



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM SEI Nº 19957.006786/2018-35

Reg. Col. 1112/18

**Assunto:** Inclusão, em boletim de voto a distância, por acionistas vinculados a controladores, de candidato para concorrer a vaga em Conselho de Administração ou Conselho Fiscal, em eleição em separado reservada a acionistas minoritários.

**Diretora Relatora:** Flávia Perlingeiro

#### RELATÓRIO

1. Trata-se de consulta formulada pela Superintendência de Relações com Empresas - SEP (“Consulta”)<sup>1</sup>, acerca da possibilidade de acionistas minoritários vinculados a acionista controlador incluírem ou contribuírem para a inclusão, em Boletim de Voto a Distância (“BVD”), de candidatos a cargos a serem preenchidos em eleição em separado reservada a acionistas minoritários<sup>2</sup>.

2. A questão surgiu no âmbito do Processo Administrativo nº 19957.003828/2018-86, na análise de reclamação apresentada à CVM por Geração Futuro L. Par Fundo de Investimento em Ações (“Fundo Geração Futuro”), na qualidade de acionista minoritário da Braskem S.A. (“Braskem” ou “Companhia”), a respeito da rejeição, pela Companhia, de pedido de inclusão, no BVD, de candidatos ao conselho de administração (“CA”), para concorrer a vaga de conselheiro titular e de respectivo suplente, em eleição em separado, ao amparo do disposto no art. 141, §4º, I, ou §5º, da Lei nº 6.404, de 15.12.1976 (“Lei das S.A.” ou “LSA”), que se daria na assembleia geral ordinária (“AGO”) de 30.04.2018.

3. O Fundo Geração Futuro não detinha, por si só, o percentual mínimo de participação acionária necessário para solicitar a inclusão, no BVD, dos referidos candidatos ao CA, nos termos previstos no Anexo 21-L-I da Instrução CVM (“ICVM”) nº 481, de 17.12.2009<sup>3</sup>, segundo o qual, considerando o montante do capital social da Braskem, seria necessário, ao acionista ou grupo de acionistas solicitante da inclusão de candidato no BVD, contar com, no mínimo, **1%** das ações da espécie em questão (no caso, ações ordinárias).

---

<sup>1</sup> Doc. SEI 0559045.

<sup>2</sup> Salvo quando de outro modo explicitado, o termo “acionistas minoritários” é aqui utilizado de maneira abrangente em referência a acionistas que não sejam os controladores, sejam esses titulares de ações com direito a voto ou de ações preferenciais sem direito a voto ou com direito a voto restrito.

<sup>3</sup> O Anexo 21-L-I contém tabela com os percentuais necessários para solicitar a inclusão de candidatos no BVD, variando em função de faixas de capital social, tendo sido incluído na ICVM nº 481/2009 pela ICVM nº 561, de 07.04.2015. Para a faixa de R\$ 2 bilhões a R\$ 10 bilhões, o percentual é de 1%.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

4. Posteriormente, a Fundação de Seguridade Social da Petrobrás – Petros (“Petros”), acionista minoritária titular de ações ordinárias da Companhia, indicou os mesmos candidatos que haviam sido indicados pelo Fundo Geração Futuro. Considerando a possibilidade de agregar ações de titularidade de diferentes acionistas para atingimento do percentual necessário, tais acionistas minoritários atingiram, em conjunto, o referido percentual e solicitaram a inclusão, no BVD, de candidatos ao CA.

5. A Companhia, contudo, entendeu que não deveria ser considerada a indicação feita pela Petros, tendo em vista que por ser entidade patrocinada pela Petróleo Brasileira S.A. – Petrobras (“Petrobras”) e sujeita a sua influência determinante, estaria impedida de participar da eleição em separado, em linha com entendimento anteriormente manifestado pela CVM, o que se refletiria também na indicação de candidatos.

6. Em esclarecimentos prestados à SEP, a Braskem sustentou que “*se um acionista é impedido de participar em uma votação em separado por ser uma entidade com clara influência determinante do controlador ou de acionista relevante signatário de acordo de acionistas com o controlador, como é o caso da Petrobras, que é uma das patrocinadoras da Petros, esse acionista não deveria tampouco poder indicar candidatos para tal procedimento.*”<sup>4</sup> (grifou-se).

7. Como, antes da realização da referida AGO da Braskem, a Petros informou não ter mais interesse na indicação dos candidatos em questão<sup>5</sup>, a SEP não chegou a ter de se manifestar especificamente sobre o entendimento adotado pela Companhia quanto à referida indicação conjunta da Petros e do Fundo Geração Futuro<sup>6</sup>, tendo o respectivo processo seguido o seu curso apenas para a resolução de outras questões, também já encerradas<sup>7</sup>.

8. A SEP, porém, reputou que tal situação tende a se repetir com alguma frequência, especialmente diante da existência de investidores institucionais, como entidades de previdência complementar e bancos de desenvolvimento ligados a entes públicos, que, por vezes, fazem parte de grupos de controle ou têm influência significativa sobre controladores de sociedades de economia mista de capital aberto, motivando esta Consulta ao Colegiado.

---

<sup>4</sup> Resposta ao Ofício nº 64/2018-CVM/SEP/GEA-3, de 06.04.2018.

<sup>5</sup> Doc. SEI 0559043, pág. 66.

<sup>6</sup> No Relatório nº 34/2018-CVM/SEP/GEA-3, de 17.04.2018, a Área Técnica concluiu por orientar a Braskem a reapresentar o BVD, mas tal análise se restringiu à necessidade de inclusão dos candidatos indicados com base nas ações preferenciais, não abrangendo a polêmica objeto da Consulta (Doc. SEI 0559043, p. 103-108).

<sup>7</sup> Note-se que, da ata da AGOE da Braskem realizada em 30.04.2018 (v. Doc. SEI 0506462 no Processo CVM SEI nº 19957.003828/2018-86)), constou registro do não atingimento dos quóruns necessários para a eleição em separado de membros do CA de acordo com os §§4º e 5º do art. 141 da Lei nº 6.404/76.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

9. Além disso, a SEP salientou que se trata de controvérsia quanto à qual há argumentos consistentes para a decisão tanto num quanto noutra sentida, sendo oportuna a manifestação do Colegiado, ainda que em tese, sobre a existência de eventual impedimento, para acionistas vinculados ao controlador, quanto à indicação de candidatos para concorrer a vagas em CA ou Conselho Fiscal (“CF”) em eleição em separado, reservada a acionistas minoritários.

10. Para um relato detalhado acerca das discussões que permearam a Consulta, faço referência ao Relatório nº 78/2018-CVM/SEP/GEA-3 (“Relatório SEP”), que descreve, minuciosamente, as posições cotejadas pela Área Técnica, abordadas também em meu voto.

