



# Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Vol. nº 189, jan. 2025/jun. 2025

# RDM 189

## Artigos e Atualidades:

1. Direito societário e sustentabilidade: notas conceituais e o cenário regulatório brasileiro — (Sheila C. Neder Cerezetti; Gabriela de Oliveira Junqueira)
2. O histórico e a função da cláusula de rateio ou proporcionalidade em apólices de seguro — (Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa)
3. O perfil do poder de controle nas companhias brasileiras — (José Marcelo Martins Proença; Ana Carolina Barbosa Simões; Henrique Sena Rebouças Paschoal)
4. This is not financial advice – Limites da regulação da influência no mercado de capitais — (Marco Aurélio Fernandes Garcia; Natália Fioravanti Salvadori)
5. Retirada de holding: o direito de se desassociar por completo — (Fernando de Andrade Mota; Ana Carolina Yoshida Hirano de Andrade Mota)
6. O voto plural nas sociedades anônimas brasileiras: impactos e desafios à luz do direito concorrencial — (Elisa Abib; Kristiane França)
7. Uso de vozes de terceiros na produção musical brasileira de mídias sintéticas – uma análise sobre suas tendências e viabilidades — (Livia Assali)
8. Eleição de conselheiros de administração nas sociedades anônimas – a questão do voto negativo (contrário) — (Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros; Bruno Robert; Eduardo Campos Netto de Souza)
9. Opções de compras de ações (stock options) como mecanismo de retenção de colaboradores no direito brasileiro — (Gustavo Sperb Martins Pinto; Patrick Menin Rebolho)
10. O abuso de poder de controle nas sociedades de economia mista: equilíbrio entre interesse público e privado — (Roger Vitorio Oliveira Sousa)

ISBN 978-65-6006-197-2



**IDGLOBAL**  
Instituto de Direito Global

**rdm**  
revista de direito mercantil

**EXPERT**  
EDITORA DIGITAL

# **Revista de Direito Mercantil**

industrial, econômico e financeiro

**REVISTA DE DIREITO MERCANTIL**  
**industrial, econômico e financeiro**  
**189**

Publicação do Instituto Brasileiro de Direito Comercial  
Comparado e Biblioteca Tullio Ascarelli do Departamento de  
Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de  
São Paulo

Ano LXIV (Nova Série)

Janeiro 2025/Julho 2025

**REVISTA DE DIREITO MERCANTIL**  
**Industrial, econômico e financeiro**  
**Nova Série – Ano LXIV – n. 189 – jan. 2025/jul. 2025**

**FUNDADORES:**

**1 a FASE:** WALDEMAR FERREIRA

**FASE ATUAL:** Profs. Philomeno J. Da Costa E Fábio Konder Comparato

**CONSELHO EDITORIAL:**

Alexandre Soveral Martins

Carlos Klein Zanini

Jorge Manuel Coutinho de Abreu

Judith Martins-Costa

Paulo de Tarso Domingues

Rui Pereira Dias

Ana de Oliveira Frazão

Gustavo José Mendes Tepedino

José Augusto Engrácia Antunes

Luís Miguel Pestana de Vasconcelos

Ricardo Oliveira Garcia

Sérgio Campinho

**COMITÊ DE REDAÇÃO:**

Antonio Martín

Calixto Salomão Filho

Eduardo Secchi Munhoz

Francisco Satiro De Souza Junior

José Alexandre Tavares Guerreiro

Juliana Krueger Pela

Mauro Rodrigues Penteado

Marcos Paulo De Almeida Salles

Newton de Lucca

Paulo Fernando Campos Salles De Toledo

Priscila Maria Pereira Corrêa Da Fonseca

Balmes Vega Garcia

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Erasmus Valladão Azevedo E Novaes  
França

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

José Marcelo Martins Proença

Luiz Gastão Paes de Barros Leães

Manoel De Queiroz Pereira Calças

Marcelo Vieira Von Adamek

Paula Andréa Forgioni

Paulo Frontini

Rachel Sztajn

Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer  
Ruy Camilo Pereira Junior  
Thiago Saddi Tannous  
Vitor Henrique Pinto Ido

Rodrigo Octávio Broglia Mendes  
Sheila Christina Neder Cerezetti  
Vinícius Marques De Carvalho

### **COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO:**

Matheus Chebli De Abreu  
Heitor Augusto Pavan Tolentino Pereira

Michelle Baruhm Diegues

### **ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE:**

Ana Carolina Amado Britto  
Daniel Fermann  
Luma Luz  
Mariana Caroline Silva Aguiar  
Rafaela Vidal Codogno  
Yasmin Haddad D'Alpino

Arthur Martins Nogueira  
Luiza Pereira Lessa  
Maria Eduarda da Matta Ribeiro Lessa  
Pedro Henrique Nobre Dantas Brandão  
Sofia Buchala

### **REVISTA DE DIREITO MERCANTIL**

Publicação semestral da Editora Expert LTDA

Rua Carlos Pinto Coelho, CEP 30664790 Minas Gerais, BH – Brasil

Diretores: Luciana de Castro Bastos, Daniel Carvalho

**Direção Executiva:** Luciana de Castro Bastos

**Direção Editorial:** Daniel Carvalho

**Diagramação e Capa:** Editora Expert

**Revisão:** Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>

"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

**AUTORES:** Ana Carolina Barbosa Simões, Ana Carolina Yoshida Hirano de Andrade Mota, Bruno Robert, Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Eduardo Campos Netto de Souza, Elisa Abib, Fernando de Andrade Mota, Gabriela de Oliveira Junqueira, Gustavo Sperb Martins Pinto, Henrique Sena Rebouças Paschoal, José Marcelo Martins Proença, Kristiane França, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros, Lívia Assali, Marco Aurélio Fernandes Garcia, Natália Fioravanti Salvadori, Patrick Menin Rebolho, Roger Vitorio Oliveira Sousa, Sheila C. Neder Cerezetti

**ISBN:** 978-65-6006-197-2

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte, Julho de 2025

A Revista de Direito Mercantil agradece ao Instituto de Direito Global pelo fomento à publicação deste volume.

**Pedidos dessa obra:**

[experteditora.com.br](http://experteditora.com.br)

[contato@editoraexpert.com.br](mailto:contato@editoraexpert.com.br)





## CV DOS AUTORES

### **Sheila Cristina Neder Cerezetti**

Professora de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), Bacharel e Doutora pela mesma instituição. Foi Max Weber Postdoctoral Fellow no European University Institute, e bolsista da Alexander von Humboldt-Stiftung, com frequentes estadas de pesquisas pós-doutorais no Max Planck Institute for Comparative and International Private Law.

### **Gabriela de Oliveira Junqueira**

Professora na graduação em Direito do Insper. Bacharel (2016) e Doutora (2024) em Direito Comercial pela Faculdade de Direito do Largo São Francisco (USP). Foi pesquisadora do projeto “Finanças Verdes e a Transformação da Propriedade no Brasil” (Newton Fund Advanced Fellowships 2017 RD 03 - NAF2R2\100124), bolsista CAPES/PRINT no *Transnational Law Institute* da *Kings College London* e pesquisadora visitante no *Max Planck Institute for Comparative and International Private Law*.

### **Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa**

Livre-Docente em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP (2022). Professor Associado de Direito Comercial da Universidade de São Paulo (USP) e sócio fundador do PGLaw. Doutor em Direito pela Universidade de Harvard (S.J.D., 2008). Bacharel pela Universidade de São Paulo (USP). Lecionou como professor visitante na Harvard Law School e foi pesquisador visitante na Yale Law School e na Wharton Business School da University of Pennsylvania. É credenciado pela Ordem dos Advogados do Brasil e pela New York State Bar Association. É membro vice-presidente da Comissão de Mercado de Capitais e Governança Corporativa da OAB-SP e membro do conselho da Comissão Fulbright do Brasil. Foi membro do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

### **José Marcelo Martins Proença**

Graduação em Direito pela Faculdade de Direito da USP (1989), mestrado (1999) e doutorado (2004) em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP. Atualmente é Professor Doutor da Faculdade de Direito da USP e Professor dos Cursos de Compliance, Direito Societário e Concorrencial da FGV/FGVLAW.

### **Ana Carolina Barbosa Simões**

Graduanda em Direito pela Faculdade de Direito da USP e Coordenadora do Centro de Estudos de Direito Empresarial da Faculdade de Direito da USP (CEDEM).

### **Henrique Sena Rebouças Paschoal**

Graduando em Direito pela Faculdade de Direito da USP e Coordenador do Centro de Estudos de Direito Empresarial da Faculdade de Direito da USP (CEDEM).

### **Marco Aurélio Fernandes Garcia**

Doutorando em Direito Internacional pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Mestre em Direito Europeu pela Université du Luxembourg. Mestre em Direito Internacional pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, com período sanduíche fomentado na Université du Luxembourg. Advogado em São Paulo.

### **Natália Fioravanti Salvadori**

Advogada, com diploma sanduíche pela Universidade Presbiteriana Mackenzie e Universidade de Coimbra. Pós-graduada em Processo Civil pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Pós-graduanda em Direito Societário pelo Insper, e membra da Comissão de Direito e Economia da OAB/SP

### **Fernando de Andrade Mota**

Bacharel, mestre e doutor em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Especialista em Direito Societário pela GV Law. Advogado em São Paulo.

### **Ana Carolina Yoshida Hirano de Andrade Mota**

Graduada, mestre e doutora pela Universidade de São Paulo (USP). Advogada em São Paulo.

### **Elisa Abib**

Graduanda em Direito pela Universidade Federal da Bahia (UFBA). Estagiária nas áreas de Concorrencial e Comércio Exterior no Magalhães e Dias Advocacia. Cofundadora da Liga de Direito Econômico e Concorrencial (Ladec). Integrante do subnúcleo de Direito Concorrencial do Núcleo de Competições Internacionais (NCI), além de integrante do subnúcleo de Arbitragem Empresarial. Atuou como oradora nas equipes da UFBA no Philip C. Jessup International Law Moot Court (2023 e 2024), na IV WiCade – Women in Cade (2024) e pesquisadora no Willem C. Vis International Arbitration (32nd).

### **Kristiane França**

Graduanda em Direito pela Universidade Federal da Bahia (UFBA). Estagiária nas áreas de Antitruste e Proteção de Dados no VMCA Advogados. Cofundadora da Liga de Direito Econômico e Concorrencial (Ladec). Cofundadora e integrante do subnúcleo de Direito Concorrencial do Núcleo de Competições Internacionais (NCI), além de integrante do subnúcleo de Arbitragem Empresarial. Atuou como oradora nas equipes da UFBA no Philip C. Jessup International Law Moot Court (2021 e 2022), no Willem C. Vis International Commercial Arbitration Moot (30th e 31st) e na III WiCade – Women in Cade (2023).

### **Lívia Assali**

Advogada formada pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), com atuação focada em propriedade intelectual e direito digital. Em sua trajetória acadêmica, participou e coordenou diversos grupos de estudos durante e após a graduação – com destaque para o Laboratório de Tecnologia da FDUSP (TechLab), o Núcleo de Proteção de Dados, o Grupo de Estudos de Direito e Entretenimento e o Grupo de Estudos em Direito do Entretenimento, das Artes e da Mídia –, focou seus estudos no âmbito da sua Tese de Láurea em Direitos Autorais e Inteligência Artificial e atualmente cursa pós-graduação em Direito Digital junto ao Instituto de Tecnologia do Rio de Janeiro em parceria com a Universidade Estadual do Rio de Janeiro (UERJ). Em sua trajetória profissional, também se especializou em Propriedade Intelectual e Direito Digital, tendo atuado junto a escritórios especializados.

### **Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros**

Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo, com extensão universitária na EBS Universität für Wirtschaft und Recht. Mestre em Direito Empresarial na Universidade de São Paulo (USP).

### **Bruno Robert**

Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo. Mestre e Doutor em Direito Empresarial na Universidade de São Paulo (USP). LLM na Universidade de Georgetown.

### **Eduardo Campos Netto de Souza**

Graduando em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

### **Gustavo Sperb Martins Pinto**

Graduando em Direito na Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS).

### **Patrick Menin Rebolho**

Advogado na equipe de Corporate e M&A do escritório TozziniFreire Advogados. Graduado em Direito com láurea acadêmica pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Aluno Especial em Direito Empresarial pela Universidade de São Paulo (USP). Pós-graduado em Direito Empresarial pela Fundação Getúlio Vargas (FGV).

### **Roger Vitorio Oliveira Sousa**

Procurador do Estado do Amazonas, atuante junto da 1ª Câmara de Prevenção e Resolução Administrativa de Conflitos. Ex-analista Judiciário do Tribunal de Justiça do Estado do Maranhão. Pós-graduado em Direito Constitucional e em Direito Público pela Faculdade Descomplica (certificação pela UniAmérica). Pós-graduado em Direito e Processo do Trabalho pela Faculdade Pro Minas. Pós-graduado em Direito Falimentar e Recuperação Judicial, e em Seguridade Social, ambas pela Faculdade Focus. Pós-graduado em Direito Municipal pela Gran Faculdade. Bacharel em Direito pela Universidade Estadual do Piauí (UESPI).



## SUMÁRIO

Direito societário e sustentabilidade: notas conceituais e o cenário regulatório brasileiro .....	17
<i>Sheila C. Neder Cerezetti (USP), Gabriela de Oliveira Junqueira (USP)</i>	
O histórico e a função da cláusula de rateio ou proporcionalidade em apólices de seguro.....	55
<i>Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa (USP)</i>	
O perfil do poder de controle nas companhias brasileiras.....	111
<i>José Marcelo Martins Proença (USP), Ana Carolina Barbosa Simões (USP), Henrique Sena Rebouças Paschoal (USP)</i>	
"This is not financial advice" – Limites da regulação da influência no mercado de capitais.....	149
<i>Marco Aurélio Fernandes Garcia (USP), Natália Fioravanti Salvadori (Universidade Presbiteriana Mackenzie)</i>	
Retirada de holding: o direito de se desassociar por completo ....	197
<i>Ana Carolina Yoshida Hirano de Andrade Mota (USP), Fernando de Andrade Mota (USP)</i>	
O voto plural nas sociedades anônimas brasileiras: Impactos e desafios à luz do direito concorrencial.....	215
<i>Kristiane França (UFBA), Elisa Abib (UFBA)</i>	
Uso de vozes de terceiros na produção musical brasileira de mídias sintéticas: uma análise sobre suas tendências e viabilidades .....	243
<i>Livia Assali (USP)</i>	

Eleição de conselheiros de administração nas sociedades anônimas:  
a questão do voto negativo (contrário).....351

*Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros (USP), Bruno Robert (USP), Eduardo Campos Netto de Souza (USP)*

Opções de compras de ações (*stock options*) como mecanismo de  
retenção de colaboradores no direito brasileiro: natureza e regime  
jurídico aplicável.....439

*Gustavo Sperb Martins Costa Pinto (UFRGS), Patrick Menin Rebolho (FGV)*

O abuso do poder de controle nas sociedades de economia mista:  
equilíbrio entre interesse público e privado.....471

*Roger Vítório Oliveira Sousa (UESPI)*

# **ELEIÇÃO DE CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS: A QUESTÃO DO VOTO NEGATIVO (CONTRÁRIO)**

*ELECTION OF DIRECTORS IN CORPORATIONS: THE  
ISSUE OF NEGATIVE (CONTRARY) VOTE*

*Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros*<sup>573</sup> (USP)

*Bruno Robert*<sup>574</sup> (USP)

*Eduardo Campos Netto de Souza*<sup>575</sup> (USP)

## **RESUMO**

Neste artigo, analisamos a possibilidade e os efeitos da emissão, pelos acionistas, de votos negativos (contrários) à eleição de conselheiros de administração, em votações realizadas em colégio eleitoral geral ou em separado. Tratamos, inicialmente, dos colégios eleitorais (geral e em separado), quóruns de deliberação e procedimentos de votação envolvidos na eleição de conselheiros de administração, bem como de aspectos dos possíveis votos dos acionistas nesse contexto. Em seguida, analisamos os argumentos favoráveis e contrários à possibilidade e à validade de votos negativos (contrários) e o posicionamento manifestado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) até o momento. Apresentamos, por fim, nossa proposta de encaminhamento da questão no Direito brasileiro, no sentido de se reconhecer a possibilidade e a validade de votos negativos (contrários) proferidos por acionistas na deliberação sobre a eleição de conselheiros de administração.

---

573 Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo, com extensão universitária na EBS Universität für Wirtschaft und Recht. Mestre em Direito Empresarial na Universidade de São Paulo (USP).

574 Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo. Mestre e Doutor em Direito Empresarial na Universidade de São Paulo (USP). LLM na Universidade de Georgetown.

575 Graduando em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

**Palavras-chave:** Direito Societário. Direito de voto. Conselho de administração. Eleição. Voto negativo. Voto contrário. Quórum de deliberação.

### **ABSTRACT**

In this paper, we analyze the possibility and the effects of casting negative (contrary) votes in the election of directors by shareholders, whether held in general or separate voting college. We begin by discussing the (general and separate) electoral colleges, the quorum requirements, and the voting procedures involved in the election of directors, as well as aspects of the potential votes issued by shareholders in this context. Afterwards, we assess the arguments on both sides regarding the possibility and validity of negative (contrary) votes and the findings of Brazilian Securities and Exchange Commission (*Comissão de Valores Mobiliários* – CVM) up to this date. Finally, we suggest an approach for addressing this issue under Brazilian law, for recognition of the possibility and the validity of negative (contrary) votes issued by shareholders in the deliberation on the election of directors.

**Key words:** Corporate Law. Voting right. Board of directors. Election. Negative vote. Contrary vote. Voting majority.

*“São as anónimas uma arena em potencial, onde se procura resolver tudo do melhor modo quanto possível. É nesse trabalho, em que os interesses favoráveis de uns e os interesses contrários de outros apuram ou inovam o instituto, que reside a sua constante atualização.”*

(Costa, Philomeno Joaquim da. Algumas Novidades Jurídicas Sobre Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 1-4. 1959, pp. 45-46)<sup>576</sup>

---

576 \* Nas transcrições de doutrina e de legislação, preservou-se a grafia original, ainda que em convenções linguísticas que não estejam mais em vigor atualmente.

O excerto que epigrafa este artigo evidencia a constante atualização dos institutos e dos desafios colocados em matéria societária – como é o caso da questão do voto negativo (contrário) na eleição dos conselheiros de administração das sociedades

**Sumário:** 1. Eleição de conselheiros de administração: introdução. 2. A eleição de conselheiros de administração: colégios eleitorais, quóruns de deliberação e procedimentos de votação. 3. A formação da vontade social e os sentidos do voto dos acionistas. 4. A questão do voto negativo (contrário) na eleição de conselheiros de administração. 5. Voto negativo (contrário): proposta de encaminhamento da questão. 6. Conclusão. 7. Bibliografia.

## **1. ELEIÇÃO DE CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO: INTRODUÇÃO.**

Uma das deliberações rotineiras e fundamentais nas sociedades anônimas é a eleição de seus administradores<sup>577</sup>, para que possam ser adequadamente geridas e, de igual forma, possam funcionar em suas perspectivas interna e externa. Nas companhias em que a administração é composta também pelo conselho de administração, a eleição de seus membros é, em regra<sup>578</sup>, realizada pela assembleia geral, sempre que se fizer necessária ou adequada a substituição de

---

anônimas, discutida neste artigo –, nas palavras do Prof. Philomeno Joaquim da Costa, que foi diretor da Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro por muitos anos, no início de sua nova série fundada pelo Prof. Waldemar Ferreira. A epígrafe foi escolhida por sua pertinência ao tema deste artigo e pela adequação, da pessoa de seu autor e de seu conteúdo, à edição especial de “*Direito Comercial em Movimento*” desta Revista, voltada a transformações e desafios contemporâneos do Direito Comercial.

577 Cf. art. 132, inc. III, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 132. Anualmente, nos 4 (quatro) primeiros meses seguintes ao término do exercício social, deverá haver 1 (uma) assembleia-geral para: [...] III - eleger os administradores e os membros do conselho fiscal, quando for o caso”. Nas palavras de CORREIA, a eleição dos administradores é “condição do normal funcionamento da sociedade” (*Os Administradores de Sociedades Anônimas*. Coimbra: Almedina. 1993, p. 420).

578 Diz-se que a eleição é, em regra, por assembleia geral, uma vez que há a possibilidade de eleição de membro substituto pelo próprio conselho de administração, que deve ocupar o cargo até a assembleia geral subsequente. Cf. art. 150, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 150. No caso de vacância do cargo de conselheiro, salvo disposição em contrário do estatuto, o substituto será nomeado pelos conselheiros remanescentes e servirá até a primeira assembleia-geral. Se ocorrer vacância da maioria dos cargos, a assembleia-geral será convocada para proceder a nova eleição.”

um ou mais conselheiros, em razão do término do mandato em curso, para preenchimento de cargos vagos ou por outras razões<sup>579</sup>.

A dualidade de órgãos da administração nas sociedades anônimas (conselho de administração e diretoria) foi, como se sabe, uma inovação, em nosso ordenamento, da atual Lei das Sociedades por Ações, que estabeleceu a possibilidade – ou obrigatoriedade, no caso de companhias abertas e com capital autorizado<sup>580</sup> – de existência do conselho de administração nesse tipo societário<sup>581</sup>. O conselho de administração foi instituído na Lei das Sociedades por Ações para ser um órgão colegiado<sup>582</sup> e que possa contemplar também membros eleitos por acionistas minoritários, se cumpridos os critérios legais mínimos, e resguardado ao acionista controlador majoritário, de outro lado, o direito de eleger a maioria de seus integrantes<sup>583</sup>. Esse foi um dos expedientes utilizados para concretizar e dar utilidade prática à representatividade dos acionistas minoritários no funcionamento das

---

579 Cf. arts. 122, inc. II, e 140, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 122. *Compete privativamente à assembleia geral: [...] II – eleger ou destituir, a qualquer dos administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142*”; e “Art. 140. *O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembléia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer: [...]*”.

580 Cf. art. 138, §2º, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 138. [...] §2º *As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração*”.

581 Cf. art. 138, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 138. *A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria*”.

582 Cf. art. 138, §1º, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 138. [...] §1º *O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores*”. A respeito da natureza colegiada do conselho de administração, vide o capítulo XII, da Exposição de Motivos da Lei das Sociedades por Ações (Exposição de Motivos n.º 196/1976): “*Quanto à organização da administração, o Projeto não fixa modelo único - individual (como atualmente, em que cada Diretor tem funções e responsabilidades definidas) ou colegiada (em que é obrigatória a existência do Conselho)*”.

583 Cf. art. 141, §7º, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 141. [...] §7º *Sempre que, cumulativamente, a eleição do conselho de administração ocorrer pelo sistema do voto múltiplo e os titulares de ações ordinárias ou preferenciais exercerem a prerrogativa de eleger conselheiro, será assegurado a acionista ou a grupo de acionistas vinculados por acordo de votos que detenham mais de 50% (cinquenta por cento) do total de votos conferidos pelas ações com direito a 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, compoem o órgão*”.

companhias – um dos vetores que orientou a elaboração da atual lei societária<sup>584</sup>.

Com esse objetivo, em adição à votação majoritária em colégio eleitoral geral, foram estabelecidos dois mecanismos especiais de votação, para viabilizar a efetiva possibilidade de eleição de candidatos ao cargo de conselheiros de administração por acionistas minoritários: o voto múltiplo (que altera o procedimento de votação, em eleição geral) e a eleição em separado (que cria colégios eleitorais segregados para eleição de candidatos ao conselho)<sup>585-586</sup>, conforme disposto no art. 141 da Lei das Sociedades por Ações<sup>587-588</sup>. Do contrário, caso a

---

584 Nesse sentido, vide, *i.a.*, LAMY FILHO, Alfredo; e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A. Pressupostos, Elaboração, Modificações*, v. 1, 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar. 1997, p. 78; TEIXEIRA, Egberto Lacerda; e GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, v. 1. São Paulo: José Bushatsky. 1979, pp. 7-8; COMPARATO, Fabio Konder; e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 2014, pp. 163-164; e ROBERT, Bruno. *As Assembleias das S/A. Exercício do Direito de Voto, Pedidos Públicos de Procuração e Participação a Distância*. São Paulo: Singular. 2016, pp. 85-96.

585 A eleição em separado por acionistas minoritários não constava da versão inicial do projeto de lei e foi introduzida pela Subemenda da Comissão de Economia da Câmara dos Deputados às Emendas do Plenário n.ºs 111 e 112, como reportam LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA (*A Lei das S.A. Pressupostos, Elaboração, Modificações*, v. 1, 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar. 1997, p. 280). A eleição em separado é o que COSTA designa de “*quebra do princípio do sistema eleitoral de chapa completa*” (*Anotações às Companhias. Arts. 1.º a 27*, v. 1. São Paulo: Revista dos Tribunais. 1980, p. 246).

586 As referências feitas indistintamente à eleição em separado neste artigo compreendem todos os colégios em separado previstos na lei – ou seja, colégios de ordinaristas (art. 141, §4º, inc. I, da Lei das Sociedades por Ações), de preferencialistas (art. 141, §4º, inc. II, da Lei das Sociedades por Ações) e de ordinaristas e preferencialistas em conjunto (art. 141, §5º, da Lei das Sociedades por Ações). Ainda que os acionistas autorizados a participar em cada colégio sejam distintos, as regras aplicáveis ao funcionamento da eleição em separado são comuns a todos esses casos.

587 Nesse sentido, ver a seção I, do capítulo XII, da Exposição de Motivos da Lei das Sociedades por Ações (Exposição de Motivos n.º 196/1976): “*O artigo 141 assegura - através do processo de voto múltiplo - a representação das minorias no órgão deliberativo da administração. Essa solução não pode ser adotada na eleição de Diretores, cuja escolha por diferentes grupos de acionistas colocaria em risco a imprescindível unidade administrativa: deliberar pode ser função exercida por órgão colegiado, pelo voto da maioria, mas a execução exige unidade de comando*”.

588 Originalmente, a eleição em separado aplicava-se apenas caso o número de membros do conselho de administração fosse inferior a 5, hipótese em que acionistas com pelo menos 20% dos votos poderiam eleger, em separado, um conselheiro (cf. redação original do art. 141, §4º, da Lei das Sociedades por Ações). A regra foi posteriormente alterada pela Lei n.º 10.303/2001, que previu os percentuais de eleição

votação majoritária fosse o único mecanismo disponível para eleição, o acionista ou grupo de acionistas titular da maioria das ações com direito de voto poderia continuamente prevalecer e preencher todos os cargos do conselho com os candidatos de sua preferência, por maioria de votos, qualquer que fosse o sistema de votação adotado na eleição<sup>589</sup>.

