de Capitais, este último sendo o espaço em que as empresas podem disponibilizar seus valores mobiliários à negociação, nos termos da regulamentação e sob a fiscalização da CVM.

Em seguida, este trabalho abordou o conceito de ações, apontando as principais diferenças normalmente encontradas entre suas classes, sendo a principal delas o direito de voto, que nas ações ordinárias é obrigatório e restrito, via de regra, nas preferenciais, embora tenham estes direitos de preferência, em detrimento daquelas, sobre os dividendos da companhia.

Verificou-se, ademais, os conceitos de acionista controlador e minoritário. Em que pese a discussão doutrinária no tocante à classificação dos termos, adotou-se, para este trabalho, o entendimento de que é controlador o sócio ou grupo de ordinarialistas (pois com direito de voto) com ações suficientes para assumir posição de controle na Assembleia Geral, enquanto por minoritário entendem-se todos os outros acionistas, ordinarialistas ou não, que se encontram em posição de submissão a esse controle.

Superadas as sucintas, porém indispensáveis, explanações sobre as sociedades anônimas, passou-se à análise das garantias e direitos dos acionistas, com especial foco para as tutelas e proteções às minorias acionárias, haja vista a sua posição desfavorável em relação aos controladores.

Neste ponto, foram apresentados os direitos essenciais dos acionistas – como os de participação nos lucros sociais e de fiscalização da gestão dos negócios sociais – e não essenciais, tais qual o direito de voto, base para o desenvolvimento do tópico subsequente.

O segundo capítulo ocupou-se do tema, propriamente dito, do presente estudo. A primeira parte reservou-se a apresentar as atribuições e competências do órgão administrativo das sociedades anônimas, como, a fiscalizatória das atividades da diretoria e elaboração das diretrizes a serem observadas pela mesma.

Expôs-se, ainda, as formas de composição do órgão, bem como das modalidades de votação – majoritária ou proporcional – que podem ser adotadas pela Assembleia Geral para a eleição dos membros do Conselho de Administração, com especial ênfase à votação proporcional, por ser o voto múltiplo uma submodalidade dessa forma de sufrágio.

A segunda parte do capítulo tratou de forma mais aprofundada o instituto do voto múltiplo, ferramenta passível de emprego nas eleições de membros do Conselho de Administração, que consiste na multiplicação dos votos por tantos quantos forem os cargos em votação.

Apontou-se que o objetivo de sua aplicação é a de possibilitar a proporcionalidade representativa nos cargos do Conselho, garantindo-se, assim a participação dos acionistas não controladores na tomada de decisões das companhias.

Na sequência, o estudo ponderou a aplicação prática do voto múltiplo, com observações acerca das possibilidades de resultado de acordo com as diversas estratégias possivelmente adotadas pelos acionistas.

Foram analisadas as hipóteses de tomada de controle do Conselho de Administração pelos minoritários e as ferramentas de que dispõem os

majoritários para recuperar o controle do órgão (art. 141, §§ 3º e 7º, Lei n. 6.404/1976), a solução em caso de empate e as possibilidades de eleição em separado previstas para os acionistas ordinarielistas detentores de, ao menos, 15% do capital social com direito de voto e para os preferencialistas detentores de, no mínimo, 10% de todo o capital social, dispostas no art. 141, §, I e II, respectivamente.

No último capítulo, foram expostas as falhas percebidas na aplicação prática do processo de voto múltiplo, constatadas a partir do estudo de diversas simulações.

A primeira projeção evidenciou a fragilidade do instituto frente aos artifícios que podem vir a ser utilizados pelos acionistas controladores como forma de derruir as possibilidades de as minorias acionárias requererem a adoção do voto múltiplo.

No tópico, ficou demonstrado que a simples decisão, tomada pela maioria da Assembleia (ou seja, pelos controladores) de utilizar mandatos não coincidentes no Conselho, com as consequentes substituições parciais dos conselheiros administrativos, prejudicaria a aplicação do voto múltiplo, que só pode ser utilizado nos casos de composição integral do órgão. Verificou-se, ainda, que, mesmo com as indicações em separado, previstas no art. 141, § 4º, I e II, da Lei das Sociedades Anônimas, os minoritários tiveram uma menor representação do que teriam caso aplicado o processo de voto múltiplo.

Uma segunda simulação serviu para justificar o porquê de a composição dos Conselhos de Administração seguir sempre um mesmo padrão – aquele mais adequado ao controlador –, apesar dos vários possíveis resultados que podem ser obtidos nas eleições em que se aplica o voto múltiplo.

Constatou-se, também, que isso decorre da aplicação de outro expediente utilizado pelos controladores, com fulcro no art. 141, § 3º, da LSA, qual seja, a destituição de membro eleito em processo de votação múltipla e, por consequência, dos demais conselheiros, implicando em uma nova eleição.

Assim, comprovou-se que, toda vez que o resultado de sufrágio realizado pelo processo de voto múltiplo estiver em desacordo com a vontade do acionista ou grupo controlador, este pode, facilmente, destituir um dos conselheiros, objetivando que se proceda uma nova eleição, hipótese em que seria aplicada uma estratégia mais adequada ao alcance de suas pretensões.