11. Este processo foi originalmente distribuído para o Diretor Pablo Renteria, em 14.08.2018, tendo sido, ao final de seu mandato – e antes de minha posse – provisoriamente redistribuído, até que, no dia 19.03.2019, fui designada sua relatora.

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

12. Por meio da Consulta, o Colegiado da CVM é chamado a se manifestar sobre a seguinte questão: há impedimento a que acionista minoritário vinculado a acionista controlador ou sujeito à sua influência determinante, inclua, ou contribua para a inclusão, em BVD<sup>8</sup>, de candidatos para concorrer a vagas em CA ou CF a serem preenchidas em eleição em separado reservada aos minoritários? Ou tal acionista pode solicitar a inclusão de candidatos caso atenda, isoladamente ou em conjunto com outros acionistas, ao requisito de percentual mínimo de participação acionária previsto no Anexo 21-L-I da Instrução CVM nº 481/2009 com relação à respectiva espécie de ação?

13. Como relatado, embora a questão tenha surgido no âmbito de processo envolvendo um caso concreto, a questão foi ali encerrada, na prática, sem solução de mérito, em razão da desistência quanto à indicação dos candidatos ao CA, sem que tenha havido manifestação da CVM a respeito. Todavia, diante da controvérsia e da possível ocorrência de situação semelhante, a SEP instou o Colegiado a se manifestar a respeito, neste processo, em sede de consulta. Assim, a análise da Consulta não está adstrita às especificidades do caso, cabendo ao Colegiado traçar diretrizes gerais que possam orientar tanto o mercado como o próprio trabalho da Área Técnica em situações similares que venham a surgir no futuro.

---

<sup>8</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

14. Nessa perspectiva, iniciarei o voto tecendo breves considerações a respeito da eleição em separado e da inclusão de candidatos no BVD, para, em seguida, responder à Consulta, sopesando os argumentos trazidos pela SEP tanto a favor quanto contra a possibilidade de acionistas vinculados ao controlador, não obstante não possam participar da respectiva votação, poderem incluir no BVD candidatos a vagas, em CA ou CF, a serem preenchidas em eleição em separado reservada a minoritários, apresentando, ao final, minhas conclusões.

### II. BREVES CONSIDERAÇÕES A RESPEITO DA ELEIÇÃO EM SEPARADO E DA INCLUSÃO DE CANDIDATOS AO CA E AO CF NO BVD

#### *A ELEIÇÃO EM SEPARADO NA LEI DAS S.A.*

15. A LSA prevê, nos arts. 141, §§ 4º e 5º, e 161, §4º, o direito de acionistas minoritários e acionistas preferencialistas sem direito a voto ou com voto restrito<sup>9-10</sup> elegerem, em votação em separado, um membro e respectivo suplente do CA e do CF, respectivamente, nos seguintes termos:

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; 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.

§ 5º Verificando-se que nem os titulares de ações com direito a voto e nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizeram, respectivamente, o *quorum* exigido nos incisos I e II do § 4º, ser-lhes-á facultado agregar suas ações para elegerem em conjunto um membro e seu suplente para o conselho de administração, observando-se, nessa hipótese, o *quorum* exigido pelo inciso II do § 4º.

Art. 161. (...)

.....

---

<sup>9</sup> Acionistas detentores de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito e destituídas da vantagem política prevista no art. 18 da Lei das S.A.

<sup>10</sup> Neste voto, os termos “ações preferenciais” e “preferencialistas” se referem a ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito e a acionistas detentores de tais ações preferenciais, conforme o caso, não incluindo ações preferenciais com direito a voto.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

§ 4º Na constituição do conselho fiscal serão observadas as seguintes normas:

a) os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, **terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente**; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto; (...) (grifos aditados)

16. Os §§ 4º e 5º do art. 141 foram introduzidos na Lei das S.A.<sup>11</sup> com a finalidade de proporcionar aos acionistas minoritários mecanismo voltado a assegurar representatividade no CA<sup>12</sup>, ampliando seus meios para fiscalizar os negócios sociais, como corolário direito essencial de fiscalizar, o que já era previsto com relação ao CF<sup>13</sup>, tendo em vista que os acionistas controladores têm a prerrogativa de eleger a maioria dos administradores da companhia e, não raro, defendem interesses distintos dos almejados pelos minoritários<sup>14</sup>.

17. Em termos práticos, a instalação desses colégios apartados exige o preenchimento dos seguintes requisitos: (i) a verificação da condição de acionista minoritário, detentor de ações ordinárias e/ou de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito; (ii) o atingimento dos quóruns previstos, conforme o caso, nos arts. 141, §§ 4º e 5º, ou 161, §4º, da LSA<sup>15</sup>; e (iii) especificamente quanto à eleição em separado de candidatos ao CA, a comprovação de titularidade ininterrupta da participação acionária equivalente aos quóruns previstos nos §§4º e 5º do art. 141 da LSA durante o período de três meses, no mínimo, imediatamente anterior à realização da assembleia geral, como dispõe o §6º do art. 141<sup>16</sup>.

<sup>11</sup> Em sua versão original, a Lei das S.A. previa apenas a possibilidade de eleição em separado de membros do CF, consoante o art. 161, §4º, alínea “a”. A ampliação da proteção aos acionistas minoritários, conferindo-lhes, também, a faculdade de eleger, em separado, membros do CA, foi fruto da reforma da Lei das S.A. resultante da Lei nº 10.303, de 31.10.2001, que, entre outras providências, alterou o §4º e incluiu o § 5º no art. 141.

<sup>12</sup> Para detalhamento sobre as alterações promovidas pela Lei nº 10.303/2001, faço referência ao voto do Diretor Gustavo Gonzalez no âmbito dos Processos Administrativos CVM RJ2016/4098 e 19957.009411/2017-46, de 02.04.2019, acompanhado por unanimidade pelo Colegiado.

<sup>13</sup> Vide Parecer de Orientação da CVM nº 19, de 09.05.1990.

<sup>14</sup> Como bem destacado pela ex-Diretora Norma Parente a previsão dessa faculdade “*não impede o acionista controlador de eleger a maioria dos membros do conselho de administração e manter o domínio sobre a administração da companhia, mas a participação de dois conselheiros eleitos por acionistas minoritários certamente permitirá o debate de questões que, quase sempre, eram decididas sem a participação de conselheiros externos (...). [s]ó a possibilidade de o minoritário participar da discussão de temas relevantes para a companhia, podendo contestar e questionar o desempenho da administração, já representa um avanço e certamente contribuirá para que controladores venham a se empenhar na adoção de novas práticas de governança corporativa*” (Eleição de Membros do Conselho de Administração pelos Acionistas Minoritários in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, julho-setembro/2003, v. 131, p. 149-150).