Diversas são as questões relacionadas aos procedimentos de votação e eleição de conselheiros de administração nas sociedades anônimas, desde a edição da Lei das Sociedades por Ações. Uma delas, ainda não solucionada definitivamente e que tem sido objeto de discussões tanto em eleição geral quanto em eleição em separado<sup>590</sup>, diz respeito à possibilidade ou não e aos efeitos do voto negativo (contrário) proferido por acionistas nessas deliberações – ou seja, a possibilidade ou não de acionistas votarem *contra* determinado candidato ou chapa de candidatos ao conselho de administração da companhia. Esse é o assunto tratado neste artigo, em que são apresentados comentários

---

em separado atualmente em vigor, de 15% das ações com voto ou 10% das ações sem voto ou com voto restrito, e permitiu a agregação de todas as ações (com voto, sem voto ou com voto restrito) para eleição em separado, cf. art. 141, §§4º e 5º, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 141. [...] §4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, 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”. Esses percentuais são reduzidos nas companhias abertas, em escala em função do valor do capital social, por determinação da CVM, nos termos da Resolução CVM n.º 70/2022, conforme autorizado pelo art. 291, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações.

589 A existência de regras que assegurem a eleição de administradores por acionistas minoritários não é comum em outras jurisdições, como reportado por ENRIQUES *et al.* (*The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies*. In KRAAKMAN, Reinier; *et al.* *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, 3ª ed. Oxford: Oxford University. 2017, p. 80).

590 Os casos em que a questão foi levada ao conhecimento da CVM são tratados no item 4.3 deste artigo.

sobre os colégios eleitorais, quóruns e procedimentos de votação dos conselheiros de administração (item 2), a formação da vontade social e o sentido do voto dos acionistas (item 3), a colocação da questão sobre o voto negativo (contrário), acompanhada da análise dos argumentos favoráveis e contrários e do posicionamento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) até o momento (item 4) e nossa proposta de encaminhamento da questão sob o Direito brasileiro em vigor (item 5).

## **2. A ELEIÇÃO DE CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO: COLÉGIOS ELEITORAIS, QUÓRUNS DE DELIBERAÇÃO E PROCEDIMENTOS DE VOTAÇÃO.**

### **2.1 COLÉGIOS ELEITORAIS E QUÓRUNS DE DELIBERAÇÃO.**

No sistema da Lei das Sociedades por Ações, a eleição dos membros do conselho de administração pode ocorrer em colégios eleitorais de duas naturezas distintas: o colégio eleitoral geral, de que participam todos os acionistas (controladores e não controladores), e os colégios eleitorais em separado, de que podem participar apenas acionistas não controladores, preferencialistas e ordinaristas, caso tenham interesse<sup>591-592</sup>. O colégio geral existe em todas as eleições de conselheiros de administração, ao passo que os colégios em separado são formados apenas nas eleições em que haja requerimento<sup>593</sup> de acionistas não controladores que perfaçam os percentuais mínimos exigidos no art. 141 da Lei das Sociedades por Ações. É possível a

---

591 A CVM já se manifestou no sentido de não aplicação do processo de votação em separado para companhias sem acionista controlador, pela interpretação do art. 141, §4º, o qual, ao prever que deve ser “*excluído o acionista controlador*”, pressupõe a sua existência (decisão do Colegiado no processo CVM RJ2005/5664, Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 11.04.2006 – data do julgamento do pedido de reconsideração).

592 Na interpretação da CVM, devem ser excluídos dos colégios em separado não apenas o acionista controlador, mas também outros acionistas que estejam subordinados ao comando ou influencia determinante do acionista controlador (decisão do Colegiado no processo administrativo sancionador SEI 19957.011244/2019-65, Rel. Marcelo Barbosa, j. 14.07.2020).

593 Usamos o termo “*requerimento*” por se tratar de um direito dos acionistas minoritários, que não pode ser excluído por decisão da maioria ou da mesa assemblear.

existência, ainda, de colégios em separado criados pelo estatuto social, compostos por acionistas preferencialistas (art. 18 da Lei das Sociedades por Ações<sup>594</sup>), por ordinaristas (art. 16, inc. III, da Lei das Sociedades por Ações<sup>595</sup>) ou por empregados (art. 140, §1º, da Lei das Sociedades por Ações<sup>596</sup>), bem como de colégio eleitoral em separado de minoritários em sociedades de economia mista (art. 239, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações<sup>597</sup>)<sup>598</sup>.

A distinção entre os colégios eleitorais (geral e em separado) diz respeito apenas ao conjunto de votos que devem ser considerados em cada votação<sup>599</sup>. Essa regra não trata, no entanto, de qual deverá ser o quórum de deliberação<sup>600</sup>, nem de qual será o procedimento a ser

---

594 Cf. art. 18 da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 18. O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração.”

595 Cf. art. 16, inc. III, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 16. As ações ordinárias de companhia fechada poderão ser de classes diversas, em função de: [...] III - direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos.”

596 Cf. art. 140, §1º, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 140. [...] §1º. O estatuto poderá prever a participação no conselho de representantes dos empregados, escolhidos pelo voto destes, em eleição direta, organizada pela empresa, em conjunto com as entidades sindicais que os representam.”

597 Cf. art. 239, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações: “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.”

598 Tratamos, neste artigo, da generalidade das eleições em separado por acionistas aplicáveis, por lei ou estatuto social, às companhias abertas e fechadas, observadas as particularidades de cada caso.

599 Faz-se referência ao conjunto de votos (e não acionistas) considerado em cada colégio, uma vez que, sendo cada voto vinculado a uma ação (e não ao seu titular), é dado aos acionistas o direito de alocar parte de seus votos em cada um dos colégios eleitorais existentes em determinada eleição, caso seja de seu interesse. Ver, no mesmo sentido, EIZIRIK, Nelson Laks. *A Lei das S/A Comentada*. Arts. 138 a 205, v. 3, 3ª ed. São Paulo: Quartier Latin. 2021, pp. 51-52.

600 Usa-se a expressão “quórum de deliberação” neste artigo para tratar-se do mínimo de votos a ser obtido para que determinada matéria, por ser aquela prevista na Lei das Sociedades por Ações (cf. título do art. 129) e, de igual forma, a mais usada na doutrina e na prática societária. Destacamos, a esse respeito, que, em rigor terminológico, “quórum de deliberação” corresponde às presenças necessárias para que se delibere determinada matéria, ao passo que a “maioria” corresponde ao número mínimo de votos para aprovação da matéria, como esclarece ADAMEK (*Da Ação de Desempate no Direito Societário Brasileiro*. In ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Estudos de Direito Societário. Direito Empresarial Contemporâneo 1*. São Paulo: Quartier

aplicado para a apuração dos votos e a definição dos candidatos que serão considerados eleitos.

Nas eleições gerais<sup>601</sup>, a lei disciplina apenas o procedimento de votação por voto múltiplo, que foi inspirado no direito estadunidense (no procedimento de *cumulative voting*)<sup>602</sup> e, como se disse, foi introduzido em nosso sistema jurídico para possibilitar a eleição representativa de candidatos ao conselho por acionistas minoritários. Nessa hipótese, o número de votos por ação é multiplicado pelo número de cargos do conselho a serem preenchidos, e cada acionista pode alocar seus votos em um ou mais candidatos, sendo eleitos os candidatos que receberem mais votos dos acionistas presentes (ou seja, aplica-se, nesse caso, o quórum de maioria relativa de votos<sup>603</sup>)<sup>604</sup>.

---

Latin. 2023, p. 406). No mesmo sentido, distinguido “quórum” de “maioria”, cf., *i.a.*, REQUIÃO, Rubens. *Efeitos do Impedimento de Voto dos Diretores de Sociedades Anônimas*. In REQUIÃO, Rubens. *Aspectos Modernos de Direito Comercial. Estudos e Pareceres*, v. 1, 2ª ed. São Paulo: Saraiva. 1988, p. 260; MENEZES CORDEIRO, António Manuel da Rocha e. SA: *Assembleia Geral e Deliberações Sociais*. Coimbra: Almedina. 2009, p. 109; e COZIAN, Maurice; e VIANDIER, Alain. *Droit des Sociétés*, 10ª ed. Paris: Litec. 1997, p. 299.

601 Cabe ressaltar que, ainda que seja adotado o procedimento de votação por voto múltiplo na eleição geral, é possível a coexistência da eleição em separado, se cumpridos os requisitos para tanto.

602 Sobre a influência do modelo estadunidense no procedimento de voto múltiplo adotado pela lei brasileira, vide, *i.a.*, BARRETO FILHO, Oscar. *Estrutura Administrativa das Sociedades Anônimas*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 24. 1976, pp. 70-71; e TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima. Estrutura. Funções e Poderes. Responsabilidades dos Administradores*, 2ª ed. São Paulo: Atlas. 1999, pp. 31-36. Para críticas ao sistema de *cumulative voting*, cf. EASTERBROOK, Frank Hoover; e FISCHER, Daniel Robert. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University. 1991, pp. 72-74.

603 Nesse sentido, cf. EIZIRIK, Nelson Laks. *Voto Múltiplo. Descabimento na Substituição de Conselheiros não Eleitos Mediante tal Sistema*. In EIZIRIK, Nelson Laks. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar. 2005, p. 151; CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. *Arts. 138 a 205*, v. 3, 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 166; e LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A Representação das Minorias no Conselho de Administração*. In LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Novos Pareceres*. São Paulo: Singular. 2018, p. 439.

604 Cf. art. 141, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, por meio do qual o número de votos de cada ação será multiplicado pelo número de cargos a serem preenchidos, reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos em um só candidato ou distribuí-los entre vários.”

Esse procedimento, no entanto, somente se aplica caso seja requerido por acionistas titulares de mais de 10% das ações com voto, cumpridos os demais requisitos do art. 141 da Lei das Sociedades por Ações, ou caso seja previsto no estatuto social, como autorizado pelo art. 141, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações.

A Lei das Sociedades por Ações, para os demais casos – ou seja, eleições no colégio geral sem voto múltiplo e nos colégios em separado –, não chegou nem mesmo a esse nível de detalhe para os procedimentos de votação e de eleição dos candidatos ao conselho de administração.

No caso da eleição geral do conselho de administração, não há previsão legal expressa sobre o quórum ou sobre o procedimento de eleição dos conselheiros. Por falta de regra específica a respeito do quórum, aplica-se, em princípio, a regra geral de votação majoritária prevista no art. 129, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações<sup>605</sup>, pela qual a deliberação se dá pela “*maioria absoluta de votos*”<sup>606</sup> – ou seja, a maioria dos votos proferidos pelos acionistas presentes, de qualquer

---

605 Cf. art. 129, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 129. As deliberações da assembleia-geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco.”

606 Nesse sentido, ver, *i.a.*, PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado. Parte Especial. Direito das Obrigações. Sociedade por Ações*, t. 50. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2012, p. 430; EIZIRIK, Nelson Laks. *Voto Múltiplo. Descabimento na Substituição de Conselheiros não Eleitos Mediante tal Sistema*. In EIZIRIK, Nelson Laks. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar. 2005, p. 151; COMPARATO, Fabio Konder; e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 2014, p. 58; e GONZALES, Gustavo Machado. *Notas sobre a Eleição do Conselho de Administração por Meio de Votação Majoritária*. In CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; et al. (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas. Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 1. São Paulo: Quartier Latin. 2021, p. 443. A CVM também já se manifestou sobre a aplicação do quórum de maioria absoluta em caso de eleições gerais do conselho de administração, sem a aplicação de voto múltiplo (cf. decisão do Colegiado da CVM no processo CVM SEI 19957.003630/2018-01, Rel. Gustavo Borba, j. 09.10.2018; e item 7.1.5 do Ofício Circular/Anual-2024-CVM/SEP).

modo (presencialmente ou a distância<sup>607</sup>), na assembleia geral<sup>608-609</sup>, descontados os votos em branco, votos nulos e as abstenções (ou seja, os “votos não válidos”)<sup>610</sup>. Nas companhias fechadas, o quórum pode, ainda, ser de maioria qualificada, caso haja previsão estatutária nesse sentido (art. 129, §1º, da Lei das Sociedades por Ações<sup>611</sup>).

---

607 Atualmente, é bastante comum a realização de assembleias gerais virtuais ou híbridas, cf. art. 121, parágrafo único, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 121. [...] Parágrafo único. Nas companhias, abertas e fechadas, o acionista poderá participar e votar a distância em assembleia geral, nos termos do regulamento da Comissão de Valores Mobiliários e do órgão competente do Poder Executivo federal, respectivamente.”.

608 Sobre o significado da expressão “maioria absoluta” para os fins das deliberações assembleares nas companhias, ver, entre outros: VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações. Arts. 74 a 136*, v. 2, 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 1953, pp. 112-113; PIRES, Gudestau. *Manual das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos. 1943, p. 227; PONTES, Aloysio Lopes. *Sociedades Anônimas*, v. 2, 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 1957, pp. 90-92; MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Artigo por Artigo*, 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 2010, p. 468; CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Arts. 75 a 137*, v. 2, 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 921; ROBERT, Bruno. *As Assembleias das S/A. Exercício do Direito de Voto, Pedidos Públicos de Procuração e Participação a Distância*. São Paulo: Singular. 2016, pp. 124-125; e CRISTOFARO, Pedro Paulo. *O Empate nas Deliberações das Assembleias Gerais das Companhias*. In VENANCIO FILHO, Alberto; et al. (orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 Anos*. Rio de Janeiro: Forense. 2017, p. 338.

609 Cabe esclarecer que, para outros fins, pode-se entender “maioria absoluta” como a maioria do total de votos existentes (incluindo presentes e ausentes), ao passo que a “maioria relativa” corresponde à maioria dos votos dos presentes (desconsiderados os ausentes) (nesse sentido, vide, *i.a.*, GALGANO, Francesco. *La Forza del Numero e da Legge della Ragione. Storia del Principio di Maggioranza*. Milano: Il Mulino. 2007, p. 139). Para os fins da interpretação da Lei das Sociedades por Ações, no entanto, entende-se que a “maioria absoluta”, mencionada no art. 129, *caput*, refere-se à maioria dos votos válidos efetivamente proferidos na deliberação, descontados os votos em branco, nulos e abstenções e os votos dos ausentes, como visto acima.

610 Tratamos, neste artigo, de abstenções, de votos em branco ou votos nulos, em geral, de forma indistinta entre si, como “votos não válidos”. Em todos esses casos, não há uma manifestação de voto com conteúdo válido para fins da deliberação e os votos devem ser desconsiderados da base de votação (cf. art. 129, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações). Nesse sentido, quanto à exclusão dos votos em branco, votos nulos e abstenções do quórum de deliberação, cf., *i.a.*, VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações. Arts. 74 a 136*, v. 2, 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 1953, p. 112; LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas. Comentários à Lei. Arts. 121 a 188*, v. 2. Rio de Janeiro: Renovar. 2009, pp. 125-126; e CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Arts. 75 a 137*, v. 2, 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 920.

611 Cf. art. 129, §1º, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 129. [...] §1º O estatuto da companhia fechada pode aumentar o quorum exigido para certas deliberações, desde que especifique as matérias”. A respeito da previsão de quóruns qualificados em sociedades

Tratando-se de maioria absoluta, é necessário, em princípio, que haja votos favoráveis correspondentes a mais da metade dos votos válidos e não apenas a alocação do maior número de votos em uma chapa ou candidato, entre os elegíveis, ainda que não se atinja a maioria dos votos válidos – o que corresponderia ao quórum de maioria relativa dos votos. Há, nesse particular, manifestação isolada na doutrina de que seria possível, especificamente para o caso de eleições dos administradores, aplicar-se o quórum de deliberação de maioria relativa de votos – isto é, elegem-se aqueles que tiverem o maior número de votos, ainda que não componham a maioria absoluta<sup>612</sup>.

Essa é, a propósito, uma possível dificuldade em companhias sem controlador majoritário, uma vez que os votos podem se distribuir entre diversas chapas ou candidatos sem que qualquer deles supere a metade dos votos válidos<sup>613</sup>. Nas sociedades sem controlador majoritário, essa questão não é específica das eleições de conselheiros de administração e se estende para todas as matérias que admitem aprovação de propostas distintas e concorrentes entre si (por exemplo,

---

anônimas fechadas, vide, i.a., COMPARATO, Fabio Konder. *A Natureza da Sociedade Anônima e a Questão da Derrogabilidade das Regras Legais de Quorum nas Assembléias Gerais e Reuniões do Conselho de Administração*. In COMPARATO, Fabio Konder. *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense. 1981, pp. 123-131.

612 Nesse sentido, ver LACERDA: “*Em tema de eleição para membros da administração convém salientar ser inaplicável o princípio da maioria absoluta, quórum esse exigido para as deliberações que a assembléia geral tenha que tomar (art. 129) e não para eleição, porque, nesse caso, propriamente não há qualquer deliberação da assembléia geral e sim uma escolha que ela faz, dentre seus acionistas, para o exercício das funções de membros do conselho de administração. Sendo assim, eleitos serão aqueles que possuírem maior número de votos*” (*Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Arts. 121 a 165, v. 3*. São Paulo: Saraiva. 1978, p. 154). Ainda que por fundamentos diversos, como discutido neste artigo, caminhamos no mesmo sentido da conclusão de LACERDA quanto à possibilidade de não aplicação do quórum de maioria absoluta, desde que, em nossa opinião, haja previsão no estatuto social sobre o procedimento de votação a ser adotado para a eleição dos conselheiros (desde que, no caso das companhias abertas, não aumente o quórum de deliberação da maioria dos votos válidos proferidos pelos acionistas presentes).

613 Nesse sentido, vide GONZALES, Gustavo Machado. *Notas sobre a Eleição do Conselho de Administração por Meio de Votação Majoritária*. In CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; et al. (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas. Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 1. São Paulo: Quartier Latin. 2021, pp. 444-445.

alterações estatutárias, remuneração dos administradores, destinação do resultado do exercício, etc.)<sup>614</sup>. Sempre que não atingida a maioria aplicável pelos votos proferidos pelos acionistas, a matéria será considerada reprovada pelos acionistas em assembleia geral<sup>615</sup>, o que pode levar a dificuldades na tomada de decisão sobre matérias em que houver a apresentação e votação de diversas propostas concorrentes. A questão é relevante e deverá ser enfrentada no Brasil, especialmente à

---

614 Como esclarece PONTES, em casos em que há mais de duas correntes entre os acionistas presentes, sem que qualquer delas conte com mais de 50% dos presentes, não se forma maioria absoluta e não se pode aprovar a matéria em questão: “Muitas vezes ocorre a divisão dos deliberantes em mais de duas correntes, cada qual sustentada por um grupo. A corrente que nessa hipótese contar com maior número constituirá ‘maioria relativa’. Esta a lei não acolhe. Entretanto, se houver apenas a formação de duas correntes, contando uma com o apoio de metade mais um dos votos presentes, ou mesmo ocorrendo a formação de três ou mais entendimentos, mas contando um com aquela proporção, prevalecerá legalmente este. Em caso contrário, nenhuma deliberação poderá ser tomada, nenhuma corrente ou entendimento prevalecerá” (*Sociedades Anônimas*, v. 2, 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 1957, pp. 91-92). No mesmo sentido, vide VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações*. Arts. 74 a 136, v. 2, 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 1953, p. 113; CUNHA PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da. *Sociedade por Ações*, v. 3. São Paulo: Saraiva. 1973, pp. 77-78; ROBERT, Bruno. *As Assembleias das S/A. Exercício do Direito de Voto, Pedidos Públicos de Procuração e Participação a Distância*. São Paulo: Singular. 2016, p. 125; LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas. Comentários à Lei*. Arts. 121 a 188, v. 2. Rio de Janeiro: Renovar. 2009, pp. 122-123; e CRISTOFARO, Pedro Paulo. *O Empate nas Deliberações das Assembleias Gerais das Companhias*. In VENANCIO FILHO, Alberto; et al. (orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 Anos*. Rio de Janeiro: Forense. 2017, p. 340.

615 Cf., nesse sentido, i.a., ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Da Ação de Desempate no Direito Societário Brasileiro*. In ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Estudos de Direito Societário. Direito Empresarial Contemporâneo 1*. São Paulo: Quartier Latin. 2023, p. 406; e TEPEDINO, Ricardo. *Assembleia Geral*. In LAMY FILHO, Alfredo; e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coords.). *Direito das Companhias*, 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 2017, p. 693.

medida que mais companhias passam a ter estruturas societárias com diversos grupos de minoritários ou sem controlador majoritário<sup>616-617</sup>.

Há, nesse sentido, discussões sobre a possibilidade e os fundamentos que autorizem o estatuto social estabelecer procedimentos de votação para a eleição de conselheiros de administração que não dependam da formação da maioria absoluta de votos. No caso do voto múltiplo, a questão é de simples resolução, uma vez que a lei expressamente reconhece a possibilidade de previsão estatutária deste procedimento, fazendo referência à sua aplicabilidade caso “*esteja ou não previsto no estatuto*” (art. 141, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações), o que é, ademais, compatível, em caráter excepcional, com a natureza e propósitos do voto múltiplo. A questão permanece, contudo, em relação a outros procedimentos

---

616 Uma possibilidade seria a reforma da Lei das Sociedades por Ações, para que a regra geral de quórum passe a ser a “*maioria relativa*” de votos – ou ao menos alguma forma de flexibilização do princípio geral da maioria absoluta atualmente existente na lei –, diante da multiplicidade de matérias que podem contar com mais de duas propostas distintas de deliberação, nas quais é possível que se formem maiorias apenas relativas em favor das deliberações com maior apoio dos acionistas. É o que se tem, por exemplo, em Portugal, onde há regra específica sobre a aplicação da maioria relativa de votos, em caso de eleições de administradores em que há várias propostas de candidatos – elegem-se aqueles que tiverem o maior número de votos, ainda que não representem a maioria absoluta (art. 386º, n.º 2, do Código das Sociedades Comerciais português: “*Art. 386º. [...] 2 – Na deliberação sobre a designação de titulares de órgãos sociais ou de revisores ou sociedades de revisores oficiais de contas, se houver várias propostas, fará vencimento aquela que tiver a seu favor maior número de votos*”). Para as matérias constantes do art. 136 da Lei das Sociedades por Ações, é possível, ainda, a redução de quórum de deliberação por determinação da CVM, em terceira convocação (art. 136, §2º, da Lei das Sociedades por Ações). Para GONZALES, seria razoável a adoção do quórum de maioria relativa de votos, o que, contudo, demandaria a alteração da Lei das Sociedades por Ações (*Notas sobre a Eleição do Conselho de Administração por Meio de Votação Majoritária*. In CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; et al. (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas. Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 1. São Paulo: Quartier Latin. 2021, p. 448). Sobre os sentidos de voto dos acionistas e a possibilidade de desdobramento da aprovação entre as diversas propostas apresentadas à assembleia geral, ver o item 3.1 deste artigo. A análise mais detida desse assunto, que ainda deverá ser enfrentado entre nós, contudo, excede o escopo deste artigo.

617 A respeito do modelo de controle concentrado das companhias brasileiras, ver, por todos, SALOMÃO FILHO, Calixto. *Organização Interna: Estrutura Orgânica Triplíce*. In SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*, 2ª ed. São Paulo: Malheiros. 2002, p. 77; e MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*. São Paulo: Saraiva. 2013, pp. 101-107.

de votação para a eleição dos conselheiros de votação, inclusive procedimentos de votação proporcional que não correspondam ao procedimento de voto múltiplo previsto na lei<sup>618</sup>.

No caso das eleições em separado, a Lei das Sociedades por Ações contém regra expressa sobre o quórum de deliberação e atribui o direito de eleger um candidato em separado à “*maioria dos titulares*” das ações, ordinárias ou preferenciais, que participem do colégio eleitoral em separado (art. 141, §4º). Ainda que a técnica legislativa não seja a mais precisa, por fazer referência à maioria dos “*titulares*” e não de seus “*votos*”, a melhor interpretação é a de que a votação se dá por número de votos, e não por cabeça, entre os minoritários que participarem das eleições em separado, uma vez que, na estrutura das sociedades anônimas, a alocação de direitos econômicos e políticos se dá pela unidade da ação, e não pela pessoa dos acionistas<sup>619-620</sup>. Por não haver referência à qualificação da maioria (absoluta ou relativa) para fins do atingimento do quórum nesse caso, a interpretação mais adequada é a de que basta a maioria relativa de votos em determinado candidato para que haja sua eleição – isto é, elege-se o candidato que tiver maior número de voto entre os presentes, ainda que os referidos votos não correspondam a mais de metade dos votos válidos proferidos<sup>621</sup>, interpretação esta que também se alinha com as finalidades do instituto, também excepcional, da eleição em separado.

---

618 Para a discussão sobre os procedimentos de votação na eleição dos conselheiros de administração, ver o item 2.2 deste artigo.

619 Nesse sentido, ver COMPARATO: “*Em síntese, todo e qualquer direito a ser exercido dentro da companhia é fundado na titularidade de ações. No caso específico do voto, esse direito é, ainda, medido em função do número de ações possuídas*” (*Direito Empresarial. Estudos e Pareceres*. São Paulo: Saraiva. 1995, p. 194).

620 Imprecisão terminológica similar, no regime do Decreto n.º 434/1891, cujo art. 132 referia-se à deliberação por “*maioria dos socios presentes*”, levou a discussões sobre a contagem de votos por cabeça ou por ação, como discute FERREIRA (*Manual do Comerciante*, 2ª ed. São Paulo: Monteiro Lobato & Comp. 1923, p. 68). Sendo a ação a unidade fundamental das sociedades anônimas, o mais adequado é que, não obstante a imprecisão terminológica do atual art. 141, §4º, da Lei das Sociedades por Ações, a contagem de votos se dê por ações (e não por cabeça) entre os minoritários que participarem do colégio em separado.

621 Nesse sentido, vide CARVALHOSA: “[...] *para, então, proclamar o vencedor o representante indicado pela lista que contiver maior número de votos dos ordinaristas*

Em ambos os casos (eleição geral e eleição em separado), portanto, tem-se a regra de deliberação por votação majoritária, embora na eleição geral aplique-se a regra da deliberação por maioria absoluta (art. 129, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações), inclusive para que se assegure a legitimidade da decisão dentro da esfera societária, enquanto na eleição em separado a eleição se dê, em linha com os objetivos da lei para as situações em que se aplica, por maioria relativa entre os participantes do colégio eleitoral em separado (art. 141, §4º, da Lei das Sociedades por Ações)<sup>622</sup>.