A aplicação dessa ardileza geralmente conduz aos mesmos resultados nas eleições do Conselho, ou seja, a maior representação possível dos controladores. Isso porque os minoritários não têm a força votante necessária para, por seu turno, destituir um conselheiro eleito pelos majoritários e gozar dos benefícios previstos pelo art. 141, § 3º, da LSA, que, a propósito, em patético desacordo com a finalidade a que se propunha, foi incluído justamente com o intuito de proteger as minorias acionárias.

Houve, ademais, a análise do art. 141, § 7º, da LSA, do qual constam as hipóteses em que os minoritários assumem o controle do Conselho, a partir da possibilidade de os majoritários elegerem, em separado, tantos membros quantos forem necessários para alcançar o controle do órgão administrativo. Torna-se, entretanto, despicienda esta alternativa, tendo em vista que a aplicação do § 3º, do mesmo dispositivo, normalmente se apresenta como ferramenta eficaz e, via de regra, suficiente.

Observou-se, portanto, que, muito embora o voto múltiplo, em sua essência, seja capaz de garantir ao acionista minoritário a equidade representativa no Conselho de Administração, permitiu-se ao controlador encontrar subterfúgios, mediante a adoção de estratégias que conduzem as eleições sempre a um mesmo padrão de resultados.

Nas duas últimas simulações compararam-se as eleições por voto múltiplo – obedecidos os “padrões” supra mencionados – e o voto proporcional comum, constatando-se inexistir diferença prática nos resultados de cada modalidade eletiva.

Extrai-se disso, que o instituto do voto múltiplo não é capaz de produzir o efeito a que se propõe, qual seja, a proteção das minorias acionárias, através da ampliação das possibilidades de representação proporcional no Conselho de Administração, pois, conforme se verificou, a Lei

n. 6.404/1976 impôs desnecessários limites à sua aplicação e deixou excessivas lacunas passíveis de beneficiar os acionistas controladores.

Diante do exposto, posiciona-se, portanto, pela ineficácia do instituto do voto múltiplo para a finalidade de proteger o acionista minoritário, já que sua aplicação prática é inócua, pois não é capaz de produzir resultados diversos e mais benéficos do que aqueles obtidos com a aplicação do voto proporcional simples.

Outrossim, mostram-se necessários maiores estudos sobre o tema – mormente pela crescente relevância das questões relativas às “proteções das minorias acionárias” –, porquanto imprescindível a elaboração de regulamentação eficiente na tutela dos interesses da integralidade dos acionistas, possibilitando, assim, o desenvolvimento e seguro progresso das companhias, principalmente em momentos de instabilidade da economia.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, Danilo Augusto Barboza de. Proteção dos acionistas minoritários das sociedades anônimas abertas como forma de promover o desenvolvimento do mercado de capitais nacional: alterações no regime legal das ações preferenciais. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem São Paulo*, RT v.22, out. 2003, p. 88-127.

ALMEIDA, Amador Paes de. *Manual das sociedades comerciais (direito de empresa)*. 17. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2008.

AMENDOLARA, Leslie. *Os direitos dos acionistas minoritários: com alterações da lei 9457/97*. São Paulo: Editora STS, 1998.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. 2ª edição. São Paulo: Saraiva, 1969.

BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Comentários à Lei das sociedades anônimas: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 – Volume 2*. Rio de Janeiro: Forense, 1977. São Paulo: Malheiros, 2007.

BIMBATO, José Mário. Eleição do Conselho de Administração da S/A: voto múltiplo e votos fracionários. In: *Revista de Direito Mercantil, industrial, econômico e financeiro*. Vol 147.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 13. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.
Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm

BULGARELLI, Waldirio. *Manual das Sociedades Anônimas*. 4ª ed. São Paulo: ATLAS, 1987.

CÁRGANO, Márcia Spinel de Souza. *O direito de voto e o voto múltiplo nas Sociedades Anônimas*. 79 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2007.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*, 1º volume: artigos 1º a 74. 6ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011.

_____ *Comentários à lei de sociedades anônimas*, 2º volume: artigos 75 a 137. 6ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011.

_____ *Comentários à lei de sociedades anônimas*, 3º volume: artigos 138 a 205. 2ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 1997.

COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de direito comercial, volume 2: direito de empresa. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

COMPARATO, Fábio Konder. O Poder de controle na sociedade anônima. 3ª ed. rev. e atual. e corr. Rio de Janeiro: Forense, 1983.

CORRÊA LIMA, Osmar Brina. Sociedade Anônima. 3ª ed. rev. e atual. Belo Horizonte: Del Rey, 2005.

DORIA, Dylson. Curso de direito comercial. 12ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 1997.

EIZIRIK, Nelson et. al. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

LACERDA, J. C. Sampaio de. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, volume 3. São Paulo: Saraiva, 1978.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. Lei das Sociedades por Ações anotada. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2012.

LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. São Paulo: Saraiva, 1978.

MARTINS, Fran. Comentários à lei das sociedades anônimas: lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, volume 2, tomo I: artigos 106 a 165. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

MEZZAROBA, Orides; MONTEIRO, Cláudia Servilha. Manual de metodologia da pesquisa no Direito. 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado. Direito das obrigações, tomo L: sociedade por ações. Atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto. São Paulo: RT, 2012.

OLIVEIRA, Celso Marcelo de. Tratado de direito empresarial brasileiro. Campinas: LZN, 2004.

PAPINI, Roberto. Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999.

REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial, 2º volume. 31. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial, volume 3: A Sociedade por Ações – A Sociedade Anônima – A Sociedade em Comandita por Ações. São Paulo: Malheiros, 2008.