<sup>15</sup> Note-se que, com relação ao quórum de instalação que trata o art. 161, §4º, a), conforme entendimento consolidado da CVM, sua formação pode contemplar inclusive as ações detidas por acionistas ausentes.

<sup>16</sup> Art. 141. (...) § 6º Somente poderão exercer o direito previsto no § 4º os acionistas que comprovarem a titularidade ininterrupta da participação acionária ali exigida durante o período de 3 (três) meses, no mínimo, imediatamente anterior à realização da assembleia-geral.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

18. Uma vez instalados os colégios apartados, a eleição dos candidatos indicados para ocuparem as vagas objeto da votação em separado se dará, sem a participação do acionista controlador, pela maioria simples dos votos dos acionistas minoritários presentes em cada um dos referidos colégios ou no colégio único que se forme com base no §5º do art. 141, se for esse o caso. A exclusão do controlador, prevista expressamente no §4º do art. 141 da LSA, é chave para assegurar o cumprimento da finalidade subjacente à norma, como já destacava o Parecer de Orientação CVM nº 19/1990, ao discorrer sobre o art. 161, §4º, da LSA, quanto ao CF, do qual destaco o seguinte trecho:

8. Ressalte-se, ainda, que para não se tornar meramente nominal o direito atribuído por lei aos preferencialistas, deve-se entender que da votação em separado desses acionistas para a eleição de seu representante no Conselho Fiscal **não poderão participar os acionistas controladores**, ainda que portadores também de ações preferenciais. Tal participação, se admitida, **redundaria em cerceamento efetivo do direito essencial de fiscalizar e em representação inequívoca dos interesses**, não raramente contrários, (grifos adotados)

19. Para além do disposto nos arts. 141, §§ 4º e 5º, e 161, §4º, acima transcritos, destaque-se também os arts. 239 e 240 da LSA, que trazem disposições especificamente voltadas às sociedades de economia mista. O caput do art. 239<sup>17</sup> assegura aos titulares de ações ordinárias não controladores das referidas sociedades, independentemente da participação acionária que detenham, o direito de eleger um membro do CA, se maior número não lhes couber pelo processo do voto múltiplo<sup>18</sup>. Já o art. 240<sup>19</sup> prevê que, em tais sociedades, um dos membros do CF, e respectivo suplente, será eleito pelas ações ordinárias minoritárias e outro pelas preferenciais, se houver.

### *O PROCEDIMENTO DE VOTO A DISTÂNCIA E SEUS REFLEXOS NA ELEIÇÃO EM SEPARADO*

20. A possibilidade de participação e voto a distância por acionistas em assembleias gerais, cuja previsão foi inserida na Lei das S.A. pela Lei nº 12.431, de 14.06.2011<sup>20</sup>, trouxe

<sup>17</sup> 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.

<sup>18</sup> A aplicação do art. 239 afasta a do art. 141, §1º, I, da LSA, prevalecendo como norma especial sobre a determinação geral (v. decisão do Colegiado de 07.07.205 no PA RJ2014/4375). Não prejudica, porém, o exercício pelos preferencialistas do direito assegurado pelo art. 141, §4º, II, embora reste inaplicável, no caso, o disposto no § 5º do art. 141 da LSA.

<sup>19</sup> Art. 240. O funcionamento do conselho fiscal será permanente nas companhias de economia mista; um dos seus membros, e respectivo suplente, será eleito pelas ações ordinárias minoritárias e outro pelas ações preferenciais, se houver.

<sup>20</sup> Com a inclusão do parágrafo único ao seguinte dispositivo legal: Art. 121. A assembléia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

reflexos com relação à eleição em separado, notadamente quanto à instalação desses colégios apartados e no próprio procedimento de indicação de candidatos.

21. Com efeito, o advento da referida lei introduziu na LSA um novo sistema de participação em assembleias gerais das companhias abertas e atribuiu à CVM a regulamentação do procedimento.

22. Antes da referida reforma da LSA, uma vez atingido o quórum para a instalação da eleição em separado e preenchidos os requisitos previstos, respectivamente, nos arts. 141 e 161 da LSA, os acionistas minoritários estavam aptos a indicar, em regra, apenas na própria assembleia, os candidatos a serem votados nos respectivos colégios apartados para preenchimento das vagas no CA ou no CF, conforme o caso.

23. No entanto, ao regular o voto a distância, o procedimento previsto pela CVM acabou por possibilitar a segregação do momento da indicação dos candidatos do momento da instalação dos colégios separados.

24. Com efeito, com as alterações promovidas na ICVM nº 481/2009, por meio da Instrução CVM nº 561/2015, a CVM criou o BVD, um documento padronizado de votação que procura abranger o maior número de situações de ocorrência provável em sede de assembleias gerais, dentre as quais, a eleição de membros do CA e do CF. Assim, a norma passou a contemplar a possibilidade de os acionistas incluírem, no BVD, nomes de candidatos ao preenchimento das vagas do CA e do CF para votação a distância, desde que alcançados, individual ou conjuntamente com outros acionistas, certos percentuais mínimos de participação acionária, conforme previstos no anexo 21-L-I da referida Instrução.

25. Observe-se, contudo, que tais percentuais mínimos não guardam relação, em nenhuma medida, com os quóruns de instalação dos colégios separados previstos nos arts. 141, §§4º e 5º, e 161, §4º, da Lei das S.A., sendo, inclusive, bem inferiores aos percentuais previstos em tais dispositivos legais, tratando-se de balizas trazidas por norma infralegal, estabelecidas dentro da competência regulatória da CVM.

26. Consoante a ICVM nº 481/2009, os mesmos percentuais valem para quaisquer acionistas que desejarem incluir nomes de candidatos no BVD, sejam ou não minoritários, e, para tanto, basta que seja (i) observado o prazo previsto no normativo; (ii) comprovada a qualidade de acionista; (iii) assinalada a vaga à qual os candidatos concorrerão; e (iv) demonstrada a titularidade de ações, individualmente ou em conjunto com outros acionistas,

---

companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento. Parágrafo único. Nas companhias abertas, o acionista poderá participar e votar a distância em assembleia geral, nos termos da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

que representem o percentual previsto no anexo 21-L-I da ICVM nº 481/2009, conforme aplicável, não havendo referência à necessidade de preenchimento dos requisitos previstos nos dispositivos da LSA que tratam especificamente da eleição em separado.

27. O Edital de Audiência Pública nº 09/2014, que tratou da referida alteração à ICVM nº 481/2009 (“Edital”), apontou que “*a exigência de participação mínima para inclusão de candidatos pretende conferir certa representatividade às indicações nele veiculadas e evitar um número excessivo de candidatos no boletim de voto a distância, o que também está em linha com a já referida necessidade de simplificação e facilitação do voto*”. Relevante observar que por “facilitação do voto” não se deve inferir qualquer alteração por via infralegal das condições e requisitos impostos pela LSA para votação em separado.