---

*minoritários e dos preferencialistas minoritários ou deles em conjunto (§ 5º deste art. 141)” (Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Arts. 138 a 205, v. 3, 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 152). No mesmo sentido, ver LACERDA, José Cândido Sampaio de. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Arts. 121 a 165, v. 3. São Paulo: Saraiva. 1978, p. 155; CARVALHOSA, Modesto Souza Barros; e EIZIRIK, Nelson Laks. A Nova Lei das S/A. São Paulo: Saraiva. 2002, pp. 299-300; PARENTE, Norma Jonssen. Eleição de Membros do Conselho de Administração pelos Acionistas Minoritários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 131. 2003, p. 150; CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. *Comentários ao Art. 141. In COELHO, Fabio Ulhôa (coord). Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Rio de Janeiro: Forense. 2021, p. 795; e EIZIRIK, Nelson Laks. *A Lei das S/A Comentada. Arts. 138 a 205, v. 3, 3ª ed. São Paulo: Quartier Latin*. 2021, p. 50. A CVM já se manifestou no sentido de que a eleição em separado se dá por “maioria simples”, o que pode ser entendido como a eleição do candidato com maior número de votos, ainda que não corresponda à “maioria absoluta” dos votos desse colégio eleitoral maioria (processos CVM RJ2016/4098 e SEI 19957.009411/2017-46, Rel. Gustavo Machado Gonzales, j. 02.04.2019; e processo CVM 19957.006786/2018-35, Rel. Flávia Martins Sant’Ana Perlingeiro, j. 21.01.2020). Em sentido contrário, defendendo a aplicação do quórum de maioria absoluta na eleição em separado, cf. LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas. Comentários à Lei. Arts. 121 a 188, v. 2*. Rio de Janeiro: Renovar. 2009, p. 310; e CAMPINHO, Sérgio. *Curso de Direito Comercial. Sociedade Anônima, 6ª ed. São Paulo: Saraiva. 2022, p. 315*. Embora LUCENA mencione a aplicação do quórum de maioria absoluta na eleição em separado, ao tratar do quórum de deliberação do conselho de administração, conclui se aplicar a maioria simples, por não haver previsão na lei de maioria absoluta (art. 140, inc. IV, da Lei das Sociedades por Ações) (*Das Sociedades Anônimas. Comentários à Lei. Arts. 121 a 188, v. 2*. Rio de Janeiro: Renovar. 2009, p. 299) – fundamento este que suporta a conclusão de aplicação do quórum de maioria simples na eleição em separado, por não ter havido previsão legal de maioria absoluta.*

622 As referências a eleições por votação majoritária neste artigo incluem, de forma indistinta, os procedimentos de eleição em colégio geral (desde que não adotado o procedimento de voto múltiplo) e colégios em separado.

## **2.2 LIBERDADE NA DEFINIÇÃO DOS PROCEDIMENTOS DE VOTAÇÃO EM ELEIÇÕES DE CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO.**

Qualquer que seja o colégio eleitoral (geral ou em separado), e ainda que o quórum de deliberação seja previsto na lei, seja de forma expressa (nas eleições em separado), seja mediante a aplicação da regra geral (na eleição geral), não há previsão legal a respeito do procedimento de votação e de apuração dos votos nas eleições majoritárias dos conselheiros de administração. Não se trata, contudo, de uma particularidade dessa deliberação. A Lei das Sociedades por Ações, salvo, e ainda parcialmente, no que se refere ao procedimento de voto múltiplo, também não detalha os procedimentos de emissão ou de contagem de votos para deliberações de outras matérias<sup>623</sup>.

Nesse particular, deve-se advertir, desde o princípio, que a ausência de detalhamento dos procedimentos de eleição e contagem de votos na lei e a liberdade dada aos acionistas na definição das estruturas não é incompatível com os princípios que orientam a Lei das Sociedades por Ações. A flexibilidade das normas, atribuindo aos acionistas a liberdade de definição das estruturas societárias que entenderem mais adequadas e compatíveis com a realidade econômica de cada sociedade, desde que respeitadas as regras cogentes e alocados adequadamente os direitos, deveres e responsabilidades correspondentes, é coerente com o modelo societário brasileiro, como se nota pelos princípios da Lei das Sociedades por Ações<sup>624</sup> e pelo princípio constitucional da livre iniciativa (art. 170, *caput*, da Constituição Federal<sup>625</sup>), do qual, mais recentemente, derivaram

---

623 Nesse sentido, ver EIZIRIK, Nelson Laks. *A Lei das S/A Comentada. Arts. 80 a 137*, v. 2, 3ª ed. São Paulo: Quartier Latin. 2021, p. 469; ROBERT, Bruno. *As Assembleias das S/A. Exercício do Direito de Voto, Pedidos Públicos de Procuração e Participação a Distância*. São Paulo: Singular. 2016, pp. 134-136; e TEPEDINO, Ricardo. *Assembleia Geral*. In LAMY FILHO, Alfredo; e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coords.). *Direito das Companhias*, 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 2017, p. 690.

624 Ver, *i.a.*, LAMY FILHO, Alfredo. A Reforma da Lei de Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 7. 1972, p. 138.

625 Cf. art. 170, *caput*, da Constituição Federal: “Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos

os princípios de liberdade no exercício das atividades econômicas instituídos pela Lei da Liberdade Econômica<sup>626</sup>, ainda que, em algumas situações, a ausência de regra, ou, sendo o caso, a ausência de práticas ou precedentes consolidados, possam levar a situações de incerteza.

A ausência de regras detalhadas sobre a eleição dos conselheiros, ainda que adequada, como mencionado acima, de fato, leva ao surgimento de diversas questões na prática societária. É o caso, por exemplo, da possibilidade ou não de votação por chapa de

---

*existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: [...]”.*

*626 Cf., i.a., arts. 1º, caput e §1º, e 2º, inc. I, da Lei n.º 13.874/2019: “Art. 1º Fica instituída a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, que estabelece normas de proteção à livre iniciativa e ao livre exercício de atividade econômica e disposições sobre a atuação do Estado como agente normativo e regulador, nos termos do inciso IV do caput do art. 1º, do parágrafo único do art. 170 e do caput do art. 174 da Constituição Federal. §1º O disposto nesta Lei será observado na aplicação e na interpretação do direito civil, empresarial, econômico, urbanístico e do trabalho nas relações jurídicas que se encontrem no seu âmbito de aplicação e na ordenação pública, inclusive sobre exercício das profissões, comércio, juntas comerciais, registros públicos, trânsito, transporte e proteção ao meio ambiente”; e “Art. 2º. São princípios que norteiam o disposto nesta Lei: I - a liberdade como uma garantia no exercício de atividades econômicas”.*

candidatos<sup>627</sup>, da votação aberta ou secreta<sup>628</sup>, da definição da ordem das eleições em cada colégio eleitoral<sup>629</sup>, da possibilidade ou não de se considerar acionistas minoritários ausentes para fins da composição dos percentuais previstos no art. 141 da Lei das Sociedades por Ações<sup>630</sup>, entre outras.

---

627 Ver, a esse respeito, CARVALHOSA, que entende que a votação é sempre individual, ainda que os candidatos componham uma chapa (*Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Arts. 138 a 205*, v. 3, 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 111). A posição do autor é, no entanto, minoritária na doutrina (no mesmo sentido, vide KUYVEN, Luiz Fernando Martins. *Comentários ao Art. 140*. In GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis (coord). *Sociedades. Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. São Paulo: Thomson Reuters. 2024, p. 709). Entende-se, majoritariamente, que é possível a eleição dos conselheiros por meio de votação em chapas – o que também constitui o procedimento usualmente adotado pelas companhias, na prática societária. Nesse sentido, vide, *i.a.*, LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A Adoção do Voto Múltiplo na Substituição de Conselheiros*. In LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Novos Pareceres*. São Paulo: Singular. 2018, p. 507; COELHO, Fabio Ulhôa. *Curso de Direito Comercial. Direito de Empresa*, v. 2, 19ª ed. São Paulo: Saraiva. 2015, p. 247; FRAZÃO, Ana de Oliveira. *Comentários ao Art. 141*. In COELHO, Fabio Ulhôa (coord). *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Rio de Janeiro: Forense. 2021, pp. 782-78; e LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das S.A. Comentada e Anotada*, 7ª ed. São Paulo: Quartier Latin. 2024, p. 592. No mesmo sentido, sobre a possibilidade de eleição por chapas ou uninominal, ver a decisão do Colegiado da CVM no processo CVM SEI 19957.004385/2019-21, Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. 05.11.2019. Entendemos que, nesse aspecto, a posição majoritária é a mais adequada e, não havendo previsão em sentido contrário no estatuto social, é possível a eleição dos conselheiros de administração por chapas ou de forma individual, conforme definido pela assembleia geral.

628 Sobre os procedimentos de deliberação, ressaltando que, mesmo em caso de votação secreta, os votos devem ser divulgados ao final da votação e não podem permanecer anônimos, inclusive para fins de responsabilização do acionista, cf. ROBERT, Bruno. *As Assembleias das S/A. Exercício do Direito de Voto, Pedidos Públicos de Procuração e Participação a Distância*. São Paulo: Singular. 2016, p. 137.

629 Ver, a esse respeito, a decisão do Colegiado da CVM sobre a realização da eleição em separado antes da eleição geral e a impossibilidade de emissão do voto referente a uma mesma ação em ambas as eleições (consulta n.º 3.649/2002, Rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 16.04.2002). Em sentido contrário à decisão da CVM sobre a impossibilidade de duplicação dos votos de uma mesma ação, em cada um dos colégios eleitorais, cf. SOUSA, Pedro Oliva Marcilio de. Eleição de Membros do Conselho de Administração pelos Acionistas Minoritários (Exegese do Inciso I do § 4º do Art. 141 da Lei 6.404/1976). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 126. 2002, pp. 97-99.

630 Sobre o assunto, vide as decisões do Colegiado da CVM sobre a necessidade do efetivo comparecimento dos acionistas minoritários para fins do cômputo dos quóruns dos pedidos de votação em separado previstos no art. 141, §§ 4º e 5, da Lei das Sociedades por Ações (processo CVM RJ2014/4375, Rel. Luciana Pires Dias, j. 07.04.2015; e processo SP2015/0288, Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j.

Essas questões tendem a aumentar sempre que houver efetivas disputas entre acionistas ou grupos de acionistas para a eleição de candidatos ao conselho de administração, seja em eleição geral, seja em eleições em separado. Nas eleições em separado, as disputas ocorrem usualmente entre blocos de minoritários com interesses distintos e acontecem com alguma frequência nas sociedades brasileiras. Nas eleições gerais, de outro lado, havendo um controlador majoritário, as questões tendem a ser reduzidas, uma vez que, independentemente do procedimento adotado, o controlador terá a maioria dos votos e conseguirá eleger os seus candidatos<sup>631</sup>.

Como o modelo societário brasileiro foi, historicamente, marcado pelo controle concentrado das companhias, a eleição geral dos conselheiros, por votação majoritária, não costumou trazer maiores questões e os debates circunscreviam-se, em sua maior parte, às eleições em separado ou a questões relacionadas ao procedimento de voto múltiplo, quando aplicável<sup>632</sup>. Recentemente, com o aumento do número de companhias com mais grupos minoritários relevantes e atuantes ou mesmo sem controlador majoritário no Brasil<sup>633</sup> – ainda

---

21.06.2016). Ver, ainda, EIZIRIK, Nelson Laks. *Votação em Separado para Eleger Membros do Conselho de Administração de Companhia Aberta. Interpretação dos §§ 4º e 5º do Artigo 141 da Lei nº 6.404/1976*. In EIZIRIK, Nelson Laks. *Direito Societário. Estudos e Pareceres*. São Paulo: Quartier Latin. 2015, pp. 61-80.

631 No mesmo sentido, cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A Adoção do Voto Múltiplo na Substituição de Conselheiros*. In LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Novos Pareceres*. São Paulo: Singular. 2018, p. 507; GONZALES, Gustavo Machado. *Notas sobre a Eleição do Conselho de Administração por Meio de Votação Majoritária*. In CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; et al. (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas. Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 1. São Paulo: Quartier Latin. 2021, pp. 434-435; e BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*, 20ª ed. Rio de Janeiro: Atlas. 2024, p. 308.

632 Nesse sentido, ver, *i.a.*, COMPARATO, Fabio Konder; e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 2014, pp. 63-64; e GONZALES, Gustavo Machado. *Notas sobre a Eleição do Conselho de Administração por Meio de Votação Majoritária*. In CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; et al. (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas. Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 1. São Paulo: Quartier Latin. 2021, pp. 437-439.

633 É o caso, por exemplo, das seguintes companhias listadas no Novo Mercado, que não têm controlador majoritário: (i) Vale S.A. (cf. item 6 do formulário de referência 2024, v.11); (ii) B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (cf. item 6 do formulário de referência 2024, v.2); (iii) Lojas Renner S.A. (cf. item 6 do formulário de referência 2024, v.4); (iv)

que de forma muito distante da realidade de outras jurisdições, como Estados Unidos da América<sup>634</sup> –, o procedimento de votação dos conselheiros, em eleição geral, tem gradualmente passado a ser pauta de maior número de debates e avaliado com mais cuidado. Uma das questões, ainda não solucionadas definitivamente no Brasil, é a possibilidade ou não da apresentação de voto negativo (contrário) por acionistas, que é discutida neste artigo.

### **3. A FORMAÇÃO DA VONTADE SOCIAL E OS SENTIDOS DO VOTO DOS ACIONISTAS.**

#### **3.1 O VOTO DOS ACIONISTAS NAS DELIBERAÇÕES SOCIAIS EM GERAL.**

Os acionistas, nas assembleias gerais, podem discutir e deliberar sobre as mais diversas matérias – além das competências previstas em lei e no estatuto social, a assembleia geral pode avocar para si a competência para deliberar sobre qualquer matéria de interesse social (art. 121 da Lei das Sociedades por Ações<sup>635</sup>)<sup>636</sup>. Nas deliberações

---

Embraer S.A. (cf. item 6 do formulário de referência 2024, v.5); e (v) Localiza Rent a Car S.A. (cf. item 6 do formulário de referência 2024, v.6). Dados obtidos nos formulários de referência divulgados pelas companhias, disponíveis no website da CVM ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)), último acesso em 30.10.2024.

634 Para um panorama sobre as eleições de conselheiros em diversas jurisdições, onde os candidatos costumam ser indicados pela própria administração, diferentemente do Brasil (onde a participação dos acionistas ainda é significativa, em razão do modelo concentrado de controle), ver ARMOUR, John; *et al.* *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*. In KRAAKMAN, Reinier; *et al.* *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, 3ª ed. Oxford: Oxford University. 2017, pp. 53-55.

635 Cf. art. 121 da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 121. A assembleia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento”.

636 Em adição às competências da lei e estatutárias, tem-se, ainda, a discussão sobre competências implícitas, a respeito de decisões estruturais na companhia. Sobre o assunto, cf. ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Das Competências Privativas Implícitas da Assembleia de Sócios e Acionistas*. In ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Estudos de Direito Societário. Direito Empresarial Contemporâneo 1*. São Paulo: Quartier Latin. 2023, pp. 336-334; e OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Papel e Competência da Assembleia Geral*

dos acionistas, os possíveis sentidos dos votos dos acionistas podem variar, conforme a natureza das matérias a serem deliberadas, em adição às manifestações, protestos e declarações de voto que podem ser apresentados pelos acionistas na assembleia e que devem ser recebidas e autenticadas pela mesa<sup>637</sup>. Pode-se até mesmo votar pela retirada de determinada matéria da ordem do dia e por sua não deliberação<sup>638</sup>.

Na maioria das matérias, os sentidos de voto dos acionistas usualmente são de “aprovação”, “rejeição” ou um “voto não válido” (abstenção, voto em branco ou voto nulo)<sup>639</sup>. Nessas hipóteses, é comum que a “aprovação” possa se desdobrar em cada uma das diversas propostas concorrentes apresentadas pela administração ou pelos acionistas presentes – o que designamos de deliberação

---

da Sociedade Anônima no Código das Sociedades Comerciais. *Revista de Direito das Sociedades*, v. 14, n. 2. 2022, pp. 179-184.

637 Cf. art. 130, §1º, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 130. [...] § 1º A ata poderá ser lavrada na forma de sumário dos fatos ocorridos, inclusive dissidências e protestos, e conter a transcrição apenas das deliberações tomadas, desde que: a) os documentos ou propostas submetidos à assembleia, assim como as declarações de voto ou dissidência, referidos na ata, sejam numerados seguidamente, autenticados pela mesa e por qualquer acionista que o solicitar, e arquivados na companhia; b) a mesa, a pedido de acionista interessado, autentique exemplar ou cópia de proposta, declaração de voto ou dissidência, ou protesto apresentado.”

638 Em sentido contrário à possibilidade de aprovação da não deliberação de determinada matéria, em situação que houve uma determinação judicial da referida deliberação, vide BULGARELLI, Waldirio. *Deliberar não Deliberar é Deliberar?* In BULGARELLI, Waldirio. *Questões de Direito Societário*. São Paulo: Revista dos Tribunais. 1983, pp. 83-93. Em sentido diverso, de que a deliberação por não tratar de determinada matéria corresponde à sua rejeição, cf. CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro. Dos Comerciantes e seus Auxiliares. Das Sociedades Comerciais (Conclusão)*, v. IV. Rio de Janeiro: Freitas Bastos. 1964, p. 31.

639 Nas companhias abertas, a CVM determina que a ata das assembleias gerais ordinárias e extraordinárias contenha a indicação de quantas aprovações, rejeições e abstenções em cada matéria, além de especificar os votos por candidato, quando houver eleições do conselho de administração ou fiscal, nos termos do art. 22, §5º, e art. 33, §4º, da Resolução CVM 80/2022 (“Art. 22. [...] §5º A ata da assembleia geral ordinária deve indicar quantas aprovações, rejeições e abstenções cada deliberação recebeu, bem como o número de votos conferido a cada candidato, quando houver eleição de membro para o conselho de administração ou para o conselho fiscal”; e “Art. 33. [...] §4º A ata da assembleia geral extraordinária deve indicar quantas aprovações, rejeições e abstenções cada deliberação recebeu, bem como o número de votos conferido a cada candidato, quando houver eleição de membro para o conselho de administração ou para o conselho fiscal”).

não dicotômicas<sup>640</sup> e que não apenas são plenamente possíveis, como também bastante comuns<sup>641</sup>. É o caso, apenas para citar alguns exemplos, de deliberações sobre alterações estatutárias (em que podem ser propostas variadas redações para as previsões a serem alteradas), sobre a remuneração dos administradores (em que podem ser propostos diversos valores, determinados os períodos a serem computados – de janeiro a dezembro, de uma assembleia geral ordinária à assembleia geral ordinária subsequente ou outro período –, especificado o regime de cômputo da remuneração para fins do limite assemblear, se caixa ou competência, escolhido o formato do limite, se global, por órgão ou individual, entre outros critérios), sobre operações de reorganização societária (em que podem ser aprovadas as condições indicadas nos protocolos e justificações submetidos à assembleia ou condições diversas consideradas mais convenientes pela maioria, o que deverá ser refletido nos documentos societários que regulam a operação), entre outras.

A deliberação sobre as demonstrações financeiras e das contas dos administradores oferece ainda mais possibilidades de voto. Nessa

---

640 Essas deliberações são designadas de “*deliberações não binárias*” por CRISTOFARO (*O Empate nas Deliberações das Assembleias Gerais das Companhias*. In VENANCIO FILHO, Alberto; et al. (orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 Anos*. Rio de Janeiro: Forense. 2017, p. 339) e NASCIMENTO (*Assembleias Digitais e Outros Reflexos das Tecnologias nas Assembleias de S/A*. São Paulo: Quartier Latin. 2020, p. 98. Em processo na CVM em que houve a análise da questão do voto negativo, também se usou a expressão “*deliberações binárias*”, em contraposição à deliberação sobre a eleição de conselheiros de administração (Relatório de Análise CVM/SEP/GEA-4 n.º 45/2015 de 15.06.2015, emitido no processo CVM RJ2015/2925). ADAMEK designa essas deliberações de “*complexas*” (*Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros. 2014, p. 193).

641 A ressalva quanto à possibilidade de deliberações dessa natureza parece necessária. Entre nós, CAMPOS BATALHA afirma – em nossa opinião, de forma equivocada – que as matérias deveriam sempre ser colocadas “*de maneira que os votantes não poderão distribuir-se senão no sentido ou da aprovação (votos favoráveis) ou da rejeição (votos contrários)*” (*Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Arts. 106 a 188, v. 2. Rio de Janeiro: Forense. 1977, pp. 617-618). Nessa interpretação, cada proposta concorrente deveria ser colocada em votação em separado uma da outra, em vez de todas em conjunto para que os acionistas pudessem alocar seus votos naquela considerada mais adequada por cada um deles. Essa é, contudo, uma interpretação equivocada da lei, que desconsidera a existência de propostas concorrentes sobre uma mesma matéria e a utilidade de se colocarem todas as alternativas em votação em conjunto, para que cada acionista escolha a que entenda mais aderente aos interesses sociais.

deliberação, a aprovação pode-se desdobrar ainda, em “aprovação” ou “aprovação com ressalvas” (ou “reservas”, para usar o termo empregado pelo art. 134, §3º, da Lei das Sociedades por Ações, ainda que o termo mais usual, na prática societária, seja “ressalvas”). A destinação do resultado do exercício, por sua vez, pode contemplar inúmeras possibilidades, como a distribuição de lucros, constituição de reservas de lucros, destinação para orçamento, capitalização, entre outras. É mais um exemplo de deliberação não dicotômica. A administração prepara as demonstrações financeiras considerando sua proposta para a destinação do resultado, mas essa sugestão pode ser alterada em assembleia, conforme proposta apresentada por qualquer dos presentes – e, sendo essa a única alteração das demonstrações financeiras, sequer é necessária sua republicação (art. 176, §3º, e art. 134, §4º, segunda parte, da Lei das Sociedades por Ações<sup>642</sup>).

Em outras matérias, os sentidos de voto podem ser de “sim”, “não” ou um “voto não válido” (abstenção, voto em branco ou voto nulo) – por exemplo, quanto à lavratura ou não da ata na forma de sumário (art. 130, §1º, da Lei das Sociedades por Ações<sup>643</sup>), à publicação da ata de companhia aberta com omissão das assinaturas dos acionistas presentes (art. 130, §2º, da Lei das Sociedades por Ações<sup>644</sup>), à instalação ou não do conselho fiscal não permanente (art. 161, §2º, da

---

642 Cf. art. 176, §3º, e art. 134, §4º, segunda parte, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 176. [...] §3º As demonstrações financeiras registrarão a destinação dos lucros segundo a proposta dos órgãos da administração, no pressuposto de sua aprovação pela assembleia-geral.”; e “Art. 134. [...] §4º Se a assembleia aprovar as demonstrações financeiras com modificação no montante do lucro do exercício ou no valor das obrigações da companhia, os administradores promoverão, dentro de 30 (trinta) dias, a republicação das demonstrações, com as retificações deliberadas pela assembleia; se a destinação dos lucros proposta pelos órgãos de administração não lograr aprovação (artigo 176, §3º), as modificações introduzidas constarão da ata da assembleia”.

643 Cf. art. 130, §1º, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 130. [...] §1º A ata poderá ser lavrada na forma de sumário dos fatos ocorridos, inclusive dissidências e protestos, e conter a transcrição apenas das deliberações tomadas, desde que: [...]”.

644 Cf. art. 130, §2º, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 130. [...] §2º A assembleia-geral da companhia aberta pode autorizar a publicação de ata com omissão das assinaturas dos acionistas”.

Lei das Sociedades por Ações<sup>645</sup>), entre outras. Essas são, usualmente, as matérias indicadas como “*questões simples*” no formato atual dos boletins de voto à distância disponibilizados pelas companhias abertas – em contraposição às “*deliberações*” dos boletins de voto à distância, em que há aprovações, rejeições ou abstenções<sup>646</sup>.

Em qualquer caso, e independentemente da natureza da matéria posta em deliberação, o que se tem na assembleia geral é o processo de formação da vontade social a respeito das matérias constantes da ordem do dia<sup>647</sup>. Os procedimentos de votação adotados na assembleia são apenas o meio para que os acionistas manifestem-se e, uma vez atingido o quórum aplicável a cada deliberação<sup>648</sup> – seja o quórum geral de maioria absoluta, seja um quórum qualificado, ou, ainda, o percentual de votos necessário ao exercício de determinados direitos coletivos de acionistas, como a instalação de conselho fiscal, eleição em separado de conselheiros de administração, entre outros –, a assembleia geral, enquanto órgão societário, forme a vontade social<sup>649</sup>.

---

645 Cf. art. 161, §2º, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 161. [...] §2º O conselho fiscal, quando o funcionamento não for permanente, será instalado pela assembleia-geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) das ações com direito a voto, ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto, e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembleia-geral ordinária após a sua instalação”.

646 Vide modelo de boletim de voto à distância constante do Anexo M da Resolução CVM n.º 80/2022.

647 Sobre a formação da vontade social, ver, *i.a.*, ASCARELLI, Tullio. *Princípios e Problemas das Sociedades Anônimas*. In ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, 2ª ed. São Paulo: Saraiva. 1969, pp. 343-344; GALGANO, Francesco. *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'Economia. La Società per Azione*, v. 7. Padova: CEDAM. 1984, p. 211; VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações*. Arts. 74 a 136, v. 2, 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 1953, pp. 111-112; PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado. Parte Especial. Direito das Obrigações. Sociedade por Ações*, t. 50. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2012, p. 371; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Arts. 52 a 120, v. 2. São Paulo: Saraiva. 1980, p. 246; e CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Arts. 75 a 137, v. 2, 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 924.

648 A esse respeito, REQUIÃO trata dos quóruns de deliberação como “*mecanismo para a apuração da vontade social*” (*Responsabilidade das Maiorias e Proteção das Minorias nas Sociedades Anônimas*. In REQUIÃO, Rubens. *Aspectos Modernos de Direito Comercial. Estudos e Pareceres*, v. 2. São Paulo: Saraiva. 1980, p. 82).

649 Nesse sentido, vide CORREIA: “*Chama-se deliberação à expressão da vontade de um órgão plural, que corresponde à proposta que obtiver a maioria dos votos, isto é, das*

Ou seja, o que se busca, qualquer que seja o caminho procedimental que se adote na assembleia, desde que cumpridas as formalidades legais e estatutárias – e, por essa razão, como se disse, é adequada a liberdade dada pela lei aos procedimentos de votação nas assembleias –, é a formação mais completa da vontade social quanto às matérias sujeitas à deliberação dos acionistas, para que possa produzir seus efeitos e, se for o caso, exteriorizada perante terceiros, por meio da atuação dos administradores<sup>650</sup>.