28. No que toca às eleições gerais e às eleições em separado de membros do CA e do CF, verifica-se que não foram previstos, na ICVM nº 481/2009, percentuais diferenciados para a inclusão de candidatos no BVD a depender do procedimento adotado.

29. Os quóruns previstos nos arts. 141, §§4º e 5º, e 161, §4º, da Lei das S.A. são reproduzidos na ICVM nº 481/2009 somente para fins de instalação dos colégios separados, estando refletidos no modelo do próprio BVD, constante do Anexo 21-F da Instrução<sup>21</sup>, no qual o acionista minoritário que cumprir os requisitos legais previstos na LSA pode solicitar a instalação do colégio separado para a respectiva eleição de membro do CA e do CF<sup>22-23</sup>.

30. Nesse sentido, a ICVM nº 481/2009 é, em si, bastante abrangente no que toca à inclusão, no BVD, de candidatos para concorrer a vagas no CA e no CF por eleição em separado, segregando: (i) num **primeiro momento**, a composição do percentual de participação acionária previsto no Anexo 21-L-I da ICVM nº 481/2009 para fins da solicitação de inclusão dos candidatos no BVD (inclusive quanto a eleição geral); e (ii) num **segundo momento**, a composição do quórum previsto na Lei das S.A. para fins de instalação dos colégios apartados e exercício do direito de voto na eleição em separado.

31. No que tange ao controle acerca de quem pode contribuir suas ações para o perfazimento do quórum de instalação e participação na votação em separado, o

<sup>21</sup> Conforme alterado pela ICVM nº 614, de 03.09.2019, a vigorar a partir de 01.01.2020.

<sup>22</sup> Vide itens 13, 14 e 17 do Anexo 21-F, da ICVM nº 481/2009.

<sup>23</sup> Ressalte-se que inexistia autorização, na LSA, para que a CVM possa alterar os quóruns previstos nos arts. 141, §§4º e 5º, e 161, §4º. O art. 291 apresenta um rol taxativo dos dispositivos legais que admitem a redução dos percentuais neles previstos, o qual não inclui os arts. 141, §§4º e 5º, e 161, §4º. Consoante o art. 291: “A Comissão de Valores Mobiliários poderá reduzir, mediante fixação de escala em função do valor do capital social, a porcentagem mínima aplicável às companhias abertas, estabelecida no art. 105; na alínea c do parágrafo único do art. 123; no **caput do art. 141**; no § 1º do art. 157; no § 4º do art. 159; no **§ 2º do art. 161**; no § 6º do art. 163; na alínea a do § 1º do art. 246; e no art. 277” (grifei).





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

entendimento do Colegiado da CVM<sup>24</sup> tem sido no sentido de que os acionistas que **não** se enquadrarem no conceito de minoria que a lei buscou proteger estarão **impedidos** de participar das eleições em separado, posição corroborada pela Área Técnica nos termos dos Itens 7.1.4 e 7.1.5 do Ofício-Circular/CVM/SEP/Nº3/2019, de 28.02.2019 (“Ofício-Circular SEP 03/2019”), do qual destaca-se o seguinte trecho:

“7.1.4 (...) Nesse sentido, o entendimento da SEP, em consonância com o disposto no Parecer de Orientação nº 19/90, é que, **nos processos de eleição para o conselho fiscal** previstos no artigo 161, parágrafo 4º, letra “a”, e no artigo 240 da Lei nº 6.404/76, **não devem participar quaisquer acionistas que não se insiram no conceito de minoria que a lei buscou proteger, ou seja, além dos controladores, também não devem participar pessoas vinculadas a eles.**

.....  
7.1.5. (...) O objetivo da introdução do mecanismo de votação em separado para a eleição de representantes dos acionistas preferencialistas e minoritários nos conselhos fiscal e de administração **tem como objetivo tornar o órgão efetivamente representativo**, o que contribui para a boa governança das companhias abertas.

Por esse motivo, a SEP entende que a interpretação que a CVM vem fazendo no Parecer de Orientação CVM nº 19/90 e em processos sancionadores em relação à participação na eleição em separado prevista no artigo 161, parágrafo 4º, da Lei nº 6.404/76 (vide item 7.1.4), **também se aplica à eleição em separado do artigo 141, parágrafos 4º e 5º**, da Lei nº 6.404/76, bem como ao artigo 239 dessa Lei.

A prerrogativa de eleição de membros do conselho de administração estabelecida nesses dispositivos pertence a acionistas minoritários ou preferencialistas **cuja vontade não pode ser determinada, de forma direta ou indireta**, pelo acionista controlador ou por entidades em que ele, direta ou indiretamente, exerça influência determinante. (...)” (grifei)

32. A preocupação em garantir que apenas as “verdadeiras minorias” participem da eleição em separado motivou o alargamento da proibição da participação dos controladores nas eleições em separado àqueles acionistas minoritários que, de alguma forma, sejam a eles vinculados ou sujeitos à influência determinante do controlador. O objetivo almejado é, claramente, o de criar um colégio blindado das influências do controlador e, como dito, o Colegiado da CVM já decidiu, em uma série de casos, imputar responsabilidade a pessoas ligadas ou vinculadas ao acionista controlador que participaram de eleições em separado.

33. De um modo geral, tais precedentes envolveram situações em que pessoas ligadas ou vinculadas ao controlador prevaleceram nos colégios apartados, subtraindo, assim, o direito

---

<sup>24</sup> Vide Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) CVM nº RJ2001/9686, j. 12.08.2004; PAS CVM nº RJ2002/4985, j. 08.11.2005; PAS CVM nº 07/05, j. 24.04.2007; PAS CVM nº RJ2009/4768, j. 13.04.2010; PAS CVM nº RJ2010/10555, j. 06.09.2011; PAS CVM nº 11/2012, j. 02.12.2014; PAS CVM nº 03/2013, j. 05.05.2015; PAS CVM nº RJ2012/310, j. 14.02.2017; e PAS CVM nº RJ2013/2759, j. 20.02.2018.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

que a LSA buscou conferir, por meio dos arts. 141, §§4º e 5º, e 161, §4º, a acionistas que representem interesses distintos dos do controlador.

34. Em grande medida, a resposta a esta Consulta depende justamente do alcance a ser dado ao disposto na LSA, considerando duas possíveis interpretações quanto à proibição da participação de controladores e acionistas a eles vinculados: (i) a restrição deve ser tratada de forma ampla, aplicando-se tanto ao procedimento de inclusão de candidatos no BVD, quanto ao procedimento de instalação dos colégios separados e respectivas votações para as vagas no CA e no CF reservadas para tanto; ou (ii) o tratamento deve se dar de forma restrita, isto é, limitando o alcance da proibição às fases de instalação dos colégios e votação em separado, aplicando-se ao procedimento prévio de indicação de candidatos no BVD apenas os requisitos expressamente referidos na ICVM nº 481/2009, para fins do Anexo 21-L-I, sem imputar impedimento a acionista minoritário que tenha vínculo com o controlador.