### **3.2 O VOTO DOS ACIONISTAS NA ELEIÇÃO DE CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO.**

A deliberação sobre a eleição dos conselheiros de administração pela assembleia geral – em especial, a eleição geral para a composição do conselho para um novo mandato, e não apenas a substituição de um ou mais conselheiros para o mandato em curso, e as eleições em separado de candidatos indicados pelos minoritários –, por sua vez, traz particularidades e questões adicionais em relação a outras matérias<sup>651-652</sup>. Em caso de eleição de membros do conselho para um novo mandato, deve-se, inicialmente, determinar o número de candidatos a serem eleitos, dentro dos limites estatutários e legais, se não for pré-fixado no estatuto social (art. 140, *caput* e inc. I, da

---

*declarações dos membros do órgão” (Os Administradores de Sociedades Anônimas. Coimbra: Almedina. 1993, p. 425).*

650 A esse respeito, ver ASCARELLI, Tullio. *Vícios das Deliberações Assembleais – Direitos Individuais dos Acionistas – Prescrição*. In ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, 2ª ed. São Paulo: Saraiva. 1969, pp. 370-372.

651 No mesmo sentido, identificando especificidades na deliberação sobre a eleição de administradores, cf. CORREIA, Luís Brito. *Os Administradores de Sociedades Anônimas*. Coimbra: Almedina. 1993, pp. 446-447.

652 A eleição de diretores (caso não haja conselho de administração) e de conselheiros fiscais pela assembleia geral pode apresentar questões equivalentes. Tratamos, neste artigo, no entanto, apenas da eleição de conselheiros de administração, ainda que as discussões possam se estender aos procedimentos de eleição de outros órgãos sociais.

Lei das Sociedades por Ações<sup>653</sup>)<sup>654</sup>. Uma vez estabelecido o número de integrantes do conselho de administração a serem eleitos – ou determinadas as vagas a serem substituídas, no mandato em curso –, os conselheiros devem ser eleitos entre os candidatos elegíveis, apresentados pela administração ou pelos acionistas presentes, seja no colégio geral, seja nos colégios em separado de acionistas minoritários.

O procedimento de manifestação do voto e eleição dos candidatos, como tratado anteriormente, não foi determinado ou detalhado pela lei, exceto em caso de aplicação do voto múltiplo, em que as balizas do procedimento estão previstas no art. 141, *caput* e §§1º, 2º e 3º, da Lei das Sociedades por Ações. Ainda que não haja previsão legal, para que os acionistas possam votar e sejam determinados os candidatos eleitos nas eleições majoritárias (em colégio geral ou em separado), é necessário seguir-se algum tipo de procedimento em que os votos sejam manifestados e computados e, após a apuração dos resultados, sejam determinados os conselheiros eleitos pelo voto da maioria.

O procedimento de votação e de eleição dos conselheiros de administração pode estar previsto no estatuto social. Na omissão do estatuto social – o que é comum no Brasil –, os acionistas reunidos em assembleia geral podem, por maioria, aprovar o procedimento a ser aplicado na eleição dos conselheiros de administração, desde que sejam observadas as regras legais e estatutárias aplicáveis<sup>655</sup>, inclusive

---

653 Cf. art. 140, *caput* e inc. I, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 140. O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembleia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer: I – o número de conselheiros, ou o máximo e o mínimo permitidos, e o processo de escolha e substituição do presidente do conselho pela assembleia ou pelo próprio conselho”.

654 A CVM determina, para as companhias abertas, que a definição do número de membros do conselho de administração seja deliberada em assembleia geral e preceda sempre a eleição de seus membros (cf. decisão do Colegiado da CVM nos processos CVM RJ2013/4386 e RJ2013/4607, Rel. Luciana Pires Dias, j. 04.11.2014; e decisão do Colegiado da CVM no processo SP2016/0245, Rel. SEP, j. 26.02.2019).

655 Esta é a conclusão tradicional em nosso direito, como se nota desde CARVALHO DE MENDONÇA: “A manifestação dos votos pode ser por aclamação ou pela elevação das mãos, pelo pôr-se de pé, pela chamada nominal ou por escrutínio secreto. [...] Na falta de disposição nos estatutos, a assembleia resolve conforme o caso” (*Tratado de Direito Comercial Brasileiro*).

com respeito ao quórum de deliberação aplicável, como discutido acima. Em geral, a administração ou a mesa assemblear propõe um procedimento e, em caso de controvérsia, a matéria pode ser colocada em votação pelos acionistas presentes<sup>656</sup>.

No esquema de votação usualmente aplicado na prática societária, no Brasil, há dois procedimentos de votação mais comuns adotados nas eleições gerais dos conselhos de administração das companhias. O primeiro deles é a *votação por chapas*, em que uma ou mais chapas ou listas compostas por integrantes para todas as vagas podem ser votadas. O segundo é a *votação nome a nome* dos candidatos (também designada de *votação uninominal*), em que há uma eleição individual, por maioria, para cada vaga do conselho de administração – nesse caso, como há uma eleição por vaga, não se admite a cumulação de votos em um mesmo candidato, ao contrário do que ocorre quando da aplicação do voto múltiplo<sup>657</sup>. Uma alternativa ao procedimento de votação uninominal cargo a cargo é a eleição de todos os cargos simultaneamente, com a possibilidade de votação ou reprovação de cada candidato pelos acionistas<sup>658</sup>. O procedimento mais usual nas

---

*Dos Comerciantes e seus Auxiliares. Das Sociedades Comerciais (Conclusão)*, v. IV. Rio de Janeiro: Freitas Bastos. 1964, pp. 31-32).

656 Nesse sentido, cf., *i.a.*, GONZALES, Gustavo Machado. *Notas sobre a Eleição do Conselho de Administração por Meio de Votação Majoritária*. In CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; et al. (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas. Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 1. São Paulo: Quartier Latin. 2021, pp. 447-448; e ROBERT, Bruno. *As Assembleias das S/A. Exercício do Direito de Voto, Pedidos Públicos de Procuração e Participação a Distância*. São Paulo: Singular. 2016, p. 403.

657 Para a discussão sobre os procedimentos de eleição por chapa e nome a nome, vide GONZALES, Gustavo Machado. *Notas sobre a Eleição do Conselho de Administração por Meio de Votação Majoritária*. In CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; et al. (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas. Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 1. São Paulo: Quartier Latin. 2021, pp. 435-437.

658 Esse procedimento de votação teve sua implementação pretendida pela Vale, em discussão que originou o processo CVM SEI 19957.001043/2021-74, em que houve manifestação contrária da área técnica (Relatório de Análise CVM/SEP/GEA-4 n.º 12/2021 de 01.03.2021). Naquele caso, a companhia desistiu de levar a alteração estatutária adiante, após as discussões na CVM e por agentes de mercado. Entendemos, de toda a forma, que o procedimento seria lícito e compatível com a Lei das Sociedades por Ações. No sentido da licitude da alteração estatutária proposta pela Vale, cf. GONZALES, Gustavo Machado. *Novas Considerações sobre a Eleição Majoritária para o Conselho de Administração: o Caso Vale*. *Revista de Direito das*

sociedades anônimas brasileiras é o de *votação por chapas*, com todos os candidatos para os cargos a serem preenchidos pela deliberação do colégio eleitoral geral sendo votados simultaneamente<sup>659</sup>. Nas eleições em separado, a votação é equivalente à votação nome a nome, mas apenas para a vaga a ser preenchida pelos minoritários. Nada impede, contudo, que haja outros procedimentos de votação para os candidatos ao conselho de administração, desde que observadas as regras previstas na Lei das Sociedades por Ações.

Nesse particular, coloca-se a questão sobre a possibilidade – e, em caso positivo, a adequação – de os estatutos sociais das companhias brasileiras preverem procedimentos de votação proporcional. Nesses procedimentos, é possível que os votos dos acionistas sejam distribuídos entre os candidatos (em chapas, listas ou de forma individual) e consideram-se eleitos aqueles que congregarem o maior número de votos recebidos, por meio dos mecanismos de alocação de votos estabelecidos no procedimento, ainda que não componham a

---

*Sociedades e dos Valores Mobiliários. Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis nº 6.385 e 6.404, v. 2. 2021, pp. 79-80.*

659 Nesse sentido, vide, *i.a.*, LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das S.A. Comentada e Anotada*, 7ª ed. São Paulo: Quartier Latin. 2024, p. 592; LEÃO JR., Luciano de Souza. *Conselho de Administração e Diretoria*. In LAMY FILHO, Alfredo; e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coords.). *Direito das Companhias*, 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 2017, p. 753; e CAMPINHO, Sérgio. *Curso de Direito Comercial. Sociedade Anônima*, 6ª ed. São Paulo: Saraiva. 2022, p. 311. No mesmo sentido, em Portugal, cf. CORREIA, Luís Brito. *Os Administradores de Sociedades Anónimas*. Coimbra: Almedina. 1993, p. 447. Para levantamento sobre o formato de votação em companhias abertas, identificando a predominância de votação por chapas, cf. GONZALES, Gustavo Machado. *Notas sobre a Eleição do Conselho de Administração por Meio de Votação Majoritária*. In CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; et al. (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas. Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 1. São Paulo: Quartier Latin. 2021, pp. 449-451.

maioria absoluta dos votos proferidos na assembleia<sup>660</sup> – ou seja, tem-se um quórum de deliberação de *maioria relativa* de votos<sup>661</sup>.

O voto múltiplo é uma das espécies desses procedimentos, em que os votos de cada ação são multiplicados pelos cargos a serem eleitos e, cumulativamente, os votos podem ser alocados em um ou mais candidatos. Há, de toda a forma, outros procedimentos de votação proporcional, em que os votos por ação não são multiplicados,

---

660 Discute-se se a previsão do art. 140, inc. II, da Lei das Sociedades por Ações, pela qual o estatuto social deve estabelecer “*o modo de substituição dos conselheiros*”, pode ser fundamento também para que as previsões estatutárias também se apliquem aos procedimentos de eleição de conselheiros de administração, ao término dos mandados (e não apenas para preenchimento de cargos vagos no curso do mandato), uma vez que, nesse caso, ocorre a substituição dos conselheiros, da mesma forma que em outras hipóteses de vacância. Destaca-se, ainda, que a lei trata da substituição de um ou mais membros do conselho de administração, para o mandato em curso ou para um novo mandato (em caso da vacância da maioria ou de todos os cargos) e da prorrogação do mandato dos membros empossados no mesmo dispositivo legal, sob o título “*Substituição e Término de Gestão*” (art. 150 da Lei das Sociedades por Ações).

661 Nesse sentido, ver CIOCCA, que, tratando do procedimento de *votação por listas* na Itália, reconhece a substituição do quórum de deliberação de maioria absoluta pela maioria relativa (*Il Voto di Lista nelle Società per Azioni*. Milano: Giuffrè. 2018, pp. 136-137 e 154).

embora possam ser alocados em um ou mais candidatos (em chapas, listas ou de forma individual)<sup>662\_663\_664</sup>.

No Brasil, considerando que o quórum de deliberação sobre a eleição dos administradores é a maioria absoluta de votos válidos proferidos na deliberação (art. 129, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações), os procedimentos de votação proporcional não seriam, em princípio, possíveis, exceto em caso de previsão estatutária do

---

662 A alocação de votos em candidatos distintos constitui uma das hipóteses admitidas de votos divergentes proferidos pelo mesmo acionista. Para a discussão sobre votos divergentes, no Brasil, cf. RIBEIRO, Renato Ventura. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin. 2009, pp. 273-278 e 285-286.

663 Um dos possíveis procedimentos de votação proporcional é a votação por listas, de adoção obrigatória pelas companhias abertas na Itália (art. 147-ter(1), do *Testo Unico delle Disposizioni in Materia di Intermediazione Finanziaria*) e que também pode ser adotado por companhias fechadas, diante de autorização legal à previsão estatutária de procedimentos especiais para a eleição de administradores (art. 2.368(1), parte final, do *Codice Civile* italiano). Por esse procedimento, são postas em votação listas de candidatos ao conselho de administração (enumerados em determinada ordem, em cada lista) e, ao final, os votos atribuídos a cada lista são alocados aos candidatos na ordem em que foram incluídos nas listas, sendo eleitos aqueles que receberem maior número de votos (ainda que os votos não constituam a maioria absoluta), de acordo com procedimentos e mecanismos previstos no estatuto social de cada sociedade – um procedimento usual é a divisão dos votos de cada lista progressivamente por números inteiros, até o total de membros a serem eleitos, e a alocação do quociente de cada divisão aos candidatos da lista, na ordem que foram indicados, sendo considerados os candidatos com maior número de votos no total. No caso de companhias abertas, há a reserva de determinadas vagas a candidatos indicados por minoritários. A respeito da votação por listas, cf., *i.a.*, RICHTER JR., Mario Stella. Voto di Lista per la Elezione delle Cariche Sociali e Legittimazione dell’Organo Amministrativo alla Presentazione di Candidati. *Rivista di Diritto Societario*, v. 4. 2007, pp. 1-13; ALVARO, Simone; MOLLO, Giovanni; e SICILIANO, Giovanni. Il Voto di Lista per la Rappresentanza di Azionisti di Minoranza nell’Organo di Amministrazione delle Società Quotate. *Quaderni Giuridici CONSOB*, v. 1. 2012; e CIOCCA, Nicoletta. *Il Voto di Lista nelle Società per Azioni*. Milano: Giuffrè. 2018, pp. 118-128.

664 Sobre diversos procedimentos de votação existentes nos Estados Unidos da América, ver COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS (CII). *FAQ: Majority Voting for Directors*. 2017. No *Model Business Corporation Act* (MBCA), modelo de lei societária adotado pela maioria dos Estados americanos, admite-se expressamente a possibilidade e a validade de votos negativos (contrários) na eleição de conselheiros de administração, cf. art. 10.22(a) do MBCA, conforme atualizado em 05.04.2024, e respectivo comentário oficial: “*Section 10.22(a) specifically contemplates that a corporate ballot for the election of directors would provide for ‘against’ votes. Although there is no prohibition in the Act against a corporation offering shareholders the opportunity to vote ‘against’ candidates at any time, unless the corporation elects to be governed by section 10.22 or the articles of incorporation*”.

voto múltiplo, expressamente admitido por lei. Tais procedimentos, ainda que aplicados, possivelmente não teriam utilidade prática em relação ao procedimento de votação majoritário (por chapas ou nome a nome), já que a eleição dos candidatos dependeria, em qualquer caso, da formação da maioria absoluta de votos. A exceção existiria apenas para o procedimento de voto múltiplo, em que a própria lei reconhece a possibilidade de previsão no estatuto social, ao se referir à sua aplicação “*esteja ou não previsto no estatuto*” (art. 141 da Lei das Sociedades por Ações)<sup>665</sup>.

---

665 Diante da possível interpretação do art. 140, inc. II, da Lei das Sociedades por Ações, tratada acima, e do princípio de liberdade dos acionistas na definição das normas estatutárias, discute-se a possibilidade de previsão estatutária de procedimentos de votação proporcional que não apliquem o quórum de maioria absoluta de votos válidos dos acionistas presentes (art. 129, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações). Há, nesse sentido, manifestações favoráveis da doutrina quanto à possibilidade de previsão de procedimentos de votação proporcional para a eleição dos administradores nos estatutos sociais, desde o regime do Decreto-Lei n.º 2.627/1940, que também continha regra geral de deliberação por “*maioria absoluta*” de votos (art. 94 do Decreto-Lei n.º 2.627/1940), que seria excetuada para esta deliberação específica. Ver, nesse sentido, no regime do Decreto-Lei n.º 2.627/1940, VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações. Arts. 74 a 136*, v. 2, 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 1953, p. 286; PONTES, Aloysio Lopes. *Sociedades Anônimas*, v. 2, 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 1957, p. 133; e GUIMARÃES, Ruy Carneiro. *Sociedades por Ações. Notas de Doutrina e Jurisprudência. Arts. 116 a 180 – Formulário – Legislação*, v. 3. Rio de Janeiro: Forense. 1960, p. 39; e, no regime da atual Lei das Sociedades por Ações, cf. COELHO, Fabio Ulhôa. *Curso de Direito Comercial. Direito de Empresa*, v. 2, 19ª ed. São Paulo: Saraiva. 2015, p. 246; e CAMPINHO, Sérgio. *Curso de Direito Comercial. Sociedade Anônima*, 6ª ed. São Paulo: Saraiva. 2022, p. 311. GONZALES, de outro lado, entende que, embora desejável, a possibilidade de previsão de procedimentos de votação proporcional, com a flexibilização do quórum de deliberação – para maioria relativa –, embora desejável, demandaria a alteração da legislação em vigor (*Notas sobre a Eleição do Conselho de Administração por Meio de Votação Majoritária*. In CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; et al. (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas. Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 1. São Paulo: Quartier Latin. 2021, p. 448). Em outras jurisdições, a questão é mais simples e há expressa previsão de votação proporcional, como é o caso da Espanha (art. 243, da *Ley de Sociedades de Capital* espanhola), ou de aplicação de quórum de maioria relativa de votos nas eleições de conselheiros de administração, como é o caso de Portugal (art. 386º, n.º 2, do Código das Sociedades Comerciais português). A discussão, embora relevante e necessária para o desenvolvimento de nosso Direito Societário, excede o escopo deste artigo.

#### 4. A QUESTÃO DO VOTO NEGATIVO (CONTRÁRIO) NA ELEIÇÃO DOS CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO.

Nas eleições de conselheiros de administração, qualquer que seja o procedimento adotado – eleições por chapa, eleições individuais ou outro procedimento, no colégio geral ou nos colégios em separado –, coloca-se a questão sobre quais são os possíveis sentidos de voto dos acionistas e sobre a admissibilidade ou não do voto negativo. Os acionistas, nesses casos, podem apenas escolher entre votar em favor de alguma chapa ou candidato ou abster-se? Ou podem também votar *contra* as chapas ou candidatos submetidos à deliberação? E, caso seja admitido o voto contrário, como se deve computar o quórum de deliberação e definir os candidatos eleitos nessa hipótese?

O voto contrário a alguma chapa ou a algum candidato, nos procedimentos de eleição de conselheiros de administração por votação majoritária (em colégio eleitoral geral ou em separado) é o que se tem designado de “*voto negativo*” na discussão desse assunto. Como se trata de um voto contrário à eleição de determinados candidatos, a expressão mais adequada parece ser simplesmente de “*voto contrário*”, como usualmente designada esta categoria de votos nas demais deliberações societárias<sup>666</sup>, inclusive para que não se confunda com outro fenômeno relevante nos estudos das desnaturações do exercício

---

666 A expressão “*voto negativo*”, com o sentido de voto contrário à eleição de conselheiros de administração, foi usada nos precedentes da CVM que trataram da questão (processos CVM RJ2015/2925, SEI 19957.001043/2021-74 e SEI 19957.004239/2022-00) e em matérias relacionadas a eles (ver, *i.a.*, EIZIRIK, Nelson Laks; e ARAGÃO, Paulo Cezar. Estatuto da Vale: Legalidade e Inovação. *Valor Econômico*. 09.02.2021; e RENTERIA, Pablo Waldemar. O Debate ainda por vir do Voto Negativo nas Eleições de Conselheiros. *Capital Aberto*. 16.04.2021). PARENTE, ao relatar o processo administrativo da CVM envolvendo a Vale, usa a expressão “*voto negativo*” (*Mercado de Capitais*. In CARVALHOSA, Modesto Souza Barros (coord.). *Tratado de Direito Empresarial*, v. 6, 3ª ed. São Paulo: Thomson Reuters. 2022, pp. 457-458). GONZALES, ao tratar do assunto, usa apenas as expressões “*voto contra*” e “*voto contrário*” (*Notas sobre a Eleição do Conselho de Administração por Meio de Votação Majoritária*. In CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; et al. (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas. Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 1. São Paulo: Quartier Latin. 2021, pp. 446-448; e Novas Considerações sobre a Eleição Majoritária para o Conselho de Administração: o Caso Vale. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis nº 6.385 e 6.404*, v. 2. 2021, pp. 74-79).

do direito de voto<sup>667</sup>. Ambas as expressões – *voto negativo* e *voto contrário* – são, de toda a forma, admissíveis e podem ser usadas na discussão do assunto.

Nas deliberações societárias, em geral, não se tem dúvida quanto à possibilidade de um acionista aprovar ou rejeitar determinada matéria ou proposta colocada em votação. O esquema tradicional de votação inclui a possibilidade de votos favoráveis e contrários – sem a necessidade de apresentação de uma proposta alternativa pelo acionista discordante –, além dos votos não válidos em geral (brancos, nulos ou abstenções). A partir dos votos proferidos, verifica-se o atingimento ou não do quórum de deliberação e a aprovação ou não da matéria pela assembleia geral.

A eleição de conselheiros de administração, como uma das espécies do gênero das deliberações assembleares, deveria estar sujeita, em princípio, ao mesmo tratamento das demais matérias submetidas à assembleia geral. Ou seja, os acionistas deveriam poder votar em favor de um ou outro candidato ou chapa, conforme o procedimento de votação, ou, ainda, votar contrariamente à eleição dos candidatos submetidos à deliberação – sem que tenham que, necessariamente, apresentar candidatos alternativos para que possam rejeitar os candidatos em votação.

Embora essa seja a conclusão mais natural, foram trazidas ao debate jurídico no Brasil controvérsias quanto à efetiva possibilidade de emissão de voto contrário à eleição de conselheiros de administração pelos acionistas, em colégio geral ou em separado. A questão surgiu

---

667 O esclarecimento é necessário, já que a expressão “*voto negativo*” (“*negative voting*”) também é usada para designar o voto de acionistas que, embora sejam formalmente titulares de ações (e votos), têm interesses econômicos negativos na companhia de que participam, em razão de derivativos ou estruturas equivalentes de transferência do interesse econômico a terceiros. Sobre o assunto, vide COHEN, Jonathan. *Negative Voting: Why it Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent It*. *Harvard Journal on Legislation*, Cambridge, v. 45, n. 1. 2008, pp. 237-258; e, no Brasil, ROBERT, Bruno. *As Assembleias das S/A. Exercício do Direito de Voto, Pedidos Públicos de Procuração e Participação a Distância*. São Paulo: Singular. 2016, pp. 56-59; e BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. *Empty Voting e Hidden (Morphable) Ownership: os Novos Mecanismos de Dissociação dos Direitos Patrimoniais e Políticos dos Acionistas*. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*, v. 114. 2019, p. 411.

recentemente, em discussões envolvendo companhias abertas levadas ao conhecimento da CVM nos anos de 2015, 2021 e 2022 – ainda que o Colegiado da CVM não tenha se manifestado sobre o assunto nos processos, de forma definitiva<sup>668</sup> – e contou, até o momento, apenas com análise pontual na doutrina, em sentido favorável à possibilidade de emissão de votos contrários nas eleições de conselheiros de administração<sup>669</sup>.

A questão é relevante, especialmente diante do fato de que o número de companhias brasileiras com grupos minoritários distintos ou sem controlador majoritário tem aumentado gradualmente, o que pode propiciar mais discussões a respeito das eleições de candidatos

---

668 Para a análise dos processos administrativos na CVM que envolveram questões relacionadas ao voto negativo, ver o item 4.3 deste artigo.

669 Tem-se conhecimento apenas de três estudos em que há a discussão desse assunto: GONZALES, Gustavo Machado. *Notas sobre a Eleição do Conselho de Administração por Meio de Votação Majoritária*. In CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; et al. (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas. Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 1. São Paulo: Quartier Latin. 2021, pp. 446-448 (trata-se de uma seção inserida em análise mais ampla sobre quóruns de deliberação em votações majoritárias na eleição de conselheiros de administração); *Idem*. *Novas Considerações sobre a Eleição Majoritária para o Conselho de Administração: o Caso Vale*. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis nº6.385 e 6.404*, v. 2. 2021, pp. 55-80 (em que se discute a questão a partir da análise da alteração estatutária proposta pela Vale); e PARENTE, Norma Jonssen *Mercado de Capitais*. In CARVALHOSA, Modesto Souza Barros (coord.). *Tratado de Direito Empresarial*, v. 6, 3ª ed. São Paulo: Thomson Reuters. 2022, pp. 457-458 (relatando brevemente o processo administrativo envolvendo a alteração estatutária proposta pela Vale, sem emitir opinião sobre a validade ou não do voto negativo).

ao conselho de administração<sup>670-671</sup>. Há argumentos favoráveis e contrários à possibilidade de manifestação do voto contrário à eleição de conselheiros de administração, que serão tratados com mais detalhes abaixo, seguidos por nossa proposta de encaminhamento da questão no Direito brasileiro<sup>672</sup>.

#### **4.1 ARGUMENTOS FAVORÁVEIS À VALIDADE DO VOTO NEGATIVO (CONTRÁRIO) NA ELEIÇÃO DE CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO.**

Há, ao menos, sete argumentos favoráveis à possibilidade e validade de votos negativos na eleição de conselheiros de administração,

---

670 O surgimento de questões jurídicas, a partir do desenvolvimento da realidade econômica, não é em nada nova para o Direito Empresarial e, em particular, o Direito Societário. Nesse sentido, sobre o desenvolvimento das sociedades anônimas, ver COSTA: “Sabemos, como coisa elementar que é, que as instituições não surgem subitamente no seio das coletividades como coisas inesperadas; com elas ocorre um processo lento de formação e desenvolvimento, cujas fases podem ser reveladas pela análise histórica” (Algumas Novidades Jurídicas Sobre Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 1-4. 1959, p. 37). No mesmo sentido, ver FORGIONI, que esclarece: “A história das sociedades comerciais – dizia-o Sylvio Marcondes – corresponde à evolução da satisfação jurídica das necessidades econômicas” (A Unicidade do Regramento Jurídico das Sociedades Limitadas e o Art. 1.053 do Código Civil. *Usos e Costumes e Regência Supletiva*. In ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros. 2011, p. 223).

671 No mesmo sentido, a respeito de possíveis dificuldades na eleição de conselheiros de administração em sociedades sem controlador majoritário, cf. GONZALES, Gustavo Machado. *Notas sobre a Eleição do Conselho de Administração por Meio de Votação Majoritária*. In CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; et al. (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas. Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 1. São Paulo: Quartier Latin. 2021, pp. 444-445.

672 Não tratamos, neste artigo, do voto contrário no procedimento de eleição de conselheiros por voto múltiplo. Nesse procedimento, a lei prevê a multiplicação dos votos de cada ação (tantos quantos forem os cargos a serem preenchidos) e as duas alternativas dadas aos acionistas, envolvendo a atribuição do voto a um ou mais candidatos ao conselho: “cumular os votos em um só candidato ou distribuí-los entre vários” (art. 141, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações). Em sentido contrário à possibilidade do voto negativo em procedimento de voto múltiplo, cf. GONZALEZ, Gustavo Machado. *Novas Considerações sobre a Eleição Majoritária para o Conselho de Administração: o Caso Vale*. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis n° 6.385 e 6.404*, v. 2. 2021, p. 75. A discussão sobre a possibilidade ou não de extensão do voto negativo ao procedimento de voto múltiplo, contudo, excede o escopo deste artigo.

que devem ser computados para fins da apuração do quórum de deliberação sobre essa matéria. Esses fundamentos aplicam-se, cabe o esclarecimento, independentemente de previsão estatutária ou não a respeito do voto contrário nas eleições dos conselheiros, decorrendo do próprio sistema da Lei das Sociedades por Ações.

O primeiro argumento é de que as deliberações societárias, em regra, admitem votos favoráveis e contrários, e a eleição dos conselheiros de administração nada mais é do que uma deliberação societária<sup>673</sup>. Esse é o esquema usual de votação, refletido nas regras que estabelecem as maiorias aplicáveis à eleição dos conselheiros de administração tanto em colégio geral quanto em colégios em separado e em todo o sistema da Lei das Sociedades por Ações<sup>674</sup>. Por meio da comparação dos votos favoráveis e dos votos contrários, pode-se verificar se foi atingido o quórum de deliberação exigido para a matéria sendo deliberada<sup>675-676</sup>. O desvio da regra geral de votação para essa matéria, de forma a proibir que os acionistas rejeitem, pura e simplesmente, os candidatos ao conselho de administração, dependeria de alguma previsão legal que pudesse justificar o tratamento diferenciado nessa

---

673 Nesse sentido, cf. MENEZES CORDEIRO: “O voto será, tecnicamente, a recusa ou a aceitação de uma proposta de deliberação” (SA: Assembleia Geral e Deliberações Sociais. Coimbra: Almedina. 2009, p. 149).

674 No boletim de voto a distância aplicável nas companhias abertas, a CVM incluiu a possibilidade de voto contrário a uma chapa de candidatos (em votação com apenas uma chapa no colégio geral) e a um ou mais candidatos (em votação individual no colégio geral e votação nos colégios em separado) (itens 12, 14, 17 e 19 do boletim de voto a distância, conforme Anexo M da Resolução CVM 81/2022).

675 Vide, por todos, os comentários de CARVALHO DE MENDONÇA, sobre a deliberação social a partir da comparação dos votos favoráveis e contrários (*Tratado de Direito Comercial Brasileiro. Dos Comerciantes e seus Auxiliares. Das Sociedades Comerciais (Conclusão)*, v. IV. Rio de Janeiro: Freitas Bastos. 1964, p. 27). No mesmo sentido, GUERREIRO designa a “preponderância decisória da maioria, computada aritmeticamente nas deliberações de assembléia geral” como “regra-chave do funcionamento da sociedade anônima” (*Direito das Minorias na Sociedade Anônima. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 63. 1983, p. 108).

676 Nesse sentido, como discutido acima, as atas das assembleias gerais ordinárias e extraordinárias das companhias abertas devem conter a indicação de quantas aprovações, rejeições e abstenções houve em cada matéria, além de especificar os votos por candidato, quando houver eleições de conselheiros de administração ou fiscal (art. 22, §5º, e art. 33, §4º, da Resolução CVM 80/2022. Para mais detalhes sobre o sentido do voto dos acionistas nas deliberações em geral, ver o item 3.1 deste artigo.

hipótese<sup>677</sup>. Não há, contudo, regra alguma nesse sentido, expressa ou implícita, na Lei das Sociedades por Ações<sup>678-679</sup>.

O segundo argumento é de que os acionistas têm o direito de se manifestar e votar nas matérias constantes da ordem do dia livremente, da forma como entenderem mais adequado<sup>680</sup> – observado, naturalmente, o interesse social (art. 115, *caput*, primeira

---

677 Ressalta-se que, como se trata de um desvio da regra geral de votação, que admite votos favoráveis e contrários, seria necessária previsão expressa a esse respeito, e não o contrário (ou seja, a previsão expressa da possibilidade de voto negativo no caso específico da eleição dos conselheiros de administração).

678 Nesse sentido, o COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS (CII) resume que a definição de votação majoritária para os conselheiros de administração, da mesma forma que quaisquer outras deliberações, correspondem àquelas em que se elegem os candidatos com mais votos favoráveis do que contrários: “[...] *majority voting when they require nominees to receive more “for” votes than “against” votes to be elected (or re-elected) to the board*” (FAQ: *Majority Voting for Directors*. 2017).

679 Sobre esse argumento, ver GONZALES, Gustavo Machado. *Notas sobre a Eleição do Conselho de Administração por Meio de Votação Majoritária*. In CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; et al. (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas. Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 1. São Paulo: Quartier Latin. 2021, p. 446; e *Idem*. *Novas Considerações sobre a Eleição Majoritária para o Conselho de Administração: o Caso Vale*. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis nº 6.385 e 6.404*, v. 2. 2021, pp. 74-75. Nesse sentido, cf. voto do Dir. Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo no processo CVM SEI 19957.004239/2022-00, j. 05.12.2023: “*Como se sabe, vigora no Direito Societário (ramo do Direito privado) o princípio da legalidade em sentido amplo, fundamentado na autonomia da vontade, de modo que os indivíduos podem fazer tudo aquilo que não for proibido em lei. Assim, o silêncio legislativo ou normativo não deve, por si só, ser interpretado como proibição*”. No mesmo sentido, os pareceres de Paulo Cezar Aragão e de Nelson Laks Eizirik et al. juntados no processo CVM SEI 19957.001043/2021-74 (fls. 259-263 e 264-271, respectivamente) indicaram a inexistência de vedação legal à manifestação de voto contrário na eleição de conselheiros de administração. O parecer de Pablo Waldemar Renteria juntado no processo SEI 19957.004239/2022-00 (fls. 255-294) também apresenta a mesma conclusão, indicando que o “*voto negativo é inerente ao direito de voto, sendo uma de suas manifestações elementares*”.

680 Nesse sentido, cf. EIRIZIK: “*O exercício do direito de voto não se dá unicamente pela manifestação monossilábica do ‘sim’ ou ‘não’*” (*A Lei das S/A Comentada*. Arts. 80 a 137, v. 2, 3ª ed. São Paulo: Quartier Latin. 2021, pp. 207-208). COZIAN e VIANDIER atribuem à liberdade do voto a qualidade de “*dogma*”: “*Au dogme du droit de participer s’ajoute celui de la liberté du vote*” (COZIAN, Maurice; e VIANDIER, Alain. *Droit des Sociétés*, 10ª ed. Paris: Litec. 1997, p. 295). No mesmo sentido, LEDOUX registra que a ideia de liberdade no exercício do direito de voto é tão antiga quanto o próprio direito de voto dos acionistas (*Le Droit de Vote des Actionnaires*. Paris: L.G.D.J. 2002, p. 336).

parte, da Lei das Sociedades por Ações)<sup>681</sup> – e essas manifestações devem ser consideradas para os fins da deliberação assemblear. Caso o acionista entenda que os candidatos propostos não são adequados para ocupar cargos no conselho de administração, deve ter o direito de se manifestar nesse sentido, podendo inclusive registrar e apresentar à mesa seu voto por escrito. A lei não condiciona essa manifestação à apresentação de proposta alternativa, nem prevê que devem ser desconsiderados votos contrários, sem a apresentação de outros candidatos. Como não há previsão na lei que impeça os acionistas de rejeitarem candidatos ao conselho de administração, nem que exija a apresentação de candidatos alternativos pelo acionista que discordar daqueles em votação<sup>682</sup>, deve prevalecer a liberdade de manifestação do voto, em favor ou contra os candidatos apresentados, sem qualquer ônus de indicação de candidatos alternativos pelos acionistas que votarem contrariamente à eleição do candidato ou chapa em votação<sup>683</sup>. A preservação da liberdade do voto do acionista não depende apenas da possibilidade de emissão do voto no sentido que lhe aprouver, mas também do reconhecimento de sua validade e de seu cômputo para a deliberação assemblear<sup>684</sup>.

---

681 Cf. art. 115, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; [...]”

682 Sobre esse argumento, ver GONZALES, Gustavo Machado. *Notas sobre a Eleição do Conselho de Administração por Meio de Votação Majoritária*. In CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; et al. (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas. Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 1. São Paulo: Quartier Latin. 2021, pp. 446-447.

683 Em sentido similar, em parecer de Nelson Laks Eizirik et al. juntado no processo CVM SEI 19957.001043/2021-74 (fls. 264-271), entendeu-se que se “*dificultaria consideravelmente*” a capacidade dos acionistas de manifestarem seu voto caso fosse exigida a apresentação de candidatos alternativos pelos acionistas para que pudessem votar contrariamente aos candidatos em votação. Em parecer de Paulo Cezar Aragão juntado no mesmo processo (fls. 259-263), também se concluiu que a limitação ao voto contrário constituiria “*cerceamento do direito de voto do acionista*”. No mesmo sentido, foi a conclusão do parecer de Pablo Waldemar Renteria juntado no processo SEI 19957.004239/2022-00 (fls. 255-294).

684 Não cabe, assim, o argumento usado pela área técnica da CVM no processo envolvendo a Usiminas (processo CVM RJ 2015/2925), de que o acionista pode emitir um voto em qualquer sentido, mas que qualquer voto que não seja em um candidato deve ser “*excluído do cômputo do quórum de deliberação*” (Relatório de Análise CVM/SEP/GEA-4 n.º 45/2015 de 15.06.2015).

O terceiro argumento é de que o voto do acionista é, em regra, imotivado<sup>685</sup>. O acionista tem responsabilidade por votar no interesse da companhia (art. 115, *caput*, primeira parte, da Lei das Sociedades por Ações), mas não é obrigado a justificá-lo para os demais acionistas, para a companhia ou para a mesa assemblear. Caso o acionista seja obrigado a apresentar um candidato substituto sempre que pretendesse votar contrariamente a outros candidatos, haverá a criação de uma obrigação de justificação do voto – a preferência de candidatos alternativos em detrimento daqueles que não se pretende eleger –, o que não é compatível com a conclusão de que, nas sociedades anônimas, os acionistas não são obrigados a motivar os seus votos.

O quarto argumento é de que a vedação ou a desconsideração dos votos contrários a determinados candidatos ou chapas poderia subverter, por completo, a prevalência da maioria na eleição dos conselheiros de administração<sup>686</sup>. Caso manifestem-se ativamente contra a eleição de um candidato ou chapa acionistas titulares de mais votos do que os favoráveis à eleição, o princípio majoritário elementar conduz à conclusão de que o candidato ou chapa em questão não deve ser eleito, por ser essa a manifestação da maioria, que expressa a

---

685 Cf., nesse sentido, *i.a.*, CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro. Dos Comerciantes e seus Auxiliares. Das Sociedades Comerciais (Conclusão)*, v. IV. Rio de Janeiro: Freitas Bastos. 1964, p. 32; VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações. Arts. 74 a 136*, v. 2, 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 1953, p. 117; PONTES, Aloysio Lopes. *Sociedades Anônimas*, v. 2, 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 1957, pp. 93-94; e GUIMARÃES, Ruy Carneiro. *Sociedades por Ações. Notas de Doutrina e Jurisprudência. Arts. 59 a 115*, v. 2. Rio de Janeiro: Forense. 1960, p. 253.

686 Nesse sentido, ver o voto do Dir. Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo no processo CVM SEI 19957.004239/2022-00, j. 05.12.2023: “Logo, a não eleição de um conselheiro não cerceou o direito dos acionistas minoritários de eleger um administrador, posto que, ainda que se atingido o quórum mínimo, os acionistas minoritários teriam rejeitado o candidato. Afinal, também no contexto de eleições em separado, vigora o princípio majoritário, isto é, o direito de eleger e destituir um membro e seu suplente é atribuído à maioria dos titulares das ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito. Nesse sentido, especificamente em relação ao caso ora analisado, entendo que a não validação do voto negativo – em que havia tão somente um candidato – acarretaria em violação ao princípio majoritário, eis que o voto negativo era o único meio efetivo para que fosse respeitada a vontade da maioria contrária à eleição do candidato”. No mesmo sentido, vide o parecer de Pablo Waldemar Renteria juntado no processo SEI 19957.004239/2022-00 (fls. 255-294).

vontade social. Ao se desconsiderar os votos negativos, pode-se fazer com que a manifestação de minorias prevaleça em uma deliberação sujeita a quórum majoritário, o que contrariaria a lei e os princípios que orientam o funcionamento das sociedades<sup>687</sup>. A admissibilidade do voto contrário, assim, reforça a regra majoritária e a necessidade trazida pela lei de se assegurar a legitimidade da decisão tomada desse modo, a qual deve não apenas demonstrar positivamente a vontade de um determinado grupo suficiente, mas também superar a oposição ativa ou não daqueles que discordam. É mais adequado, portanto, reconhecer-se a validade da manifestação da maioria no sentido de não eleger um candidato ou chapa, e os interessados (acionistas, administradores e sociedade) tomarem as providências para dar o tratamento adequado ao resultado dessa deliberação, inclusive, se for o caso, no sentido de buscar um candidato ou chapa adequado para ocupar o conselho de administração que conte com o apoio da maioria, que poderá ser eleito oportunamente<sup>688, 689</sup>.

---

687 Sobre o princípio da maioria e sua incorporação nas associações coletivas (incluindo as sociedades comerciais), ver, por todos, o clássico estudo de GIERKE (*Über die Geschichte des Majoritätsprinzips*. In GUGGENBERGER, Bernd; e OFFE, Claus (Hrsg.). *An den Grenzen der Mehrheitsdemokratie. Politik und Soziologie der Mehrheitsregel*. Opladen: Westdeutscher Verlag. 1984, pp. 22-38).

688 Nesse sentido, cf. GONZALES, Gustavo Machado. Novas Considerações sobre a Eleição Majoritária para o Conselho de Administração: o Caso Vale. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis nº 6.385 e 6.404*, v. 2. 2021, pp. 78-79.

689 Por essa mesma razão, existem regras de quórum de instalação da assembleia geral, para que os presentes tenham uma representatividade mínima da base acionária, ao menos em primeira convocação – no caso de assembleias que deliberem sobre a eleição de conselheiros de administração em eleição geral, o quórum de  $\frac{1}{4}$  (um quarto) do capital social votante, em primeira convocação (art. 125, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações). Se acionistas representando mais de  $\frac{3}{4}$  (três quartos) do capital social votante não comparecerem à assembleia geral, sequer há instalação em primeira convocação e não é possível que haja qualquer deliberação. Parece inconsistente concluir-se que, se esses mesmos acionistas titulares de  $\frac{3}{4}$  (três quartos) do capital social votante forem contra um determinado candidato ou chapa colocado em votação, seus votos pudessem ser desconsiderados caso fossem votos negativos à eleição, como sustentam os argumentos contrários à validade do voto negativo. Naturalmente, as hipóteses de admissibilidade do voto negativo não se restringem à oposição de titulares de mais de  $\frac{3}{4}$  (três quartos) do capital social votante, embora este seja um exemplo bastante ilustrativo de como a admissão da validade do voto negativo

O quinto argumento, e desdobramento do anterior, é de que as regras de quórum de deliberação servem para determinar quais propostas serão consideradas aprovadas, se congregarem um determinado número mínimo de votos favoráveis, considerados suficientemente representativos da vontade social, de acordo com as regras legais e estatutárias aplicáveis à eleição em questão. Ou seja, o quórum de deliberação funciona como filtro para que se identifiquem as propostas aprovadas ou rejeitadas, conforme os votos proferidos pelos acionistas. Na eleição de um candidato ou de uma chapa de candidatos, se há votos contrários a determinados candidatos ou chapas, não há razão para desconsiderá-los da base de número de votos com relação à qual será apurada a maioria mínima para que se possa determinar quais candidatos serão ou não eleitos. Os votos negativos contêm efetiva manifestação dos acionistas em sentido contrário à eleição de um candidato ou chapa, de modo que, para que se possa verificar uma decisão efetivamente representativa dos votantes, devem ser computados para que se verifique o atingimento ou não do quórum aplicável – distinguindo-se, portanto, dos votos não válidos (brancos, nulos ou abstenções), que são desconsiderados da base de votação. A cada eleição, em colégio geral ou em separado, deverá ser avaliado o atingimento do respectivo quórum de deliberação, conforme o caso<sup>690</sup>. Cabe, assim, ressaltar que, sempre que o quórum de deliberação for de maioria dos votos válidos, os efeitos de votar em sentido contrário quanto a determinado candidato e a demonstrar essa rejeição por meio de votos favoráveis em outros candidatos ou chapas alternativos pelos acionistas presentes são equivalentes, uma vez que, em ambos os casos, pode-se impedir a formação de maioria absoluta em favor de qualquer dos candidatos ou chapas submetidos à votação a partir

---

seja compatível com o princípio majoritário da formação da vontade social e o sistema da Lei das Sociedades por Ações.

690 Para a discussão, com mais detalhes, sobre os quóruns de deliberação nos colégios geral e em separado, ver o item 2.1 deste artigo.

do aumento da base total de votos considerados válidos para fins do atingimento do quórum de maioria<sup>691</sup>.

O sexto argumento é de que a proibição do voto contrário implicaria a eleição “automática” dos candidatos sempre que houvesse apenas um candidato para cada vaga ou apenas uma chapa em votação da assembleia geral<sup>692</sup>. A eleição automática não seria a solução mais adequada, já que excluiria dos acionistas o direito de não concordar com a atuação de determinados administradores na companhia de que fazem parte e possam ser contrários à sua eleição, ainda que a votação dessa forma implique a existência de cargos vagos ou não eleição de qualquer chapa, com a prorrogação do mandato dos conselheiros de administração anteriormente empossados, até a eleição de seus substitutos (art. 150, §4º, da Lei das Sociedades por Ações<sup>693</sup>). Sem qualquer previsão legal nesse sentido, não seria possível se concluir pela eleição automática de conselheiros de administração, na falta de candidatos ou chapas concorrentes aos cargos vagos no conselho de administração. Ou seja, a ausência de outros candidatos não poderia implicar a eleição dos únicos candidatos apresentados naquele momento, caso não sejam aprovados pela maioria dos presentes<sup>694</sup>.

O sétimo argumento é de que o voto favorável em um candidato ou chapa corresponde a um voto contrário implícito a todas as demais propostas – seja da eleição dos outros candidatos ao cargo, seja da

---

691 No mesmo sentido, ver GONZALES, Gustavo Machado. *Notas sobre a Eleição do Conselho de Administração por Meio de Votação Majoritária*. In CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; et al. (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas. Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 1. São Paulo: Quartier Latin. 2021, p. 446.

692 Nesse sentido, ver o parecer de Pablo Waldemar Renteria juntado no processo SEI 19957.004239/2022-00 (fls. 255-294).

693 Cf. art. 150, §4º, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 150. [...] §4º O prazo de gestão do conselho de administração ou da diretoria se estende até a investidura dos novos administradores eleitos.”.

694 Pode-se usar em favor a este argumento a conclusão de LEDOUX, de que é premissa da liberdade de voto do acionista a existência de mais de uma alternativa disponível à sua escolha (nesse caso, trata-se das alternativas de votar em favor ou contra os candidatos ou chapas apresentados): “*L’indépendance de l’actionnaire dans l’exercice de son droit ne peut s’exprimer que dans la mesure où une alternative lui est offerte*” (*Le Droit de Vote des Actionnaires*. Paris: L.G.D.J. 2002, p. 340).

proposta de não eleger candidato algum e manter vagos os cargos em disputa. O voto contrário a todos os candidatos ou chapas é apenas mais amplo do que o voto favorável a um candidato ou chapa, embora tenham a mesma natureza, uma vez que compreende uma rejeição a todos os candidatos ou chapas em votação e não apenas àqueles que não sejam os escolhidos pelo acionista e que recebam seu voto favorável. Não há, assim, grande diferença na natureza entre os votos que pudesse justificar a impossibilidade de emissão de um voto contrário a todos os candidatos ou chapas, e não apenas a contrariedade a alguns candidatos ou chapas que não sejam aqueles em que se tenha sido votado favoravelmente. Ou seja, se o efeito prático é o mesmo – isto é, ambos os sentidos de votos implicam o aumento do total de votos válidos a serem levados em consideração para se auferir o quórum de maioria absoluta –, não há por que esse efeito não possa ser causado sem a obrigatoriedade de se votar favoravelmente em alguém.

Se houver a previsão de regras estatutárias acerca do voto negativo nas eleições dos conselheiros de administração, há, ainda, um argumento adicional em favor da validade desse voto. Como a Lei das Sociedades por Ações não determina o procedimento de votação e eleição dos membros do conselho de administração, é admitido que os acionistas prevejam, no estatuto social, as regras aplicáveis nessa deliberação e o procedimento a ser observado em assembleia geral, o que leva a ratificação de sua validade jurídica. Essa conclusão é compatível com os princípios constitucionais de liberdade de associação e livre iniciativa, privilegiando a liberdade de auto-organização dos acionistas na determinação das regras aplicáveis a um assunto que diz respeito, essencialmente, à distribuição de poderes entre os diversos blocos de acionistas e não afeta direitos de terceiros<sup>695</sup>.

---

695 Nesse sentido, ver os pareceres de Paulo Cezar Aragão e de Nelson Laks Eizirik *et al.* juntados no processo CVM SEI 19957.001043/2021-74 (fls. 259-263 e 264-271, respectivamente).

## 4.2 ARGUMENTOS CONTRÁRIOS À VALIDADE DO VOTO NEGATIVO (CONTRÁRIO) NA ELEIÇÃO DE CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO.

Em sentido contrário à validade de votos negativos na eleição de conselheiros de administração e, portanto, à sua desconsideração para fins de formação de quórum de deliberação, podem ser identificados três principais argumentos na doutrina e manifestações da CVM até o momento. Antecipando a proposta de encaminhamento da questão, apresentada a seguir<sup>696</sup>, apresentamos também os contrapontos aos argumentos desfavoráveis à possibilidade e à validade do voto negativo.

O primeiro argumento é de que, em companhias com conselho de administração, a assembleia geral teria a obrigação de eleger os membros para todos os cargos determinados pelo estatuto social ou pela assembleia geral<sup>697</sup>, para evitar-se a situação de não eleição de qualquer conselheiro de administração<sup>698-699</sup>. Ou seja, para que um

---

696 Para nossa proposta de encaminhamento da questão no Direito brasileiro, ver o item 5 deste artigo.

697 Como tratado anteriormente, no caso das companhias abertas, sempre que o estatuto social não fixar o número de membros do conselho de administração, a assembleia geral deve primeiramente votar pela determinação do número de conselheiros de administração, para, em seguida, proceder à sua eleição, no entendimento da CVM (decisão do Colegiado da CVM nos processos CVM RJ2013/4386 e RJ2013/4607, Rel. Luciana Pires Dias, j. 04.11.2014; e decisão do Colegiado da CVM no processo SP2016/0245, Rel. SEP, j. 26.02.2019).

698 Nesse sentido, ver o manual sobre eleições de órgãos colegiados, *Robert's Rules of Order*, em que se busca limitar a possibilidade dos votos à manifestação favorável em algum candidato, não se permitindo o voto contrário a todos os elegíveis (que seria considerado um voto "impróprio"): "*a form of ballot on which provision is made for voting 'for' or 'against' a candidate or candidates, as distinguished from a motion, is not proper. Since such a ballot is improper, in order to defeat a candidate for an office it is necessary to vote for an opposing candidate, thus avoiding the anomaly of an assembly refusing to elect anyone to an office*" (ROBERT III, Henry Martyn, et al. *Robert's Rules of Order*, 12<sup>a</sup> ed., ed. digital. New York: Public Affairs. 2020, item 46:1). Ressaltamos, nesse particular, que a comparação de eleições de cargos públicos e em companhias não deve ser feita de forma irrefletida, uma vez que são eleições de naturezas distintas. Discordamos, assim, da analogia feita pela SEP para subsidiar sua conclusão quanto à invalidade de votos negativos, no caso envolvendo a Usiminas (Relatório de Análise CVM/SEP/GEA-4 n.º 45/2015 de 15.06.2015).

699 Em situação na qual a assembleia geral deliberou por não estabelecer a remuneração de administradores, EIZIRIK discute a existência de obrigação legal

voto pudesse ser considerado válido, teria que incluir a indicação de um candidato. O acionista que votar contrariamente aos candidatos em votação proferiria um voto não válido, que não seria computado para fins de quórum de deliberação, de forma equivalente aos votos brancos, nulos e abstenções<sup>700</sup>. É de ressaltar, que, nesse aspecto, a questão não seria propriamente a impossibilidade de emissão do voto contrário, mas tão somente a determinação de seus efeitos para fins do cômputo do quórum de deliberação.

O contraponto a este argumento é de que a existência de um cargo não implica a obrigação de eleição de seus membros. Uma deliberação prévia da assembleia, ou a previsão de um determinado

---

da assembleia geral aprovar essa remuneração, entendendo que, na ausência de aprovação assemblear, cabe ao conselho de administração estabelecer a remuneração (*Remuneração dos Administradores de Sociedade Anônima. Ausência de Fixação pela Assembleia Geral*. In EIZIRIK, Nelson Laks. *Direito Societário. Estudos e Pareceres*. São Paulo: Quartier Latin. 2015, pp. 54-60). Mesmo nessa hipótese, em que o autor reconheceu a obrigação legal de aprovação da remuneração, a consequência não foi a vedação ao voto contrário em assembleia geral, mas apenas a atribuição de uma consequência para a não deliberação assemblear (*i.e.*, a possibilidade de o conselho de administração estabelecer a remuneração da administração). Dessa forma, ainda que se entenda haver uma obrigação legal de eleição dos administradores e se faça um paralelo com a discussão sobre a definição da remuneração da administração, não se terá a conclusão de que os acionistas não podem emitir votos contrários na deliberação sobre a eleição dos conselheiros de administração.