35. É o que passo a analisar.

### III. ANÁLISE DA CONSULTA

36. Como dito, a ICVM nº 481/2009 não dispôs sobre eventual restrição ou requisito adicional a ser observado por acionistas minoritários para que possam incluir candidatos no BVD a concorrer em eleições em separado, bastando, para tanto, que: (i) solicitem a inclusão no prazo previsto no normativo; (ii) comprovem a sua qualidade de acionista; (iii) assinalem as vagas às quais os candidatos indicados concorrerão; e (iv) demonstrem que são titulares, individualmente ou em conjunto com outros acionistas, de ações suficientes para alcançar o percentual aplicável, conforme previsto no Anexo 21-L-I da ICVM nº 481/2009.

37. Adicionalmente, como a inclusão no BVD de candidatos a membro do CA e do CF é tratada separadamente da efetiva instalação dos colégios separados, os requisitos legais previstos nos arts. 141, §§4º e 5º, e 161, §4º, da Lei das S.A. são previstos na ICVM nº 481/2009 apenas com relação a um segundo momento, não havendo disposição expressa acerca de possibilidade nem de proibição de indicação por minoritários vinculados ao controlador de candidatos para concorrer nas eleições em separado.

38. Assim, a resposta à Consulta não deriva, propriamente, de interpretação quanto a dispositivo expresso da ICVM nº 481/2009, mas sim da visão que se tenha sobre como o procedimento ali previsto, de inclusão de candidatos no BVD, deve ser harmonizado com o que preceitua a Lei das S.A. quanto à votação em separado prevista nos referidos dispositivos legais. Em relação a isso, como já dito, o Relatório SEP discorreu sobre argumentos consistentes, capazes de sustentar uma decisão tanto num quanto noutro sentido.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

39. De um lado, a favor da possibilidade de inclusão de candidatos no BVD, argumenta-se que, ao se admitir que acionistas minoritários vinculados ao controlador contribuam suas ações para o atingimento do percentual previsto no Anexo 21-L-I e, assim, isoladamente ou em conjunto com outros acionistas, incluam candidato para concorrer nas eleições em separado, dá-se aos minoritários não vinculados (i.e. os aptos a votar) uma opção a mais e não se lhes retira nenhuma possibilidade, uma vez que não são obrigados a votar em tal candidato, mas passam a poder fazê-lo, se assim o desejarem<sup>25</sup>. Em outras palavras, não se vislumbraria prejuízo efetivo à coletividade dos minoritários e sim benefício em decorrência de potencial aumento no número de candidatos.

40. Cotejando os diferentes cenários em que tal situação poderia prosperar, a Área Técnica destacou a hipótese na qual um candidato, incluído a pedido de acionistas vinculados a controladores, fosse o único nominalmente indicado para receber votos de minoritários pelo BVD em votação em separado, e que, sem as ações daqueles acionistas, não fosse possível alcançar o percentual mínimo previsto no Anexo 21-L-I da ICVM nº 481/2009. Segundo a SEP, “[t]al cenário é aparentemente mais provável que aquele de concorrência entre diferentes candidatos de acionistas não controladores, e que justificaria a absoluta abstenção por parte dos acionistas vinculados ao controlador”, reforçando que “ainda que em tese a abstenção desses acionistas gere uma maior ‘pureza’ das eleições que ocorrerem, há de se sopesar esse benefício contra o risco de que não haja eleição alguma”<sup>26</sup>.

41. Ademais, ressaltou que “não é incomum que acionistas minoritários sejam chamados a deliberar – e que deliberem de forma autônoma e independente – sobre assuntos nos quais o acionista controlador possui benefícios particulares”, uma vez que o acionista controlador “já detém virtual controle sobre a pauta das assembleias gerais e, com frequência, nela insere matérias que são de seu interesse pessoal, o que não só é permitido (...), como a própria CVM em muitos casos recomenda que transações relevantes dessa natureza sejam pautadas em observância ao preceituado no art. 115, §1º<sup>27</sup>, da Lei das S.A.”<sup>28</sup>.

---

<sup>25</sup> A própria decisão de participar da eleição em separado é uma faculdade. Nesse sentido, o art. 21-H da ICVM nº 481/2009 dispõe que: “O boletim de voto a distância que tratar da eleição de membro do conselho de administração deve dar ao acionista a opção de indicar se deseja participar da eleição geral ou da eleição em separado de que tratam os arts. 141, § 4º, e 239 da Lei nº 6.404 (...)” e o art. 21-K prevê: “O boletim de voto a distância que tratar da eleição de membro do conselho fiscal deve: (...) IV – dar ao acionista a opção de indicar se deseja participar da eleição geral ou da eleição em separado de que tratam os arts. 161, § 4º, e 240 (...)”.

<sup>26</sup> Item 20 do Relatório SEP (Doc. SEI 0559045).

<sup>27</sup> Art. 115. (...) §1º O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

<sup>28</sup> Item 23 do Relatório SEP (Doc. SEI 0559045).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

42. Observo, porém, na adoção de uma das possíveis interpretações em resposta à Consulta, não vislumbro fundamento para estabelecer diferentes soluções para caso haja ou não mais de um candidato a ser escolhido na votação em separado. A meu ver, como ambas as situações podem ocorrer, não caberia eleger, como base para uma regra geral, apenas um dos cenários como o de ocorrência “mais provável”. Nesse caso, inclusive, deve-se ponderar que é justamente no cenário de possível concorrência entre diferentes candidatos indicados por não controladores, que a situação é bastante distinta do exemplo dado pela SEP quanto à deliberação de minoritários sobre matérias nas quais os controladores têm benefícios particulares. Isso porque, em tal hipótese de concorrência, fica ainda mais nítida a necessidade de se blindar, ao máximo, a influência de controladores ou de vinculados aos controladores, para assegurar tratamento equitativo aos diferentes minoritários.

43. Ademais, ao sopesar os argumentos a favor e contra a inclusão de tais candidatos no BVD, a própria SEP apontou que a menor rigidez da CVM quanto à admissibilidade de outras candidaturas poderia gerar mais concorrência. Reconheceu, porém, que isso poderia reduzir as chances de sucesso de determinados candidatos, na medida em que um candidato indicado apenas por minoritários sem vínculo com o controlador passa a concorrer com candidato indicado por acionista vinculado ao controlador, sem que necessariamente esteja assegurado a ambos a perspectiva de constar no BVD, o que poderia levar à impressão de um tratamento não equitativo, em desfavor dos minoritários sem vínculo.