700 A SEP utilizou esse argumento nos processos CVM RJ2015/2925 (Relatório de Análise CVM/SEP/GEA-4 n.º 45/2015 de 15.06.2015) e SEI 19957.004239/2022-00 (Parecer Técnico CVM/SEP/GEA-3 n.º 08/2023 de 31.05.2023; e Parecer Técnico CVM/SEP/GEA-3 n.º 65/2023 de 14.07.2023). Nos processos movidos por acionistas da Usiminas para anulação da eleição do candidato ao conselho de administração, na qual foram desconsiderados os votos contrários (trata-se da questão discutida também no processo CVM RJ2015/2925), julgou-se que os votos contrários deveriam ser desconsiderados no procedimento de votação, devendo ser considerados apenas os votos favoráveis a cada um dos candidatos na disputa [cf. sentença judicial de 09.09.2015, proferida nos processos n.os 0951945-67.2015.8.13.0024 (ação cautelar inominada) e 1186418-95.2015.8.13.0024 (ação de invalidação de deliberação assemblear), que tramitaram na 1ª Vara Empresarial da Comarca de Belo Horizonte/MG – houve a interposição de recursos de apelação contra a sentença, que não foram julgados pelo Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais, em razão da desistência dos recorrentes, homologada por decisão monocrática de 04.07.2016]. Tratando deste argumento, ver GONZALES, Gustavo Machado. *Notas sobre a Eleição do Conselho de Administração por Meio de Votação Majoritária*. In CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; et al. (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas. Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 1. São Paulo: Quartier Latin. 2021, p. 446.

número de cargos do conselho de administração no estatuto social, não obriga a eleição constante de todos os membros. Nada impede que haja cargos vagos, não preenchidos para determinado mandato, pelo fato de a assembleia geral, em colégio geral ou em separado, não considerar nenhum dos candidatos adequado para ocupar o cargo de conselheiro de administração. O voto do acionista quanto à eleição dos administradores é um voto de vontade (escolher ou não determinado candidato para a administração da companhia) e a definição de seu conteúdo cabe aos acionistas, observado o interesse social<sup>701</sup>. Não caberia, assim, uma limitação a essa definição, de forma a se obrigar a eleição de determinado candidato, pela mera existência de um cargo vago no conselho de administração.

Importa, ainda, nesse aspecto, a distinção entre o voto contrário a um candidato ou chapa e uma abstenção, voto em branco ou voto nulo (*i.e.*, não correspondente à matéria em deliberação). No voto contrário, há efetiva manifestação do acionista contra a eleição de determinado candidato ou chapa. Caso o acionista quisesse apenas se abster de votar, poderia licitamente fazê-lo, apresentando um voto em branco, voto nulo ou abstenção. Se votou contrariamente, é porque tinha intenção de se manifestar contra a eleição do candidato ou chapa em votação. A Lei das Sociedades por Ações não autoriza, para fins do quórum de deliberação em colégio geral ou em colégios em separado, a desconsideração de votos contrários, mas apenas dos votos não válidos (brancos, abstenções ou nulos), o que não permitiria a equiparação entre esses dois conjuntos de votos, com efeitos diversos para os fins de deliberações assembleares e a apuração do atingimento dos quóruns exigidos.

Além disso, caso haja mais de um candidato ou chapa em votação, e nenhum deles congrege a maioria dos votos válidos em uma eleição

---

701 A respeito da distinção entre votos de vontade e votos de verdade, destacando que “*eleição de administrador é sempre um voto-vontade*”, cf. COELHO, Fabio Ulhôa. *Comentários ao Art. 115*. In COELHO, Fabio Ulhôa (coord). *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Rio de Janeiro: Forense. 2021, pp. 504-505. No mesmo sentido, cf. CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. *Acordo de Acionistas. Homenagem a Celso Barbi Filho*, 2ª ed. São Paulo: Saraiva. 2015, p. 85.

geral pelo sistema majoritário, nenhum deles será considerado eleito, em razão da aplicação da regra geral de quórum de maioria absoluta de votos (art.129, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações). Esse cenário pode ocorrer independentemente da existência de voto contrário, como no caso de a distribuição dos votos se dar de forma que nenhum dos candidatos ou chapas tenha mais da metade dos votos válidos. Ou seja, em outras situações, admite-se a não eleição de qualquer candidato, de forma que o voto negativo não constituiria uma situação excepcional nesse aspecto<sup>702</sup>. Destaca-se, ainda, que, da mesma forma que um cargo do conselho de administração pode deixar de ser preenchido devido à não eleição de um candidato pela assembleia geral por não atingimento do quórum aplicável, esse mesmo cargo pode deixar de ser ocupado por inúmeras razões, tais como a renúncia de um conselheiro, a desistência de um candidato antes da eleição, de forma que o número de candidatos seja menor do que o número de cargos a serem ocupados, ou a não tomada de posse por um candidato eleito. Se a consequência, em termos práticos, é a mesma em todas essas situações – ou seja, a existência de um cargo vago no conselho de administração –, e não há qualquer impedimento à sua ocorrência na lei, não há razão para que a circunstância causadora desse efeito não possa ser a deliberação, por maioria, da rejeição de determinado candidato ao conselho de administração, por meio de votos negativos (contrários). Em especial porque, como se tem registrado neste estudo, a aprovação por maioria é a legitimação mínima que a lei determinou, como regra geral, para sustentar definições e preenchimentos do contrato de sociedade que já não contam com a aprovação de todas as partes interessadas, ou seja, de todos os acionistas. Uma aprovação imposta à sociedade mesmo havendo uma maioria contrária, que não fez valer sua vontade meramente em razão de uma proibição

---

702 Nesse sentido, ver o parecer de Pablo Waldemar Renteria juntado no processo SEI 19957.004239/2022-00 (fls. 255-294). No mesmo sentido, cf. GONZALES, Gustavo Machado. *Notas sobre a Eleição do Conselho de Administração por Meio de Votação Majoritária*. In CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; et al. (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas. Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 1. São Paulo: Quartier Latin. 2021, p. 446.

de manifestação de voto negativo, é frontalmente conflitante com o sistema de legitimação, via quóruns e outras regras deliberativas, definida no sistema societário.

O segundo argumento é de que o voto contrário a determinado candidato ao conselho de administração poderia constituir uma hipótese de cerceamento ao direito de voto dos acionistas que votaram favoravelmente ao referido candidato – quem, por ter mais votos contrários do que favoráveis, não seria eleito. O voto negativo, ao atribuir uma espécie de “direito de veto” a determinados acionistas poderia, assim, violar o princípio da igualdade dos acionistas<sup>703</sup>.

O contraponto a este argumento é de que se trata, na verdade, de uma subversão do princípio majoritário que se aplica às deliberações societárias em geral. Se houve mais votos contrários do que favoráveis, a conclusão de que o candidato ou chapa em questão não foi eleito, de fato, representa tão somente o reconhecimento de que a maioria dos presentes preferiu não eleger aquela pessoa para ocupar um cargo na administração da companhia – e não um cerceamento de voto da minoria favorável a essa eleição, como pretende este argumento. Esse é o princípio elementar das deliberações majoritárias, em que prevalece o sentido de voto manifestado pela maioria<sup>704</sup>. Não se trata, portanto, de atribuir o “direito de veto” a qualquer acionista, mas tão somente dar aplicação concreta ao princípio majoritário, como em qualquer outra deliberação societária<sup>705</sup>. Nesse aspecto, considerando o princípio

---

703 Esse argumento foi usado pela SEP no processo CVM SEI 19957.001043/2021-74 (Relatório de Análise CVM/SEP/GEA-4 n.º 12/2021 de 01.03.2021).

704 No mesmo sentido da opinião sobre a legalidade e validade do voto negativo apresentada neste artigo, cf. GONZALES, Gustavo Machado. Novas Considerações sobre a Eleição Majoritária para o Conselho de Administração: o Caso Vale. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis n.º 6.385 e 6.404*, v. 2. 2021, pp. 78-79; e o parecer de Pablo Waldemar Renteria juntado no processo SEI 19957.004239/2022-00 (fls. 255-294).

705 Esclarecendo que o voto em sentido negativo não se confunde com um direito de veto, cf. RIBEIRO, Renato Ventura. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin. 2009, p. 159. Sobre a aproximação dos quóruns qualificados e direitos especiais de voto como equivalentes a vetos – e expressamente admitidos pela Lei das Sociedades por Ações –, ver, *l.a.*, BCHARA, Antonio Jesus Marçal Romeiro. *Assembléia Geral*. In VIDIGAL, Geraldo Camargo; e MARTINS, Ives Gandra da Silva (coords.). *Comentários à Lei das Sociedades por Ações: Lei 6.404/76*, v. 5. São Paulo: Resenha

da igualdade entre os acionistas (art. 109, §1º, da Lei das Sociedades por Ações<sup>706</sup>), pode-se dizer, na verdade, que haveria cerceamento ao direito de voto se houvesse a proibição ao voto negativo (contrário), tendo em vista que estariam impedidos de se manifestar os acionistas contrários à eleição de determinado candidato<sup>707</sup>.

O terceiro argumento, desdobramento do anterior, é de que o voto contrário à eleição de um ou mais conselheiros para ocupar cargos vagos poderia ser compreendido como um voto abusivo pelo acionista que votar nesse sentido, caso impossibilite a eleição de administradores. Por essa razão, não seria um voto admitido nessas deliberações<sup>708</sup>.

Em contraposição a este argumento, é importante notar que o instituto do abuso de voto é um filtro que existe para a avaliação de votos proferidos pelos acionistas e sua compatibilidade ou não com o interesse social. Entender-se que qualquer voto contrário à eleição dos candidatos ao conselho de administração seria, por definição, abusivo parece ser uma subversão ao instituto do abuso de voto, que depende da avaliação do caso concreto. Não há uma deliberação ou conteúdo de voto que por si só seja abusivo, nem se pode determinar uma regra geral (proibição do voto negativo) em razão de um instituto que disciplina

---

Universitária / Instituto dos Advogados de São Paulo. 1986, p. 308; e CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Arts. 75 a 137*, v. 2, 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 926-927.

706 Cf. art. 109, §1º, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 109. [...] §1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares”.

707 Como esclarece REQUIÃO, as regras de quórum de deliberação constituem “um mecanismo para a apuração da vontade social” e não uma “forma de proteção da minoria” (*Responsabilidade das Maiorias e Proteção das Minorias nas Sociedades Anônimas*. In REQUIÃO, Rubens. *Aspectos Modernos de Direito Comercial. Estudos e Pareceres*, v. 2. São Paulo: Saraiva. 1980, p. 82). No mesmo sentido, ver CUNHA PEIXOTO, sobre a relevância do princípio majoritário, que seria o “único compatível com a estrutura das sociedades por ações” (*Sociedade por Ações*, v. 3. São Paulo: Saraiva. 1973, p. 77).

708 No parecer de Pablo Waldemar Renteria juntado no processo SEI 19957.004239/2022-00 (fls. 255-294), comentou-se que, no processo CVM RJ RJ2015/2925, a questão poderia estar relacionada ao abuso de exercício de voto, em vez da discussão sobre a validade ou não, em tese, do voto negativo.

uma disfunção do voto<sup>709</sup> – *i.e.*, o abuso de voto e suas consequências. De igual forma, não se trata, nesse caso, de hipótese de impedimento de voto prevista na lei. O eventual abuso deverá ser avaliado caso a caso, com as consequências e eventual responsabilização na forma da lei<sup>710</sup>. Imagine-se, inclusive, que determinados acionistas entendam que um específico candidato, embora atenda aos requisitos formais da lei para ser eleito, não tem a experiência profissional necessária para assumir o cargo. Votar contrariamente à sua eleição, assumindo essa situação como verdadeira, de nenhuma maneira poderia ser considerado uma afronta ao interesse social.

Além disso, se o mero voto contrário do acionista controlador em relação a um candidato indicado por um minoritário fosse proibido, por configurar uma hipótese de abuso de voto em tese, sem nenhuma análise do caso concreto, e essa lógica fosse estendida às deliberações da assembleia geral em geral, poderíamos estar diante de uma situação em que o acionista controlador não poderia rejeitar qualquer matéria submetida à assembleia geral. Conclusão diversa, por certo, desvirtuaria o princípio majoritário que rege as deliberações assembleares e a regra do art. 129 da Lei das Sociedades por Ações perderia seu sentido.

#### 4.3 MANIFESTAÇÕES DA CVM ATÉ O MOMENTO.

A questão do voto negativo foi levada ao conhecimento da CVM em três precedentes até o momento, em contextos distintos entre si, envolvendo as companhias Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. – Usiminas (emissão de voto negativo em eleição em colégio geral),

---

709 Sobre o abuso de voto como uma “*disfunção do direito*”, cf. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito das Minorias na Sociedade Anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 63. 1983, p. 108.

710 Nesse sentido, RIBEIRO, tratando de abuso de minoria, conclui que “*O voto contrário nem sempre implica abuso de minoria*” (*Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin. 2009, p. 359). A mesma conclusão vale para o acionista controlador e para os acionistas que, ainda que não sejam controladores majoritários, tenham o maior número de votos e, portanto, possam prevalecer em determinada assembleia.

Vale S.A. (previsão estatutária da possibilidade de voto negativo em eleição em colégio geral) e Braskem S.A. (emissão de voto negativo em eleição em colégio em separado)<sup>711</sup>. Em nenhum deles, no entanto, a questão chegou a ser efetivamente decidida pelo Colegiado, seja por desistência dos envolvidos<sup>712</sup>, seja pela prejudicialidade de questões anteriores que embasaram a decisão do Colegiado<sup>713</sup>.

Nesses casos, a área técnica da CVM – Superintendência de Relações com Empresas (SEP) – posicionou-se contrariamente à possibilidade e à validade dos votos negativos proferidos por acionistas na eleição de conselheiros de administração, em votações em colégios geral e em separado. No precedente mais recente, um dos integrantes do Colegiado registrou expressamente, em seu voto, manifestação favorável à validade do voto negativo, ao menos nas eleições em separado de conselheiros de administração – ainda que o entendimento diga respeito especificamente à eleição em separado, os fundamentos podem estender-se, igualmente, às eleições em colégio eleitoral geral<sup>714-715</sup>. Tratamos, a seguir, de cada um desses precedentes, com mais detalhes.

---

711 Para simplificação, as companhias serão referidas neste artigo apenas pelos termos Usiminas, Vale e Braskem.

712 Cf. processos CVM RJ2015/2925, envolvendo a Usiminas (em que os recorrentes desistiram do recurso apresentado ao Colegiado), e SEI 19957.001043/2021-74, envolvendo a Vale (em que a companhia desistiu de prosseguir com a alteração estatutária que preveria, expressamente, o procedimento de votação nas eleições dos conselheiros de administração, com a possibilidade de emissão de votos negativos pelos acionistas).

713 Cf. processo CVM SEI 19957.004239/2022-00, envolvendo a Braskem (em que a decisão do Colegiado foi baseada na ausência de formação do colégio eleitoral em separado, o que prejudicou a decisão sobre a questão subsidiária do voto negativo).

714 Cf. voto do Dir. Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo no processo CVM SEI 19957.004239/2022-00, j. 05.12.2023. No voto, o diretor registra expressamente, em sentido contrário à manifestação da área técnica, que: “*Dessa forma, manifesto minha concordância à Recorrente no sentido de que devem ser considerados válidos os votos conferidos pelos acionistas minoritários pela rejeição dos candidatos indicados na AGOE*”.

715 O Pres. João Pedro Barroso do Nascimento, em seu voto no processo CVM SEI 19957.004239/2022-00, j. 05.12.2023, indica que “*o cômputo dos votos se deu em conformidade com a legislação societária*”. Essa manifestação também parece ser uma manifestação favorável à validade do voto negativo, ainda que de forma não expressa, uma vez que a mesa assemblear computou votos favoráveis e contrários à eleição do candidato a ocupar vaga em separado.

O caso envolvendo a Usiminas (processo CVM RJ2015/2925) foi a primeira oportunidade em que a área técnica da CVM analisou um processo relacionado à possibilidade ou não do voto negativo na eleição do conselho de administração<sup>716</sup>. Na ocasião, em assembleia geral para eleição do conselho de administração da Usiminas, estavam em votação 8 vagas no conselho de administração, das quais 7 foram preenchidas por candidatos indicados pelo bloco de controle da companhia. O bloco de controle da Usiminas, entretanto, não chegou a um consenso quanto à indicação do candidato para a vaga remanescente. Assim, em atendimento à cláusula do acordo de acionistas em vigor, o bloco de controle votou contra a eleição dos candidatos indicados por minoritários para a vaga remanescente. O presidente da mesa assemblear considerou inválidos os votos negativos e declarou eleito candidato indicado pelos minoritários e que havia recebido votos contrários dos acionistas integrantes do bloco de controle. Em reclamação à CVM quanto à irregularidade na condução da assembleia pelo presidente da mesa, a área técnica se manifestou no sentido de que não houve irregularidade na desconsideração dos votos contrários para o cômputo do quórum de deliberação. O argumento utilizado pela área técnica foi de que, na eleição dos conselheiros, não está em votação a ocupação ou não da vaga, mas apenas qual dos candidatos deve ocupá-la. Ou seja, o voto contrário a um candidato seria estranho à matéria em votação e teria o mesmo efeito de uma abstenção (*i.e.*, é um voto inválido e deve ser considerado). A alternativa para o acionista que desejasse se manifestar contrariamente seria indicar candidato diverso para o cargo. A área técnica faz menção à norma da CVM (art. 22, §5º, da Resolução CVM 80/2022)<sup>717</sup> que determina o registro do número de

---

716 A questão diz respeito à Assembleia Geral Extraordinária da Usiminas realizada em 06.04.2015. Houve diversas outras questões relacionadas à Usiminas e ao relacionamento entre seus acionistas discutidos no caso, que não dizem respeito ao voto negativo e, por isso, não são tratados neste artigo.

717 À época da análise da CVM, estava em vigor a Instrução CVM n.º 480/2009. A regra do atual art. 22, §5º, da Resolução CVM 80/2022, estava prevista no art. 21, §6º, da Instrução CVM n.º 480/2009.

votos recebidos por cada candidato na ata da assembleia, entendendo que essa regra implicaria, implicitamente, a diferenciação da eleição dos conselheiros das demais deliberações “binárias”. Os acionistas da Usiminas apresentaram recurso contra o entendimento da SEP, mas posteriormente desistiram do recurso apresentado, de forma que o Colegiado da CVM não teve a oportunidade de analisar e se manifestar sobre a questão<sup>718\_719\_720</sup>.

O segundo caso, envolvendo a Vale (processo CVM SEI 19957.001043/2021-74), consistiu em consulta apresentada à CVM por membro independente do conselho de administração da Vale, acerca de proposta de alteração do estatuto social da companhia, que passaria a conter regras detalhadas sobre o procedimento de eleição dos administradores, incluindo a possibilidade expressa do exercício de voto contrário na eleição de conselheiros de administração<sup>721</sup>. Na ocasião, a área técnica da CVM entendeu que o sistema eleitoral para o conselho de administração proposto pela administração da Vale seria irregular, considerando que não seria atendido o quórum de

---

718 A manifestação da área técnica da CVM consta do Relatório de Análise CVM/SEP/GEA-4 n.º 45/2015 de 15.06.2015, mantida pela SEP após a apresentação de recurso por acionistas da Usiminas, nos termos do Relatório de Análise CVM/SEP/GEA-4 n.º 53/2015 de 08.07.2015.

719 Os acionistas desistiram do recurso contra a decisão da área técnica em 02.05.2018, que foi homologado pelo Colegiado da CVM em reunião de 22.05.2018 (processo CVM RJ2015/2925, Rel. Henrique Balduino Machado Moreira, j. 22.05.2018).

720 Nesse caso, houve também processos judiciais envolvendo a questão. Nas ações propostas por acionistas para anulação da eleição do candidato ao conselho de administração da Usiminas, julgou-se que os votos contrários deveriam ser desconsiderados no procedimento de votação, devendo ser considerados apenas os votos favoráveis a cada um dos candidatos na disputa, cf. sentença judicial de 09.09.2015, proferida nos processos n.ºs 0951945-67.2015.8.13.0024 (ação cautelar inominada) e 1186418-95.2015.8.13.0024 (ação de invalidação de deliberação assemblear), que tramitaram na 1ª Vara Empresarial da Comarca de Belo Horizonte/MG. Houve a interposição de recursos de apelação contra a sentença, que não foram julgados pelo Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais, em razão da desistência dos recorrentes, homologada por decisão monocrática de 04.07.2016.

721 A proposta de alteração estatutária seria submetida à Assembleia Geral Extraordinária convocada para o dia 01.03.2021, posteriormente alterado para o dia 12.03.2021. Na análise do caso, a área técnica da CVM reconheceu o ineditismo da previsão estatutária entre as companhias abertas (cf. Relatório de Análise CVM/SEP/GEA-4 n.º 12/2021 de 01.03.2021).

maioria absoluta previsto no art. 129 da Lei das Sociedades por Ações e que o cômputo do voto contrário funcionaria como um direito de veto aos candidatos propostos por acionistas minoritários. A área técnica também considerou que a regulação da CVM reconheceria, de forma implícita, a impossibilidade do voto negativo, uma vez que a norma exige que a ata especifique o número de votos recebidos por cada candidato, sem a indicação expressa de votos contrários nas eleições<sup>722</sup>. Nesse caso, as manifestações da área técnica mantiveram o sentido daquelas apresentadas no processo envolvendo a Usiminas, apesar das particularidades de cada caso<sup>723</sup>. A administração da Vale desistiu de submeter a alteração estatutária inicialmente proposta à assembleia geral e reservou-se o direito de, em momento oportuno, levar a matéria ao conhecimento do Colegiado da CVM<sup>724, 725</sup>.

O terceiro caso, envolvendo a Braskem (processo CVM SEI 19957.004239/2022-00), é o precedente mais recentemente analisado pela CVM e o único que teve a questão do voto negativo tratada, ainda que de forma incidental, pelo Colegiado da CVM. Trata-se de reclamação de acionista da Braskem por suposta irregularidade em assembleia geral da companhia devido à não instalação de colégio eleitoral em separado para a eleição de membro do conselho de administração, na forma do art. 141, §§5º, da Lei das Sociedades por

---

722 Este argumento, contudo, é bastante questionável, uma vez que a CVM não teria competência para determinar procedimentos de eleição ou quóruns de deliberação de eleições de conselheiros de administração, o que é matéria própria de lei. Nesse sentido, ver o parecer de Pablo Waldemar Renteria juntado no processo SEI 19957.004239/2022-00 (fls. 255-294).

723 A manifestação da área técnica da CVM consta do Relatório de Análise CVM/SEP/GEA-4 n.º 12/2021 de 01.03.2021. Não houve apresentação de pedido de reconsideração ou recurso ao Colegiado da CVM.

724 Cf. aviso aos acionistas divulgado pela Vale em 02.03.2021, informando a retirada da alteração estatutária sobre o procedimento de eleição dos conselheiros da ordem do dia.

725 A proposta de alteração do estatuto social apresentada pela Vale foi analisada por GONZALES, que concluiu por sua legalidade, com o que concordamos (Novas Considerações sobre a Eleição Majoritária para o Conselho de Administração: o Caso Vale. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis nº 6.385 e 6.404*, v. 2. 2021, pp. 55-80).

Ações<sup>726</sup>. A questão sobre o voto negativo (contrário) se apresentou em argumento subsidiário levantado pela Braskem, no sentido de que, mesmo se o colégio eleitoral em separado tivesse se instalado, o único candidato submetido a essa votação teria recebido mais votos contrários do que votos favoráveis entre os acionistas participantes da eleição em separado, inviabilizando sua eleição de qualquer forma. Ao analisar o caso, a área técnica da CVM manteve o entendimento apresentado nos dois processos anteriores, de que, na eleição de conselheiros de administração, não se está em discussão a ocupação ou não da vaga no conselho de administração, de forma que os acionistas podem apenas escolher o candidato de sua preferência, e a única forma de demonstrarem sua discordância em relação a determinado candidato seria por meio da abstenção ou do voto em candidato alternativo. A área técnica concluiu, ainda, que o voto negativo (contrário) seria impossível por inexistir previsão legal no Direito Societário brasileiro<sup>727</sup>. O caso foi levado ao conhecimento do Colegiado da CVM por recurso da Braskem contra o entendimento da área técnica. O Colegiado deu provimento ao recurso da companhia, reconhecendo a validade das medidas tomadas pela mesa assemblear quanto à não instalação do colégio eleitoral em separado – por ter sido esta a decisão, que acolheu o argumento principal da Braskem, ficou prejudicada a análise de mérito a respeito da questão subsidiária

---

726 A questão diz respeito à Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária da Braskem realizada em 19.04.2022.

727 A manifestação da área técnica da CVM consta do Parecer Técnico CVM/SEP/GEA-3 n.º 08/2023 de 31.05.2023, mantida pela SEP após a apresentação de recurso pela Braskem, nos termos do Parecer Técnico CVM/SEP/GEA-3 n.º 65/2023 de 14.07.2023.

do voto negativo (contrário)<sup>728-729</sup>. Na deliberação desse caso, um dos diretores da CVM, no entanto, manifestou-se, de forma incidental, a respeito do voto negativo, em sentido contrário das conclusões da área técnica da CVM, com fundamento na autonomia da vontade – ou seja, que a falta de previsão legal expressa não deve implicar proibição do voto negativo – e no princípio majoritário nas deliberações assembleares – pelo qual deveria prevalecer a opinião da maioria dos acionistas minoritários participantes da votação em separado, que teriam se manifestado contrariamente à eleição do candidato<sup>730-731</sup>.

Destaca-se, por fim, que, no modelo de boletim de voto a distância aplicável nas companhias abertas por determinação da CVM

---

728 Cf. decisão do Colegiado na reunião n.º 44/2023, em 05.12.2023. A decisão do Colegiado foi tomada por maioria, com voto contrário da Dir. Flavia Martins Sant'Anna Perlingeiro, que acompanhou as conclusões da área técnica, embora a diretora tenha ressaltado que o voto negativo é “*tema complexo, que suscita diversos questionamentos quanto à sua efetividade e à compatibilidade com a ordem jurídica vigente, cuja análise, a seu juízo, deve ser feita à luz de cada modalidade de eleição de membros do conselho de administração prevista na legislação e das circunstâncias do caso concreto*” e que a questão, na eleição em separado, deve ser avaliada sob a perspectiva de proteção dos interesses dos minoritários. O Pres. João Pedro Barroso do Nascimento, o Dir. Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo e a Dir. Flavia Martins Sant'Anna Perlingeiro manifestaram-se no sentido de que a questão do voto negativo deve ser avaliada caso a caso, de acordo com as circunstâncias concretas, e com a possibilidade de tratamentos distintos para as votações em colégio geral e em colégios em separado. Houve a apresentação de pedido de reconsideração pelo acionista minoritário, que não foi conhecido pelo Colegiado da CVM (cf. decisão na reunião n.º 08/2024, em 05.03.2024, por unanimidade).

729 Nesse caso, o acionista minoritário também propôs ação judicial de anulação da assembleia geral da Braskem, em razão da não instalação e deliberação do colégio eleitoral em separado. Na ação judicial, julgou-se que a contagem de votos pela mesa assemblear foi regular e não houve o atingimento do quórum necessário para a realização de votação em separado, no mesmo sentido da decisão do Colegiado da CVM, tendo sido prejudicada a decisão sobre o voto negativo. Cf. sentença judicial de 01.03.2023, proferida no processo n.º 0012635-70.2022.8.05.0039, que tramitou na 2ª Vara Cível da Comarca de Camaçari/BA; e acórdão do Tribunal de Justiça do Estado da Bahia, 3ª Câmara Cível, Apelação Cível n.º 8012635-70.2022.8.05.0039/Camaçari, Rel. Des. Lícia Pinto Fragoso Modesto, j. 14.05.2024.

730 Cf. voto do Dir. Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo no processo CVM SEI 19957.004239/2022-00, j. 05.12.2023.

731 A Braskem juntou parecer de Pablo Waldemar Renteria (fls. 255-294 do processo SEI 19957.004239/2022-00) no sentido da legalidade das práticas da mesa assemblear, em que também se concluiu pela possibilidade e validade dos votos negativos (contrários) na eleição dos conselheiros de administração.

(Anexo M da Resolução CVM 81/2022), há a possibilidade de indicação de voto negativo em eleições de conselheiros de administração. Existe o item de voto contrário à eleição de uma chapa de candidatos, caso haja apenas uma chapa proposta (item 12), contrário à eleição de um ou mais candidatos, em caso de votação individual em colégio geral (item 14), e contrário a um ou mais candidatos, nas votações em separado (itens 17 e 19). No boletim de voto a distância, de outro lado, se houver mais de uma chapa de candidatos concorrendo em eleição geral, há apenas a possibilidade de escolha de uma delas ou a abstenção do acionista (item 13), o que não é consistente com o formato das deliberações anteriores. Pelo teor do modelo de boletins de voto a distância previsto na regulação, seria possível inferir-se que a CVM reconhece a possibilidade de emissão de voto negativo (contrário) nas eleições, uma vez que este é um dos sentidos de voto disponíveis aos acionistas no modelo preparado pela própria CVM<sup>732</sup>. A área técnica, no entanto, manifestou-se contrariamente a essa inferência nos precedentes, mantendo sua orientação no sentido de impossibilidade de cômputo de votos negativos proferidos por acionistas para fins de formação do quórum de deliberação em eleições de conselheiros de administração<sup>733</sup>.

---

732 A possibilidade de voto contrário prevista no boletim de voto a distância foi usada como fundamento para a legalidade do voto negativo no parecer de Paulo Cezar Aragão juntado no processo CVM SEI 19957.001043/2021-74 (fls. 259-263) e no parecer de Pablo Waldemar Renteria juntado no processo SEI 19957.004239/2022-00 (fls. 255-294).

733 Cf. manifestações da área técnica nos processos da Usiminas (Relatório de Análise CVM/SEP/GEA-4 n.º 45/2015 de 15.06.2015, emitido no processo CVM RJ2015/2925), Vale (Relatório de Análise CVM/SEP/GEA-4 n.º 12/2021 de 01.03.2021, emitido no processo CVM SEI 19957.001043/2021-74) e Braskem (Parecer Técnico CVM/SEP/GEA-3 n.º 08/2023 de 31.05.2023 e Parecer Técnico CVM/SEP/GEA-3 n.º 65/2023 de 14.07.2023, emitidos no processo CVM SEI 19957.004239/2022-00).

## **5. VOTO NEGATIVO (CONTRÁRIO): PROPOSTA DE ENCAMINHAMENTO DA QUESTÃO.**

### **5.1 VOTO NEGATIVO (CONTRÁRIO): ASPECTOS TEÓRICOS.**

A possibilidade ou não de manifestação do voto contrário à eleição de candidatos ou chapas de candidatos ao conselho de administração, em colégio eleitoral geral ou em separado, e, em especial, os seus efeitos para o cômputo de votos nas eleições de conselheiros é questão ainda não solucionada, em definitivo, no Brasil. Em nossa opinião, os acionistas podem livremente manifestar seu voto nas eleições (em colégio geral ou em separado) de conselheiros, no sentido que entenderem mais adequado, inclusive contra um ou mais candidatos, e eventuais votos contrários (negativos) devem ser considerados votos válidos e computados para fins da apuração do atingimento ou não dos quóruns de deliberação.

A eleição dos conselheiros de administração é apenas uma entre as diversas matérias sujeitas à deliberação dos acionistas em assembleia geral. Não há, de forma expressa ou implícita na Lei das Sociedades por Ações, qualquer regra ou princípio que possa fundamentar a impossibilidade de manifestação do voto contrário à eleição de um candidato ou chapa de candidatos ao conselho de administração, nem uma diferenciação desta em relação a outras matérias – que, em regra, admitem a validade dos votos favoráveis ou contrários à proposta em questão, sem prejuízo dos votos não válidos em geral (brancos, nulos e abstenções). Nas assembleias gerais, a regra é a livre manifestação do voto pelos acionistas, de forma imotivada e incondicionada, sem que se imponha o ônus de apresentação de propostas alternativas para que possam rejeitar determinada proposta. Ou seja, o acionista tem o direito de se manifestar contrariamente a candidatos ou chapas, caso entenda não serem adequados para ocuparem cargos na administração da companhia, sem que seja imposto o ônus de apresentar candidatos ou chapas alternativos ao acionista que se manifesta contrariamente à eleição daqueles que estão sendo votados.

Sendo proferidos votos contrários à eleição de um candidato ou chapa de candidatos ao conselho de administração, esses votos devem ser considerados válidos e computados para fins da apuração dos votos e atingimento ou não dos quóruns de deliberação. O reconhecimento da validade dos votos proferidos pelos acionistas, mesmo que se trate da rejeição de uma proposta submetida à deliberação (nesse caso, de um candidato ou chapa posto em votação), é essencial para a adequada formação da vontade social, em função efetivamente das manifestações dos acionistas, o que constitui princípio elementar do funcionamento das sociedades anônimas – e das sociedades em geral. Caso os votos contrários fossem desconsiderados para fins da apuração do quórum de deliberação, haveria o risco de inversão da lógica de deliberação majoritária e prevalência da maioria, já que se poderia chegar ao cenário de eleição de candidatos aprovados apenas pela minoria (e reprovados pela maioria) ou mesmo à conclusão de eleição “automática” sempre que houve apenas um candidato por vaga ou uma chapa em votação. De fato, se a questão do voto negativo for decisiva e puder alterar o resultado de uma determinada deliberação, é porque a maioria dos presentes que se manifestaram no colégio eleitoral em questão é contrária à eleição de determinado candidato ou chapa – ou seja, a maioria entende que os candidatos não devem ocupar cargos na administração da companhia<sup>734</sup>.

Os argumentos no sentido da possibilidade e validade de votos negativos (contrários) à eleição de candidatos ou chapas no conselho de administração são, de fato, mais coerentes com a estrutura e o funcionamento das sociedades anônimas e o sistema estabelecido pela Lei das Sociedades por Ações. Como adiantado acima, eventuais abusos e disfunções no exercício do voto pelos acionistas, neste caso – como em qualquer outra deliberação societária –, estão sujeitos aos remédios próprios previstos na lei, estatuto social e acordos societários e parassocietários, em particular a responsabilização dos acionistas

---

734 Caso os acionistas que se manifestem contrariamente à eleição de um candidato ou chapa sejam minoria, a maioria prevalecerá e elegerá o candidato ou chapa de sua preferência.

que não exerçam seu voto no sentido do interesse social (art. 115, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações; e, no caso do acionista controlador, art. 116, parágrafo único, da Lei das Sociedades por Ações)<sup>735</sup>.

Em síntese, portanto, os votos negativos (contrários) devem ser admitidos nas eleições, gerais e em separado, de conselheiros de administração das companhias brasileiras, de forma que os acionistas têm a possibilidade de, conforme entenderem mais adequado: (i) votar a favor de um candidato ou chapa, (ii) votar contrariamente a um ou mais candidatos ou chapas submetidos à votação (*i.e.*, proferir um voto negativo) ou (iii) apresentar um voto não válido (branco, nulo ou abstenção), observados os procedimentos de votação estabelecidos para cada sociedade e deliberação assemblear<sup>736</sup>. Tanto os votos favoráveis quanto os votos contrários (negativos) deverão ser considerados para a apuração dos resultados da votação e atingimento, ou não, dos quóruns de deliberação aplicáveis em cada caso, diferentemente dos votos não válidos (brancos, nulos e abstenções), que são desconsiderados para esses fins<sup>737</sup>. Essa é, em síntese, nossa proposta de encaminhamento da questão no Direito Societário brasileiro.

O voto negativo (contrário) pode ser proferido em relação a um, a alguns ou a todos os candidatos ou chapas em votação, a critério do acionista. O mais natural é que o acionista rejeite todos os candidatos ou chapas submetidos à deliberação, já que, caso fosse favorável à eleição de algum deles, poderia votar a favor de sua eleição, em vez de apresentar um voto negativo. No entanto, nada impede que o voto contrário compreenda apenas um ou alguns dos candidatos ou chapas em votação. Não se trata de multiplicação de voto – o que não seria possível, considerando o princípio de um voto por ação (art. 110,

---

735 Sobre o voto abusivo, ver, por todos, FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A. (e Outros Escritos sobre Conflito de Interesses)*, 2ª ed. São Paulo: Malheiros. 2014, pp. 86-103.

736 Nesse aspecto, cabe o esclarecimento de que o acionista não pode votar, com as mesmas ações, em mais de um sentido, uma que cada ação concede apenas um voto nas deliberações, ressalvadas as hipóteses de voto plural atualmente admitidas pela lei (art. 110, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações).

737 Para a análise dos quóruns de deliberação e procedimentos de votação, ver os itens 2.1, 2.2 e 3.2 deste artigo.

*caput*, da Lei das Sociedades por Ações<sup>738</sup>), com as ressalvas às ações com voto plural atualmente admitidas nas companhias brasileiras –, mas apenas da possibilidade de delimitação do conteúdo do voto negativo, que pode ser mais extenso (todos os candidatos ou chapas em votação) ou mais limitado (apenas um ou alguns candidatos ou chapas em votação).

Em caso de eleição geral, a deliberação se sujeita ao quórum de maioria absoluta de votos, ou quórum superior estabelecido pelo estatuto social, caso se trate de companhia fechada (art. 129, *caput* e §1º, da Lei das Sociedades por Ações)<sup>739</sup>. Para que um candidato ou chapa seja considerado eleito deve, portanto, congrega a maioria dos votos válidos proferidos pelos acionistas presentes (favoráveis e contrários), descontando-se os votos não válidos (brancos, nulos e abstenções). Nesse caso, os votos negativos (contrários), por serem válidos, aumentam o número de votos necessários para que se atinja a maioria favorável a um candidato ou chapa em votação. Caso os votos negativos sejam mais numerosos que os votos favoráveis (em quaisquer candidatos ou chapas) ou caso, ainda que menos numerosos que os votos favoráveis, nenhum candidato ou chapa congregue mais da metade dos votos válidos (favoráveis ou contrários), nenhum candidato ou chapa será considerado eleito. O acionista pode votar contrariamente a um ou mais candidatos ou chapas, mas, em princípio, a distribuição do voto negativo entre um ou todos os candidatos ou chapas pode não afetar os resultados, já que, em qualquer caso, há o aumento da base de votos válidos para apuração da maioria absoluta de votos e o candidato ou chapa a ser eleito deverá congrega mais da metade dos votos válidos, independentemente da alocação dos demais votos favoráveis em outros candidatos ou chapas ou de votos negativos contra um ou todos os candidatos ou chapas<sup>740</sup>. A depender do formato

---

738 Cf. art. 110, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembléia-geral”.

739 Para a discussão sobre o quórum de deliberação aplicável à eleição em colégio geral, ver o item 2.1 deste artigo.

740 Por se tratar de quórum de maioria absoluta, o candidato ou chapa eleito com mais da metade dos votos válidos terá, necessariamente, mais votos favoráveis do que votos

de eleição, a alocação do voto negativo em todos ou apenas em alguns candidatos pode apresentar efeitos diversos.

Nas eleições em separado, a deliberação se sujeita ao quórum de maioria relativa dos votos válidos proferidos pelo colégio em separado – ou seja, considera-se eleito o candidato que tiver o maior número de votos favoráveis, ainda que não correspondam a mais da metade dos votos válidos proferidos na deliberação<sup>741</sup>. Caso sejam proferidos votos negativos (contrários) contra um ou mais candidatos sujeitos à votação, apenas poderão ser considerados eleitos aqueles que tiverem mais votos favoráveis do que votos contrários, para que se possa efetivamente dar aplicação ao princípio da maioria – em outras palavras, não se pode eleger um candidato que tenha mais reprovações do que aprovações entre os acionistas integrantes do colégio em separado. Ou seja, os votos contrários constituem uma barreira à eleição de candidatos, que deve ser superada pelos votos favoráveis. Nesse caso, por ser aplicado o quórum de maioria relativa, a alocação dos votos negativos proferidos pelos acionistas em um, alguns ou todos os candidatos pode ter impactos mais relevantes do que na eleição em colégio geral, em que se aplica o quórum de maioria absoluta. Como é considerado eleito o candidato com mais votos favoráveis (desde que superiores aos votos contrários), mas que não representem necessariamente mais da metade dos votos válidos, a alocação dos votos negativos em um ou mais candidatos pode alterar os resultados das eleições e até mesmo barrar a eleição do candidato que teve mais votos favoráveis, caso os votos contrários a ele superem os votos favoráveis. A alocação dos votos negativos será especialmente relevante caso se trate de eleições com diversos candidatos em disputa, com cada bloco de acionistas apoiando candidatos diferentes.

---

contrários proferidos contra ele (ainda que tenham sido proferidos votos contrários também contra outros candidatos ou chapas que estejam na disputa).

741 Para a discussão sobre o quórum de deliberação aplicável à eleição em colégio em separado, ver o item 2.1 deste artigo.

## 5.2 VOTO NEGATIVO (CONTRÁRIO): APLICAÇÃO PRÁTICA.

Para ilustração da aplicação prática da conclusão sobre a admissibilidade e validade dos votos negativos (contrários) proferidos por acionistas em eleições de conselheiros de administração, como tratado acima, apresentamos, a seguir, possíveis cenários de eleições e como seriam as apurações do resultado das votações em cada caso. Tratamos dos seguintes cenários: (i) *primeiro cenário* – votação por chapa em colégio geral, com chapa única disputando a eleição; (ii) *segundo cenário* – votação por chapa em colégio geral, com mais de uma chapa disputando a eleição; (iii) *terceiro cenário* – votação individual em colégio geral, com apenas um candidato disputando cada vaga; (iv) *quarto cenário* – votação individual em colégio geral, com mais de um candidato disputando cada vaga; (v) *quinto cenário* – votação individual e simultânea em todos os candidatos e possibilidade de aprovação ou rejeição de cada candidato pelos acionistas, em colégio geral; (vi) *sexto cenário* – votação em colégio em separado, com candidato único; (vii) *sétimo cenário* – votação em colégio em separado, com mais de um candidato disputando a vaga e votos negativos proferidos contra todos os candidatos; e (viii) *oitavo cenário* – votação em colégio em separado, com mais de um candidato disputando a vaga e votos negativos proferidos contra um ou apenas alguns dos candidatos<sup>742</sup>.

Para a ilustração dos cenários, consideramos uma companhia (Companhia Alfa) com 1.000.000 ações ordinárias e 500.000 ações preferenciais sem direito de voto. Todas as ações são de mesma classe. A distribuição das ações entre os acionistas é a seguinte: (i) o Acionista A é titular de 300.000 ações ordinárias; (ii) o Acionista B é titular de 300.000 ações ordinárias; (iii) o Acionista C é titular de 200.000 ações ordinárias; (iv) o Acionista D é titular de 200.000 ações ordinárias; (v) o Acionista E é titular de 200.000 ações preferenciais; (vi) o Acionista

---

742 Em todos os exemplos, consideramos procedimentos de eleição de conselheiros de administração por votação majoritária. Não tratamos, neste item, de procedimentos de eleição por voto múltiplo ou de procedimentos de votação proporcional. Para a discussão sobre procedimentos de eleição de conselheiros de administração e o voto dos acionistas nas eleições, ver os itens 2.2 e 3.2 deste artigo.

F é titular de 150.000 ações preferenciais; (vii) o Acionista G é titular de 100.000 ações preferenciais; e (viii) o Acionista H é titular de 50.000 ações preferenciais. O estatuto social não atribui a qualquer espécie ou classe de ações o direito de eleger conselheiros de administração em separado, nem prevê qualquer regra de quórum de deliberação adicional às regras da Lei das Sociedades por Ações. O estatuto social prevê que o conselho de administração será composto por 3 conselheiros. Consideramos que todos os ordinaristas participaram da votação em colégio eleitoral geral, para a eleição de 2 conselheiros, e todos os preferencialistas optaram por participar da votação em separado, para a eleição de 1 conselheiro.

No *primeiro cenário*, trata-se de eleição de 2 conselheiros de administração, em chapas, com apenas uma chapa em votação, por votação majoritária, em colégio eleitoral geral, com a participação apenas dos ordinaristas. Os acionistas podem optar entre votar favoravelmente à chapa única, apresentar um voto negativo (contrário) ou apresentar um voto não válido (branco, nulo ou abstenção). Nesse cenário, a distribuição dos votos foi a seguinte:

CENÁRIO 1 – ELEIÇÃO POR CHAPA (APENAS 1 CHAPA)					
Acionistas	Acionista A	Acionista B	Acionista C	Acionista D	Total de votos a favor
N.º ações	300.000	300.000	200.000	200.000	
Chapas	Votos				
Chapa X	A favor	Abstenção	Contra	Contra	300.000

Nesta eleição, o colégio eleitoral foi composto por 1.000.000 ações ordinárias e houve 700.000 votos válidos (a favor ou contrários) – desconsideradas as 300.000 abstenções da base de votação. Dessa forma, a formação da maioria absoluta de votos dependia de 350.001 votos favoráveis à chapa única. Neste cenário, a chapa não atingiu a maioria necessária (a Chapa X recebeu apenas 300.000 votos

favoráveis), de forma que não pode ser considerada eleita (art. 129, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações)<sup>743</sup>.

No *segundo cenário*, trata-se de eleição de 2 conselheiros de administração, em chapas, com mais de uma chapa em votação, por votação majoritária, em colégio eleitoral geral, com a participação apenas dos ordinaristas. Todas as chapas são colocadas em votação simultaneamente, de forma que os acionistas podem optar entre votar favoravelmente a alguma delas, apresentar um voto negativo (contrário) ou apresentar um voto não válido (branco, nulo ou abstenção). Nesse cenário, a distribuição dos votos foi a seguinte:

CENÁRIO 2 – ELEIÇÃO POR CHAPA (MAIS DE 1 CHAPA)					
Acionistas	Acionista A	Acionista B	Acionista C	Acionista D	Total de votos a favor
N.º ações	300.000	300.000	200.000	200.000	
Chapas	Votos				
Chapa X	A favor	Contra	-	-	300.000
Chapa Y	-	Contra	A favor	A favor	400.000
Chapa Z	-	Contra	-	-	0

Nesta eleição, o colégio eleitoral foi composto por 1.000.000 ações ordinárias e todos os votos foram válidos (a favor ou contrários). Dessa forma, a formação da maioria absoluta de votos dependia de 500.001 votos favoráveis a uma determinada chapa. Neste cenário, nenhuma das chapas atingiu a maioria necessária (a Chapa X recebeu apenas 300.000 votos favoráveis e a Chapa Y recebeu apenas 400.000

<sup>743</sup> No primeiro cenário, caso os votos negativos fossem equiparados a votos não válidos e desconsiderados da base de votação – o que, como se discutiu neste artigo, não é a conclusão mais adequada –, o resultado seria diferente e a Chapa X seria considerada eleita (por congregar 300.000 votos favoráveis de um total de 300.000 votos, desconsideradas as 300.000 abstenções e os 400.000 votos contrários).

votos favoráveis), de forma que nenhuma delas pode ser considerada eleita (art. 129, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações)<sup>744</sup>.

Observe-se que, caso o Acionista B decidisse demonstrar sua rejeição a determinados candidatos por meio de voto em candidato diverso ou de abstenção, ocorreriam as seguintes situações. Se o Acionista B tivesse votado favoravelmente na Chapa Z, o resultado seria o mesmo do cenário em que o voto negativo proferido pelo Acionista B é considerado no cômputo dos votos válidos – isto é, a base de votos válidos totais do continuaria sendo 1.000.000 votos válidos e ainda seriam necessários 500.001 votos favoráveis para eleger alguma chapa, de forma que nenhuma delas seria eleita (a Chapa X teria 300.000 votos, a Chapa Y teria 400.000 votos e a Chapa Z teria 300.000 votos). Ou seja, os efeitos práticos que o voto negativo pode produzir já são possíveis mediante o voto em candidatos alternativos, sem que nenhum componha a maioria absoluta dos votos. Caso fosse necessário votar em candidato alternativo para que sua rejeição aos demais candidatos fosse considerada, o Acionista B estaria sendo indiretamente obrigado a votar em sentido contrário à sua própria vontade e ao que considera mais aderente ao interesse social – e, a depender de uma diferente alocação de votos pelos outros acionistas, podendo causar um resultado prático que não corresponde à verdadeira intenção do Acionista B (nesse exemplo, a eleição da Chapa Z, caso outro acionista também decidisse votar nessa chapa, compondo a maioria absoluta). Se a escolha do Acionista B fosse a abstenção, a base de votos válidos seria reduzida para 700.000 votos, de forma que a Chapa Y teria sido eleita – o que, novamente, não expressa, da forma mais adequada, a manifestação de vontade do Acionista B. O que se conclui a partir desses exemplos é que, na eleição dos conselheiros de administração, o reconhecimento da possibilidade e da validade do voto negativo (contrário) são essenciais para que as manifestações de

---

744 No segundo cenário, caso os votos negativos fossem equiparados a votos não válidos e desconsiderados da base de votação – o que, como se discutiu neste artigo, não é a conclusão mais adequada –, o resultado seria diferente e a Chapa Y seria considerada eleita (por congregar 400.000 votos favoráveis de um total de 700.000 votos, desconsiderados os 300.000 votos contrários).

vontade dos acionistas expressadas em seus votos sejam efetivamente reconhecidas de maneira completa e verdadeira.

No *terceiro cenário*, trata-se de eleição de 2 conselheiros de administração, em votação uninominal, com apenas um candidato disputando cada vaga, por votação majoritária, em colégio eleitoral geral, com a participação apenas dos ordinaristas. Cada vaga é preenchida individualmente, de forma que os acionistas podem optar entre votar favoravelmente no candidato único em votação, apresentar um voto negativo (contrário) ou apresentar um voto não válido (branco, nulo ou abstenção) em cada votação. Nesse cenário, a distribuição dos votos foi a seguinte:

CENÁRIO 3 – ELEIÇÃO UNINOMINAL – 1ª VAGA (APENAS 1 CANDIDATO)					
Acionistas	Acionista A	Acionista B	Acionista C	Acionista D	Total de votos a favor
N.º ações	300.000	300.000	200.000	200.000	
Candidatos	Votos				
Candidato X	A favor	Abstenção	Abstenção	Contra	300.000

CENÁRIO 3 – ELEIÇÃO UNINOMINAL – 2ª VAGA (APENAS 1 CANDIDATO)					
Acionistas	Acionista A	Acionista B	Acionista C	Acionista D	Total de votos a favor
N.º ações	300.000	300.000	200.000	200.000	
Candidatos	Votos				
Candidato Y	A favor	Contra	Contra	Abstenção	300.000

Na eleição da primeira vaga, o colégio eleitoral foi composto por 1.000.000 ações ordinárias e houve 500.000 válidos (a favor ou contrários) – desconsideradas as 500.000 abstenções da base de votação. Dessa forma, a formação da maioria absoluta de votos dependia de 250.001 votos favoráveis ao candidato único. Neste cenário, o Candidato X obteve 300.000 votos favoráveis e foi considerado eleito (art. 129, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações).

Na eleição da segunda vaga, o colégio eleitoral foi composto por 1.000.000 ações ordinárias e houve 800.000 válidos (a favor ou contrários) – desconsideradas as 200.000 abstenções da base de votação. Dessa forma, a formação da maioria absoluta de votos dependia de 400.001 votos favoráveis ao candidato único. Neste cenário, o candidato não atingiu a maioria necessária (o Candidato Y recebeu apenas 300.000 votos favoráveis), de forma que não pode ser considerado eleito (art. 129, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações)<sup>745</sup>.

No *quarto cenário*, trata-se de eleição de 2 conselheiros de administração, em votação uninominal, com mais de um candidato disputando cada vaga, por votação majoritária, em colégio eleitoral geral, com a participação apenas dos ordinaristas. Cada vaga é preenchida individualmente, de forma que os acionistas podem optar entre votar favoravelmente em um dos candidatos, apresentar um voto negativo (contrário) ou apresentar um voto não válido (branco, nulo ou abstenção) em cada votação. Nesse cenário, a distribuição dos votos foi a seguinte:

CENÁRIO 4 – ELEIÇÃO UNINOMINAL – 1ª VAGA (MAIS DE 1 CANDIDATO)					
Acionistas	Acionista A	Acionista B	Acionista C	Acionista D	Total de votos a favor
N.º ações	300.000	300.000	200.000	200.000	
Candidatos	Votos				
Candidato X	A favor	A favor	Contra	-	600.000
Candidato Y	-	-	Contra	A favor	200.000
Candidato Z	-	-	Contra	-	0

<sup>745</sup> No terceiro cenário, na eleição da segunda vaga, caso os votos negativos fossem equiparados a votos não válidos e desconsiderados da base de votação – o que, como se discutiu neste artigo, não é a conclusão mais adequada –, o resultado seria diferente e o Candidato Y seria considerado eleito (por congregar 300.000 votos favoráveis de um total de 300.000 votos, desconsideradas as 200.000 abstenções e os 500.000 votos contrários).

CENÁRIO 4 – ELEIÇÃO UNINOMINAL – 2ª VAGA (MAIS DE 1 CANDIDATO)					
Acionistas	Acionista A	Acionista B	Acionista C	Acionista D	Total de votos a favor
N.º ações	300.000	300.000	200.000	200.000	
Candidatos	Votos				
Candidato Y	A favor	Contra	Abstenção	-	300.000
Candidato Z	-	Contra	Abstenção	A favor	200.000

Na eleição da primeira vaga, o colégio eleitoral foi composto por 1.000.000 ações ordinárias e todos os votos foram válidos (a favor ou contrários). Dessa forma, a formação da maioria absoluta de votos dependia de 500.001 votos favoráveis a um determinado candidato. Neste cenário, o Candidato X obteve 600.000 votos favoráveis e foi considerado eleito (art. 129, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações).