44. De todo modo, a SEP pontuou que o que se tutela é a concretização da vontade dos acionistas minoritários e não especificamente a candidatura objeto de indicação por um ou outro acionista minoritário, o que justificaria, em princípio, que não houvesse impedimento para se eleger candidato indicado por acionista vinculado ao controlador se essa for a vontade da maioria daqueles acionistas que tenham direito a voto na eleição em separado.

45. Por fim, a SEP teceu breves considerações adicionais sobre certos aspectos que apontou como secundários, quais sejam: (i) a inclusão de candidato no BVD não se confunde, conceitualmente, com o voto proferido nesse candidato em assembleia, cabendo ao próprio acionista e ao presidente da assembleia avaliarem se tal voto deverá ser proferido e computado; (ii) sob o aspecto operacional, o BVD permite que o acionista minoritário contribua suas ações para fins de cômputo do quórum para a instalação de colégios separados, mesmo que esse sequer indique candidato ou venha a proferir voto na eleição; e (iii) a divulgação de informações a respeito dos candidatos incluídos no BVD pode ser feita de modo a afastar o risco de não controladores votarem em determinado candidato sem saber que esse foi incluído no BVD por candidatos vinculados a acionistas controladores.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

46. Acrescentou a Área Técnica que *“a única aparente razão pela qual existem percentuais mínimos para inclusão de propostas e candidatos no BVD é fazer com que iniciativas sejam representativas e fruto de coordenação entre os acionistas, evitando o risco de que as companhias sofram volumes grandes de requisições frívolas”*, e que *“[t]al objetivo, (...), suscita a possibilidade de que possa ser tratado sem o mesmo nível de rigor que os quóruns legais para eleição em separado”* (grifou-se)<sup>29</sup>.

47. Por fim, após tecer um breve relato sobre casos que envolveram questões com alguma proximidade com o objeto da Consulta, notadamente a decisão do Colegiado da CVM, de 04.11.2014, no PA CVM n° RJ2013/4607<sup>30</sup>, e o já mencionado PAS CVM n° 11/12, julgado em 02.12.2014<sup>31</sup>, a SEP ressaltou a inexistência de precedentes da CVM especificamente sobre a inclusão de candidatos em BVD por parte de acionistas impedidos de votar.

48. No âmbito do julgamento do PAS CVM n° RJ2013/2759<sup>32</sup>, o Diretor Gustavo Gonzalez ressaltou entender que a irregularidade identificada na participação do minoritário vinculado ao controlador na eleição em separado para membro do CA antecederia o exercício do voto no respectivo colégio e residiria já no oferecimento, pelo referido acionista, das suas ações para o cômputo do quórum de instalação do colégio apartado. Embora tenha abordado questão que antecede à votação em separado propriamente dita, não se chegou a ter de examinar, no caso, momento precedente ao da instalação do colégio apartado.

49. Com efeito, doutrina e jurisprudência não se debruçaram sobre o tema. Diante do ineditismo da questão, destaco que, em que pese a consistência dos argumentos que se prestam a amparar a referida inclusão de candidatos indicados por acionistas vinculados ao controlador, os argumentos contrários à tal possibilidade são, a meu ver, ainda mais convincentes e consistentes com uma interpretação sistemática do regime previsto na LSA.

---

<sup>29</sup> Itens 36 e 37 do Relatório SEP (Doc. SEI 0559045).

<sup>30</sup> Nesse caso, decidiu-se pela impossibilidade de acionistas impedidos de votar em eleição em separado contribuírem ações para a formação do quórum de instalação dos colégios previstos no art. 141, §§ 4º e 5º, da LSA. Como especificidade, havia uma decisão do CADE que impunha abstenção de exercício de direitos políticos por parte do acionista em questão, inclusive o de formação de quórum para eleição em separado, bem como de indicar, direta ou indiretamente, quaisquer membros para o CA ou CF, razão pela qual a SEP apontou para a dificuldade de generalização das conclusões ali alcançadas no sentido de que o cômputo das ações detidas pelo acionista impedido de votar poderia ser interpretado pelo CADE como exercício de influência indireta por parte de tal acionista na indicação de membros do CA, ensejando violação à decisão do CADE. Ademais, no Relatório SEP, destacou-se que a impossibilidade de participar da formação do referido quórum de instalação não se estenderia automaticamente à composição para fins de inclusão de candidato em BVD.

<sup>31</sup> Note-se que o Relatório SEP ressaltou expressamente que a decisão da CVM havia sido objeto de recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”), que não havia sido julgado até então. Em 19.10.2018, os recursos voluntários apresentados no referido PAS foram julgados pelo CRSFN, que negou provimento a todos os recursos, tendo sido mantidas as penalidades aplicadas pela CVM.

<sup>32</sup> PAS CVM n° RJ2013/2759, Diretor Relator Henrique Balduino Machado Moreira, j. em 20.02.2018.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

50. A abordagem favorável à possibilidade de inclusão tem esteio em interpretação restritiva do disposto na LSA e pressupõe dissociação, não enunciada em lei, do momento da indicação de candidatos do momento da efetiva instalação dos colégios apartados, o que acaba por representar uma quebra da estrutura original dos dispositivos legais, permitindo uma percepção, que me parece equivocada, de que as limitações legais aplicáveis a eleições em separado não se estendem à indicação de candidatos a vagas objeto de tais eleições.

51. Relevante considerar que a *ratio legis* dos referidos dispositivos foi a de blindar o procedimento de eleição em separado de qualquer tipo de intervenção do controlador ou de pessoas a ele vinculadas ou que estejam sujeitas a sua influência determinante.

52. Como já dito, em linha com reiteradas decisões do Colegiado da CVM em processos sancionadores, com o intuito de impedir eventuais manobras pelo controlador visando a desvirtuar a higidez do procedimento da eleição em separado, deve prevalecer o entendimento de que os acionistas que não se enquadrem no conceito de minoria que a lei buscou proteger também não devem influir nas eleições em separado.

53. Nesse sentido, convém reiterar o disposto no Parecer de Orientação CVM nº 19/1990, que, embora trate do §4º do art. 161 da LSA, também é pertinente quanto ao disposto nos §§4º e 5º do art. 141. Assim, tem-se que a participação ou mesmo a influência do controlador ou de acionistas vinculados nas eleições em separado pode redundar em cerceamento do direito de fiscalizar e representação não equitativa dos interesses que a lei buscou proteger.

54. Como recentemente apontado, com muita propriedade, pelo Presidente Marcelo Barbosa, no julgamento do PAS CVM SEI nº 19957.006822/2018-61, de sua relatoria<sup>33</sup>:

15. Embora a hipótese de impedimento expressamente contemplada pelo Parecer de Orientação tenha recaído sobre os acionistas controladores detentores de ações preferenciais, acredito que, à luz do que pretendeu o legislador ao conceber o instituto do voto em separado, tampouco devem ser legitimados a participar deste colégio eleitoral os demais acionistas – sejam eles titulares de ações preferenciais ou ordinárias – que atuem representando os interesses do controlador. Trata-se, a meu ver, de decorrência lógica da regra prevista no art. 161, §4º, “a”.

16. Esse entendimento foi reconhecido mais de uma vez pelo Colegiado da CVM no âmbito de processos sancionadores. A partir das decisões proferidas é possível extrair que não podem se valer da prerrogativa da eleição em separado os controladores nem os demais acionistas que, em razão de **vínculos societários, contratuais ou de qualquer outra relação de fato**, estejam **subordinados ao “comando direto”** ou à **“influência determinante”** daqueles.

17. O que motivou o posicionamento adotado foi a constatação de que,

<sup>33</sup> PAS SEI nº 19957.006822/2018-61, j. em 26.11.2019.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

nessas situações, a **vontade política** de tais acionistas com relação à eleição de representantes para o conselho fiscal ou de administração **era, direta ou indiretamente, determinada pelos interesses do controlador.**  
(grifos aditados)

55. Parece-me que, ao se interpretar as disposições da LSA, com vistas a conferir a máxima preservação da finalidade almejada, deve preponderar a visão que tende a coibir a possibilidade de manipulações no processo de eleição em separado como um todo, afastando-se, para tais fins, segmentações não previstas em lei, que possam dar espaço para eventual atuação tendenciosa de acionistas que a LSA não visou abranger em tal procedimento (tanto que não estarão aptos a votar).

56. Entendo, assim, que melhor se coaduna a interpretação que preserva a finalidade da norma em sua essência. Na lição de Miguel Reale: “[i]nterpretar uma lei importa, previamente, em compreendê-la na plenitude de seus fins sociais, a fim de poder-se, desse modo, determinar o sentido de cada um de seus dispositivos”<sup>34</sup>.

57. Não se deve também desconsiderar o fato de que, embora a assembleia seja formalmente o *locus* em que os acionistas se reúnem para deliberar sobre as matérias submetidas, a realidade prática é que a assembleia propriamente dita tem se afigurado mais como o momento de cômputo dos votos do que de realização das discussões efetivas, ainda que continuem a existir casos em que certas discussões e eventuais arranjos entre acionistas ocorrem até as vésperas do conclave ou mesmo no curso dos trabalhos da assembleia. De todo modo, vale citar o seguinte trecho do voto proferido pelo Diretor Gustavo Gonzalez no julgamento do PAS CVM SEI n° 19957.005749/2017-29, em 12.09.2017:

Nesse sentido, assinalo que a assembleia tem capacidade limitada de coletar novas informações ou de atuar de forma propositiva. São diversos os fatores que explicam tais limitações, como, por exemplo, a assimetria de informações entre administradores e acionistas e o fato de que os acionistas, especialmente os profissionais, detentores de parcela expressiva do capital, se fazem representar na assembleia por representantes que chegam instruídos para votar de certa forma nos itens previamente propostos pela administração, com pouca ou nenhuma margem de manobra para fazer propostas ou alterar o conteúdo de suas orientações de voto em virtude de ajustes que eventualmente venham a ser negociados na assembleia pela coletividade dos acionistas.

58. A dinâmica do BVD tende a acentuar ainda mais esse fenômeno, pois parte cada vez maior dos acionistas, especialmente os residentes ou sediados no exterior, profere os votos antecipadamente, reagindo às informações constantes do BVD. Assim, o que se insere ou

---

<sup>34</sup> Reale, Miguel. Lições Preliminares de Direito, 27ª ed., São Paulo: Saraiva, 2002, p. 289.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

não no BVD tende a ter um impacto relevante nas decisões que, ao final, são tomadas pela assembleia, inclusive nas eleições em separado, pois o BVD não funciona apenas como um instrumento de divulgação de informações (como seria o caso de um Aviso aos Acionistas), mas como um mecanismo que viabiliza a manifestação antecipada do voto.

59. Nessa perspectiva, parece-me que a possibilidade de os integrantes do bloco de controle ou pessoas a eles ligadas ou vinculadas – afinal, se essas puderem, deveriam também poder as primeiras – viabilizarem a inclusão, no BVD, de candidatos a serem considerados na eleição em separado acaba por permitir a essas pessoas uma influência nesse procedimento que é tão combatida nos momentos seguintes, o que se revela menos coerente. Tal situação poderia não gerar impacto concreto nos casos em que, ao final, os minoritários que participassem do colégio separado convergissem para um único nome, mas poderia ser determinante, como já apontado, em situações em que dois ou mais nomes estivessem disputando a vaga, caso em que, seria evidente que aquele cujo nome estivesse no BVD teria uma vantagem relevante em relação ao concorrente que não estivesse lá inserido.

60. Relevante observar que o art. 21-L e o Anexo 21-L-I da ICVM nº 481/2009 não tratam especificamente de eleições em separado nem fazem qualquer menção ao fato de o solicitante da inclusão ser acionista minoritário ou controlador. Assim, o racional de segregação de etapas utilizado para justificar a possibilidade de inclusão no BVD de candidato indicado por acionista minoritário vinculado ao controlador seria válido também para indicações pelo próprio acionista controlador detentor das ações da espécie em questão para fins do atingimento (inclusive individualmente) do percentual referido no Anexo 21-L-I, uma vez que, se considerados os procedimentos separadamente, tampouco haveria vedação expressa, legal ou regulamentar, a que o próprio controlador apenas ampliasse a gama de opções de candidatos a serem escolhidos pelos minoritários na eleição em separado.

61. Além disso, mesmo que a ICVM nº 481/2009 tenha padronizado o mecanismo de inclusão de candidatos ao CA e ao CF no BVD – que, em princípio, vale para todo e qualquer acionista, **minoritário ou não**, seja para fins de eleições gerais, seja quanto a eleições em separado –, pelo princípio geral da hierarquia das normas, os comandos previstos na LSA se sobrepõem à regulamentação editada pela CVM, que deve se conformar ao ordenamento legal, como muito bem colocado pelo Diretor Gustavo Gonzalez na seguinte passagem de sua manifestação de voto no âmbito do PA SEI nº 19957.0043/2019-21, de 05.11.2019<sup>35</sup>:

---

<sup>35</sup> No referido PA, discutiu-se o exercício da faculdade prevista no art. 21-L, I, da ICVM nº 481/2009, no que tange à indicação de candidato individualmente na situação em que a proposta inicial para a eleição majoritária de membros do CA previa chapa de candidatos.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

6. A possibilidade de o acionista participar e votar a distância em assembleia geral não modifica as regras da lei societária relativas à eleição do conselho de administração. Assim, a regulamentação da participação à distância em deliberações acerca da eleição do conselho deve necessariamente ser elaborada e interpretada à luz do sistema legal. Havendo dúvida, é a norma que deve ser interpretada à luz da lei, e não o contrário. Afinal de contas, o regulamento administrativo não pode contrariar ou contradizer a lei.

62. Assim, em termos práticos, o procedimento de inclusão de candidatos deve ser interpretado de modo a se harmonizar com a votação em separado para as vagas destinadas aos minoritários que os referidos dispositivos da Lei das S.A. buscaram proteger, o que não inclui aqueles vinculados ao controlador.

63. Nesse sentido, concordo com o Relatório SEP quando expõe que a *“impossibilidade de inclusão, no boletim, de nomes para eleição em separado por acionistas vinculados ao controlador se baseia, **principalmente**, na necessidade de **evitar qualquer tipo de influência do acionista controlador nessa eleição**, que, por lei, é reservada a não controladores (tanto a indicação de candidatos quanto o exercício do voto).”* (grifei).

64. A Área Técnica inclusive reconheceu que tal posição traduziria de forma mais fidedigna os desejos dos acionistas minoritários, já que a indicação de nomes pelo acionista vinculado ao controlador pode fazer com que seja eleita uma pessoa diferente da que viria a sê-lo sem essa indicação, representando um aumento do raio de influência do controlador.

65. O Relatório SEP também apontou para a hipótese na qual o apoio do controlador poderia ser decisivo para a eleição de determinado candidato. Em situações como essa, advertiu a SEP que *“os acionistas vinculados ao controlador – e, por extensão, o próprio controlador – teriam margem para influir em prol de seus favoritos, usando a prerrogativa de indicar nomes no boletim apenas quando assim lhes conviesse”,* e, *“[n]aturalmente, passariam a ter poder de barganha junto aos acionistas não controladores em geral para que estes só viabilizassem candidaturas que fossem de seu interesse”*.

66. Nesse contexto, cabe destacar o seguinte trecho do voto da Diretora Relatora Ana Dolores Novaes, no julgamento do PAS nº 11/2012, em 02.12.2014:

76. Por exemplo, considero que, a princípio, não há ilegalidade em uma discussão do controlador com os minoritários, onde esses últimos apresentam alguns possíveis nomes que cogitam indicar para determinada **vaga do conselho** para avaliação do controlador, visando uma gestão mais colaborativa dos negócios sociais. Por outro lado, entendo que, a princípio, e em tese, será ilegal a atuação de um controlador que, inconformado com a indicação de certo nome para a vaga dos minoritários, convide outra pessoa para preencher aquela vaga e passe a buscar votos de minoritários



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

para viabilizar a eleição da pessoa por ele indicada. Sempre que existir uma minoria organizada, a atuação do controlador visando congrega minoritários para atuar em sentido diverso da minoria já estabelecida levantará suspeitas e deverá ser analisada com cuidado a fim de verificar a existência de violação à lei societária. Ademais, **quando existem duas minorias organizadas**, a companhia e seu controlador devem manter **posição de neutralidade**, sem tomar partido de qualquer dos grupos de minoritários ou preferencialistas. (grifos aditados)

67. Como se vê, ainda que seja procedente o argumento de que um maior número de candidatos pode representar uma maior gama de alternativas para os minoritários, a possibilidade de articulação do acionista controlador e acionistas a esse vinculados poderia, na prática, trazer situações conflituosas para um procedimento que, na sua inteireza, deve traduzir a vontade dos acionistas minoritários que a lei buscou tutelar com o mecanismo.

68. Isso, é claro, não limita nem inviabiliza eventuais ajustes entre controladores e minoritários que não envolvam as eleições em separado, sendo celebrados de comum acordo com o intuito de permitir que esses últimos indiquem membros para o CA ou CF a compor chapa a concorrer em eleição geral, independentemente de deterem participação que lhes permitisse instalar um colégio apartado ou da adoção de voto múltiplo, pois, como muito bem pontuado pelo Diretor Gustavo Gonzalez ao comentar o caráter precário de tais acordos, “[t]rata-se, para fins da Lei Societária, de membro indicado por eleição majoritária”<sup>36</sup>.

69. Vale observar, por fim, que o procedimento atualmente utilizado nos BVDs, tanto para a inclusão de candidatos quanto para a própria instalação dos colégios, facilitou, e muito, o procedimento anteriormente adotado para as eleições em separado.

70. Antes da regulamentação do voto a distância pela CVM, os acionistas minoritários tinham que se articular entre si para atingir o percentual necessário para instalar os colégios separados e, com isso, indicar os candidatos a serem votados nas eleições em separado, ao passo que, atualmente, além de a ICVM nº 481/2009 prever percentuais inferiores para fins de indicação de candidatos no BVD, o atingimento do quórum de instalação previsto na LSA exige menor intensidade de articulação entre os minoritários, dado que é a própria companhia, ao receber os BVDs, que computa a quantidade de acionistas minoritários que assinalou a opção de participar da eleição em separado e verifica se foram atingidos os quóruns legais para a sua instalação.

71. Note-se, inclusive, que o próprio BVD deve proporcionar ao acionista “a opção de, caso se verifique que nem os titulares de ações com direito a voto nem os titulares de ações

---

<sup>36</sup> v. voto de 02.04.2019 no PA CVM nº RJ2016/4098 e PA CVM SEI nº 19957.009411/2017-46.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

*preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizeram, respectivamente, o quórum exigido nos incisos I e II do § 4º do art. 141 da Lei nº 6.404, de 1976, agregar seus votos aos das outras classes de ações, atribuindo-se todos os votos proferidos por tais acionistas ao candidato que individualmente tenha obtido o maior número de votos dentre aqueles que disputavam, no boletim de voto a distância, as vagas nas eleições em separado”, conforme previsto no art. 21-J, da ICVM nº 481/2009.*

72. Em síntese, por todo o exposto, em que pese os bons argumentos existentes para a defesa de ambas as posições destacadas no Relatório SEP, entendo que acionistas minoritários vinculados ao controlador ou sob sua influência determinante não devem poder solicitar a inclusão, nem contribuir com suas ações para, em conjunto com outros acionistas, perfazer o percentual mínimo necessário para a inclusão, no BVD, de candidatos para concorrer a vagas em CA ou CF a serem preenchidas em eleição em separado reservada aos acionistas minoritários.

73. É como voto.

Rio de Janeiro, 21 de janeiro de 2020.

Flávia Sant’Anna Perlingeiro  
Diretora Relatora