Na eleição da segunda vaga, o colégio eleitoral foi composto por 1.000.000 ações ordinárias e houve 800.000 votos válidos (a favor ou contrários) – desconsideradas as 200.000 abstenções da base de votação. Dessa forma, a formação da maioria absoluta de votos dependia de 400.001 votos favoráveis a um determinado candidato. Neste cenário, nenhum dos candidatos que disputaram a segunda vaga do conselho de administração atingiu a maioria necessária (o Candidato Y recebeu apenas 300.000 votos favoráveis; e o Candidato Z recebeu apenas 200.000 votos favoráveis), de forma que nenhum deles pode ser considerado eleito (art. 129, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações)<sup>746</sup>.

No *quinto cenário*, trata-se de eleição de 2 conselheiros de administração, em votação individual e simultânea em todos os candidatos e com a possibilidade de aprovação ou rejeição de cada

<sup>746</sup> No quarto cenário, na eleição da segunda vaga, caso os votos negativos fossem equiparados a votos não válidos e desconsiderados da base de votação – o que, como se discutiu neste artigo, não é a conclusão mais adequada –, o resultado seria diferente e o Candidato Y seria considerado eleito (por congregar 300.000 votos favoráveis de um total de 500.000 votos, desconsideradas as 200.000 abstenções e os 300.000 votos contrários).

candidato pelos acionistas, em colégio geral, com a participação apenas dos ordinaristas<sup>747</sup>. Cada vaga é preenchida individualmente, mas em votação simultânea, de forma que os acionistas podem optar entre votar favoravelmente em um dos candidatos, apresentar um voto negativo (contrário) ou apresentar um voto não válido (branco, nulo ou abstenção) em cada candidato. São eleitos os candidatos com mais votos, desde que os votos favoráveis sejam superiores aos votos contrários. Nesse cenário, a distribuição dos votos foi a seguinte:

CENÁRIO 5 – ELEIÇÃO UNINOMINAL SIMULTÂNEA					
Acionistas	Acionista A	Acionista B	Acionista C	Acionista D	Total de votos a favor
N.º ações	300.000	300.000	200.000	200.000	
Candidatos	Votos				
Candidato X	A favor	A favor	Contra	Contra	600.000
Candidato Y	Contra	Contra	A favor	A favor	400.000
Candidato Z	A favor	Contra	Contra	Abstenção	300.000

Nessa eleição, o colégio eleitoral foi composto por 1.000.000 ações ordinárias. Houve 1.000.000 votos válidos (a favor ou contrários) nos candidatos X e Y e 800.000 votos válidos no candidato Z. Dessa forma, a formação da maioria absoluta de votos, para os candidatos X e Y, dependia de 500.001 votos favoráveis e, para o candidato Z, dependia de 400.001 votos favoráveis. Neste cenário, o Candidato X obteve 600.000 votos favoráveis e foi considerado eleito e os demais candidatos obtiveram mais votos contrários do que favoráveis, não sendo considerados eleitos<sup>748</sup>.

747 O quinto cenário foi inspirado no procedimento de votação aventado pela Vale, em que cada candidato deve ser votado por todos os acionistas. O cenário exemplificado é, contudo, mais simples do que o previsto na proposta de alteração estatutária da Vale.

748 No quinto cenário, caso os votos negativos fossem equiparados a votos não válidos e desconsiderados da base de votação – o que, como se discutiu neste artigo, não é a conclusão mais adequada –, o resultado seria diferente e o Candidato Y também seria considerado eleito (por congregar 400.000 votos favoráveis de um total de

No *sexto cenário*, trata-se de eleição de 1 conselheiro de administração, por votação majoritária, em colégio eleitoral em separado, com apenas um candidato em votação e com a participação apenas dos preferencialistas. Os acionistas podem optar entre votar favoravelmente no candidato único, apresentar um voto negativo (contrário) ou apresentar um voto não válido (branco, nulo ou abstenção) em cada votação. Nesse cenário, a distribuição dos votos foi a seguinte:

CENÁRIO 6 – ELEIÇÃO EM SEPARADO (APENAS 1 CANDIDATO)					
Acionistas	Acionista E	Acionista F	Acionista G	Acionista H	Total de votos a favor
N.º ações	200.000	150.000	100.000	50.000	
Candidato	Votos				
Candidato X	A favor	Contra	Contra	Abstenção	200.000

Nesta eleição, o colégio eleitoral foi composto por 500.000 ações preferenciais e houve 450.000 votos válidos (a favor ou contrários) – desconsideradas as 50.000 abstenções da base de votação. Como há apenas um candidato, será considerado eleito caso tenha mais votos favoráveis do que votos contrários. Neste cenário, o candidato sujeito à votação dos acionistas teve mais votos contrários do que votos favoráveis (o Candidato X recebeu 200.000 votos favoráveis e 250.000 votos contrários), de forma que não pode ser considerado eleito<sup>749</sup>.

No *sétimo cenário*, trata-se de eleição de 1 conselheiro de administração, por votação majoritária, em colégio eleitoral em separado, com mais de um candidato disputando a vaga e com a

---

400.000 votos, desconsideradas os 600.000 votos contrários; ao passo que o candidato Z congregou apenas 300.000 votos).

749 No sexto cenário, caso os votos negativos fossem equiparados a votos não válidos e desconsiderados da base de votação – o que, como se discutiu neste artigo, não é a conclusão mais adequada –, o resultado seria diferente e o Candidato X seria considerado eleito (por congregar 200.000 votos favoráveis de um total de 200.000 votos, desconsideradas as 50.000 abstenções e os 250.000 votos contrários).

participação apenas dos preferencialistas. Os acionistas podem optar entre votar favoravelmente em um dos candidatos, apresentar um voto negativo (contrário) ou apresentar um voto não válido (branco, nulo ou abstenção) em cada votação. Todos os acionistas que apresentaram votos negativos foram contrários à eleição de todos os candidatos submetidos à votação. Nesse cenário, a distribuição dos votos foi a seguinte:

<b>CENÁRIO 7 – ELEIÇÃO EM SEPARADO (MAIS DE 1 CANDIDATO E VOTOS NEGATIVOS CONTRA TODOS OS CANDIDATOS)</b>					
<b>Acionistas</b>	<b>Acionista E</b>	<b>Acionista F</b>	<b>Acionista G</b>	<b>Acionista H</b>	<b>Total de votos a favor</b>
<b>N.º ações</b>	200.000	150.000	100.000	50.000	
<b>Candidatos</b>	<b>Votos</b>				
<b>Candidato X</b>	A favor	Contra	Contra	-	200.000
<b>Candidato Y</b>	-	Contra	Contra	A favor	50.000
<b>Candidato Z</b>	-	Contra	Contra	-	0

Nesta eleição, o colégio eleitoral foi composto por 500.000 ações preferenciais e todos os votos foram válidos (a favor ou contrários). Nas eleições em separado, como se viu, elege-se aquele candidato com maior número de votos favoráveis entre os presentes, desde que, em qualquer caso, os votos favoráveis sejam mais numerosos que os votos contrários. Neste cenário, nenhum dos candidatos que disputaram a vaga em separado tiveram mais votos favoráveis do que votos contrários (o Candidato X recebeu 200.000 votos favoráveis e 250.000 votos contrários; e o Candidato Y recebeu 50.000 votos favoráveis e 250.000 votos contrários), de forma que nenhum deles pode ser considerado eleito<sup>750</sup>.

<sup>750</sup> No sétimo cenário, caso os votos negativos fossem equiparados a votos não válidos e desconsiderados da base de votação – o que, como se discutiu neste artigo, não é a conclusão mais adequada –, o resultado seria diferente e o Candidato X seria

No *oitavo cenário*, trata-se de eleição de 1 conselheiro de administração, por votação majoritária, em colégio eleitoral em separado, com mais de um candidato disputando a vaga e com a participação apenas dos preferencialistas. Os acionistas podem optar entre votar favoravelmente em um dos candidatos, apresentar um voto negativo (contrário) ou apresentar um voto não válido (branco, nulo ou abstenção) em cada votação. Os acionistas que apresentaram votos negativos foram contrários à eleição de um ou de alguns candidatos submetidos à votação. Nesse cenário, a distribuição dos votos foi a seguinte:

<b>CENÁRIO 8 – ELEIÇÃO EM SEPARADO (MAIS DE 1 CANDIDATO E VOTOS NEGATIVOS CONTRA UM OU ALGUNS CANDIDATOS)</b>					
<b>Acionistas</b>	<b>Acionista E</b>	<b>Acionista F</b>	<b>Acionista G</b>	<b>Acionista H</b>	<b>Total de votos a favor</b>
<b>N.º ações</b>	200.000	150.000	100.000	50.000	
<b>Candidatos</b>	<b>Votos</b>				
<b>Candidato X</b>	Contra	A favor	-	-	150.000
<b>Candidato Y</b>	-	-	A favor	Contra	100.000
<b>Candidato Z</b>	-	-	-	Contra	0

Nesta eleição, o colégio eleitoral foi composto por 500.000 ações preferenciais e todos os votos foram válidos (a favor ou contrários). Nas eleições em separado, como se viu, elege-se aquele candidato com maior número de votos favoráveis entre os presentes, desde que, em qualquer caso, os votos favoráveis sejam mais numerosos que os votos contrários. Neste cenário, o Candidato X recebeu mais votos contrários do que votos favoráveis (150.000 votos favoráveis e 200.000 votos contrários) e o Candidato Y recebeu mais votos favoráveis do que votos contrários (100.000 votos favoráveis e 50.000 votos

---

considerado eleito (por congregar 200.000 votos favoráveis de um total de 250.000 votos, desconsiderados os 250.000 votos contrários).

contrários), de forma que o Candidato Y é considerado eleito – o que é, potencialmente, um resultado polêmico, já que, se considerados apenas os votos favoráveis, o Candidato X recebeu mais votos do que o Candidato Y<sup>751</sup>.

Os cenários discutidos acima constituem apenas exemplos de aplicação e efeitos do voto negativo (contrário) em eleições de conselheiros de administração, para a ilustração dos conceitos teóricos tratados neste artigo. A vida societária, seguramente, apresentará diversas situações e desafios, alguns possivelmente bastante complexos, a serem avaliados de acordo com as particularidades e circunstâncias concretas, tendo em vista os quóruns de deliberação, os procedimentos de votação e demais normas societárias que compõem o sistema jurídico de cada companhia<sup>752-753</sup>.

## 6. CONCLUSÃO.

A questão do voto negativo (contrário) na eleição de conselheiros de administração, como se viu, foi trazida recentemente ao

---

751 No oitavo cenário, caso os votos negativos fossem equiparados a votos não válidos e desconsiderados da base de votação – o que, como se discutiu neste artigo, não é a conclusão mais adequada –, o resultado seria diferente e o Candidato X seria considerado eleito (por congregar 150.000 votos favoráveis de um total de 250.000 votos, enquanto o Candidato Y recebeu apenas 100.000 votos favoráveis, desconsiderados os 250.000 votos contrários).

752 A expressão “*sistema jurídico da companhia*”, que congrega todas as normas aplicáveis a uma determinada companhia (legais, estatutárias e de outras naturezas) é de BULHÕES PEDREIRA (*Sistema Jurídico da Companhia*. In LAMY FILHO, Alfredo; e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coords.). *Direito das Companhias*, 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 2017, pp. 119-121).

753 Nesse sentido, como ressaltado por COSTA, sobre as constantes questões jurídicas surgidas no funcionamento das sociedades anônimas, no mesmo sentido do excerto que epigrafa este artigo: “*Dizemos, então, sinteticamente, que, sendo o emprego das sociedades por ações muitíssimo vulgar, as constantes novas formas de interesses novos geram novos problemas e novas soluções. O direito é obrigado a informar, é obrigado a trabalhar essas soluções novas. Ora, quando dizemos que surgem sempre novos problemas com o instituto das sociedades por ações, queremos justificar que existem a toda a hora novidades jurídicas nas anônimas*” (Algumas Novidades Jurídicas Sobre Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 1-4. 1959, p. 46).

debate jurídico no Brasil, em especial a partir de casos levados ao conhecimento da CVM, mas ainda não teve uma resolução definitiva<sup>754</sup>.

Nos casos envolvendo companhias abertas discutidos na CVM até o momento, a área técnica tem se posicionado no sentido de não admitir a validade dos votos negativos proferidos por acionistas, em votações em colégios geral e em separado, ou mesmo caso haja previsão expressa no estatuto social<sup>755-756</sup>. De outro lado, nas manifestações pontuais na doutrina sobre o assunto<sup>757</sup>, nos pareceres jurídicos apresentados pelas companhias envolvidas nos processos administrativos na CVM em que se tratou da matéria<sup>758</sup> e em um dos votos dos diretores do Colegiado da CVM que tratou do assunto – ainda que não tenha sido objeto da decisão do Colegiado<sup>759</sup> –, concluiu-se pela

---

754 Em outras jurisdições, a questão não parece ser a possibilidade ou a validade do voto negativo, que é bastante comum. Discute-se, na verdade, as razões pelas quais os acionistas votam dessa forma e os impactos dessas manifestações para a composição da administração. Ver, a esse respeito, *i.a.*, AGGARWAL, Reena; DAHIYA, Sandeep; e YILMAZ, Umit. Why do Investors Vote Against Corporate Directors? *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 924/2023*. 2023.

755 Para a exposição das manifestações da CVM sobre o assunto, ver o item 4.3 deste artigo.

756 A Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC) também se posicionou com ressalvas com relação à previsão do voto contrário no estatuto social da Vale, embora não tenha concluído por sua ilegalidade (Voto Contrário no Brasil: Corporations, Voto Múltiplo e a Regra pela Exceção. *Opinião AMEC*. 22.02.2021).

757 As manifestações foram de GONZALES (*Notas sobre a Eleição do Conselho de Administração por Meio de Votação Majoritária*. In CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; et al. (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas. Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 1. São Paulo: Quartier Latin. 2021, pp. 446-448; e Novas Considerações sobre a Eleição Majoritária para o Conselho de Administração: o Caso Vale. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis nº 6.385 e 6.404*, v. 2. 2021, pp. 55-80). PARENTE relata o caso envolvendo a Vale, mas não se manifesta sobre a validade ou não dos votos negativos (*Mercado de Capitais*. In CARVALHOSA, Modesto Souza Barros (coord.). *Tratado de Direito Empresarial*, v. 6, 3ª ed. São Paulo: Thomson Reuters. 2022, pp. 457-458).

758 Nesse sentido, ver os pareceres de Paulo Cezar Aragão e de Nelson Laks Eizirik et al. juntados no processo CVM SEI 19957.001043/2021-74 (fls. 259-263 e 264-271, respectivamente) e o parecer de Pablo Waldemar Renteria juntado no processo SEI 19957.004239/2022-00 (fls. 255-294).

759 Cf. voto do Dir. Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo no processo CVM SEI 19957.004239/2022-00, j. 05.12.2023.

validade dos votos negativos proferidos por acionistas na deliberação sobre a eleição de membros do conselho de administração.

A solução da questão do voto negativo é relevante. Em companhias (abertas ou fechadas) em que há efetiva disputa pela eleição de conselheiros de administração entre diversos blocos de acionistas, em colégio geral ou em separado, a admissibilidade e os efeitos atribuídos ao voto negativo (contrário) podem impactar, sensivelmente, os resultados das eleições.

Para tratar da questão, analisamos, neste artigo, os argumentos favoráveis e contrários à possibilidade do voto contrário na eleição de conselheiros de administração, em eleições em colégio geral ou em separado, as manifestações da CVM até o momento, e os fundamentos dos procedimentos de eleição, da formação da vontade social e do exercício do direito de voto pelos acionistas, que são necessários para o adequado enquadramento da matéria no sistema da Lei das Sociedades por Ações.

A questão do voto negativo (contrário), em nossa opinião, considerando todos os aspectos que a envolvem, comporta apenas uma solução, no Direito Societário brasileiro: os acionistas podem livremente manifestar o voto negativo (contrário) à eleição de candidatos ou chapas, seja em eleição geral, seja em eleição em separado, e o voto contrário deve ser considerado um voto válido para fins do cômputo dos votos e verificação do atingimento ou não dos quóruns de deliberação aplicáveis em cada caso, não podendo ser equiparado a um voto não válido (branco, nulo ou abstenção), nem desconsiderado da base de votação – ainda que se mantenha sujeito a regras contra o exercício abusivo de voto, que consiste em outra discussão, não relacionada diretamente a este tema. Essa solução se aplica independentemente de haver ou não previsão estatutária específica sobre o voto negativo, uma vez que os fundamentos para sua admissibilidade e validade encontram-se na lei – e, por essa mesma razão, cabe o esclarecimento, não pode o estatuto social

excluir a possibilidade ou a validade do voto negativo nessa ou em outras matérias<sup>760</sup>.

---

760 Para a análise detalhada sobre os argumentos favoráveis a essa conclusão, ver o item 4.1 deste artigo. Para mais detalhes sobre nossa proposta de encaminhamento da questão no Direito Societário brasileiro, e exemplos de sua aplicação prática em eleições de conselheiros, em colégio geral ou em separado, ver o item 5 deste artigo.

## BIBLIOGRAFIA.

Adamek, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros. 2014.

----- . *Da Ação de Desempate no Direito Societário Brasileiro*. In Adamek, Marcelo Vieira von. *Estudos de Direito Societário. Direito Empresarial Contemporâneo 1*. São Paulo: Quartier Latin. 2023.

----- . *Das Competências Privativas Implícitas da Assembleia de Sócios e Acionistas*. In Adamek, Marcelo Vieira von. *Estudos de Direito Societário. Direito Empresarial Contemporâneo 1*. São Paulo: Quartier Latin. 2023.

Aggarwal, Reena; Dahiya, Sandeep; e Yilmaz, Umit. Why do Investors Vote Against Corporate Directors? *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 924/2023*. 2023.

Alvaro, Simone; Mollo, Giovanni; e Siciliano, Giovanni. Il Voto di Lista per la Rappresentanza di Azionisti di Minoranza nell'Organo di Amministrazione delle Società Quotate. *Quaderni Giuridici CONSOB*, v. 1. 2012.

Armour, John; et al. *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*. In Kraakman, Reinier; et al. *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, 3ª ed. Oxford: Oxford University. 2017.

Ascarelli, Tullio. *Princípios e Problemas das Sociedades Anônimas*. In Ascarelli, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, 2ª ed. São Paulo: Saraiva. 1969.

----- . *Vícios das Deliberações Assembleais – Direitos Individuais dos Acionistas – Prescrição*. In Ascarelli, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, 2ª ed. São Paulo: Saraiva. 1969.

Barreto Filho, Oscar. *Estrutura Administrativa das Sociedades Anônimas*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 24. 1976.

Barros, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. *Empty Voting e Hidden (Morphable) Ownership: os Novos Mecanismos de Dissociação dos Direitos Patrimoniais e Políticos dos Acionistas*. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*, v. 114. 2019.

Bchara, Antonio Jesus Marçal Romeiro. *Assembléia Geral*. In Vidigal, Geraldo Camargo; e Martins, Ives Gandra da Silva (coords.). *Comentários à Lei das Sociedades por Ações: Lei 6.404/76*, v. 5. São Paulo: Resenha Universitária / Instituto dos Advogados de São Paulo. 1986.

Borba, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*, 20<sup>a</sup> ed. Rio de Janeiro: Atlas. 2024.

Bulgarelli, Waldirio. *Deliberar não Deliberar é Deliberar?* In Bulgarelli, Waldirio. *Questões de Direito Societário*. São Paulo: Revista dos Tribunais. 1983.

Bulhões Pedreira, José Luiz. *Sistema Jurídico da Companhia*. In Lamy Filho, Alfredo; e Bulhões Pedreira, José Luiz (coords.). *Direito das Companhias*, 2<sup>a</sup> ed. Rio de Janeiro: Forense. 2017.

Campinho, Sérgio. *Curso de Direito Comercial. Sociedade Anônima*, 6<sup>a</sup> ed. São Paulo: Saraiva. 2022.

Campos Batalha, Wilson de Souza. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Arts. 106 a 188*, v. 2. Rio de Janeiro: Forense. 1977.

Carvalho de Mendonça, José Xavier. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro. Dos Comerciantes e seus Auxiliares. Das Sociedades Comerciais (Conclusão)*, v. IV. Rio de Janeiro: Freitas Bastos. 1964.

Carvalhosa, Modesto Souza Barros. *Acordo de Acionistas. Homenagem a Celso Barbi Filho*, 2ª ed. São Paulo: Saraiva. 2015.

\_\_\_\_\_. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Arts. 138 a 205*, v. 3, 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

\_\_\_\_\_. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Arts. 75 a 137*, v. 2, 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

\_\_\_\_\_; e Eizirik, Nelson Laks. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva. 2002.

Castro, Rodrigo Rocha Monteiro de. *Comentários ao Art. 141*. In Coelho, Fabio Ulhôa (coord). *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Rio de Janeiro: Forense. 2021.

Ciocca, Nicoletta. *Il Voto di Lista nelle Società per Azioni*. Milano: Giuffrè. 2018.

Coelho, Fabio Ulhôa. *Comentários ao Art. 115*. In Coelho, Fabio Ulhôa (coord). *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Rio de Janeiro: Forense. 2021.

\_\_\_\_\_. *Curso de Direito Comercial. Direito de Empresa*, v. 2, 19ª ed. São Paulo: Saraiva. 2015.

Cohen, Jonathan. Negative Voting: Why it Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent It. *Harvard Journal on Legislation*, Cambridge, v. 45, n. 1. 2008.

Comparato, Fabio Konder. *A Natureza da Sociedade Anônima e a Questão da Derrogabilidade das Regras Legais de Quorum nas Assembléias Gerais e Reuniões do Conselho de Administração*. In Comparato, Fabio Konder. *Novos Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense. 1981.

----- . *Direito Empresarial. Estudos e Pareceres*. São Paulo: Saraiva. 1995.

-----; e Salomão Filho, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 2014.

Correia, Luís Brito. *Os Administradores de Sociedades Anônimas*. Coimbra: Almedina. 1993.

Costa, Philomeno Joaquim da. Algumas Novidades Jurídicas Sobre Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 1-4. 1959.

----- . *Anotações às Companhias. Arts. 1.º a 27*, v. 1. São Paulo: Revista dos Tribunais. 1980.

Council of Institutional Investors (CII). *FAQ: Majority Voting for Directors*. 2017.

Cozian, Maurice; e Viandier, Alain. *Droit des Sociétés*, 10ª ed. Paris: Litec. 1997.

Cristofaro, Pedro Paulo. *O Empate nas Deliberações das Assembleias Gerais das Companhias*. In Venancio Filho, Alberto; et al. (orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 Anos*. Rio de Janeiro: Forense. 2017.

Cunha Peixoto, Carlos Fulgêncio da. *Sociedade por Ações*, v. 3. São Paulo: Saraiva. 1973.

Easterbrook, Frank Hoover; e Fischel, Daniel Robert. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University. 1991.

Eizirik, Nelson Laks. *A Lei das S/A Comentada. Arts. 138 a 205*, v. 3, 3ª ed. São Paulo: Quartier Latin. 2021.

----- . *A Lei das S/A Comentada. Arts. 80 a 137, v. 2, 3ª ed.* São Paulo: Quartier Latin. 2021.

----- . *Descabimento na Substituição de Conselheiros não Eleitos Mediante tal Sistema.* In Eizirik, Nelson Laks. *Temas de Direito Societário.* Rio de Janeiro: Renovar. 2005.

----- . *Remuneração dos Administradores de Sociedade Anônima. Ausência de Fixação pela Assembleia Geral.* In Eizirik, Nelson Laks. *Direito Societário. Estudos e Pareceres.* São Paulo: Quartier Latin. 2015.

----- . *Votação em Separado para Eleger Membros do Conselho de Administração de Companhia Aberta. Interpretação dos §§ 4º e 5º do Artigo 141 da Lei nº 6.404/1976.* In Eizirik, Nelson Laks. *Direito Societário. Estudos e Pareceres.* São Paulo: Quartier Latin. 2015.

Enriques, Luca; *et al.* *The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies.* In Kraakman, Reinier; *et al.* *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach,* 3ª ed. Oxford: Oxford University. 2017.

Ferreira, Waldemar Martins. *Manual do Comerciante,* 2ª ed. São Paulo: Monteiro Lobato & Comp. 1923.

Forgioni, Paula Andrea. *A Unicidade do Regramento Jurídico das Sociedades Limitadas e o Art. 1.053 do Código Civil. Usos e Costumes e Regência Supletiva.* In Adamek, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos.* São Paulo: Malheiros. 2011.

França, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A. (e Outros Escritos sobre Conflito de Interesses),* 2ª ed. São Paulo: Malheiros. 2014.

Frazão, Ana de Oliveira. *Comentários ao Art. 141. In Coelho, Fabio Ulhôa (coord). Lei das Sociedades Anônimas Comentada.* Rio de Janeiro: Forense. 2021.

Galgano, Francesco. *La Forza del Numero e da Legge della Ragione. Storia del Principio di Maggioranza.* Milano: Il Mulino. 2007.

----- . *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'Economia. La Società per Azione, v. 7.* Padova: CEDAM. 1984.

Gierke, Otto Friedrich von. *Über die Geschichte des Majoritätsprinzipes. In Guggenberger, Bernd; e Offe, Claus (Hrsg.). An den Grenzen der Mehrheitsdemokratie. Politik und Soziologie der Mehrheitsregel.* Opladen: Westdeutscher Verlag. 1984.

Gonzales, Gustavo Machado. *Notas sobre a Eleição do Conselho de Administração por Meio de Votação Majoritária. In Castro, Rodrigo Rocha Monteiro de; et al. (coords.). Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas. Homenagem a Nelson Eizirik, v. 1.* São Paulo: Quartier Latin. 2021.

----- . *Novas Considerações sobre a Eleição Majoritária para o Conselho de Administração: o Caso Vale. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis nº 6.385 e 6.404, v. 2.* 2021.

Guerreiro, José Alexandre Tavares. *Direito das Minorias na Sociedade Anônima. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 63.* 1983.

Guimarães, Ruy Carneiro. *Sociedades por Ações. Notas de Doutrina e Jurisprudência. Arts. 116 a 180 – Formulário – Legislação, v. 3.* Rio de Janeiro: Forense. 1960.

----- . *Sociedades por Ações. Notas de Doutrina e Jurisprudência. Arts. 59 a 115, v. 2.* Rio de Janeiro: Forense. 1960.

Kuyven, Luiz Fernando Martins. *Comentários ao Art. 140. In Gonçalves Neto, Alfredo de Assis (coord). Sociedades. Lei das Sociedades Anônimas Comentada.* São Paulo: Thomson Reuters. 2024.

Lacerda, José Cândido Sampaio de. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Arts. 121 a 165, v. 3.* São Paulo: Saraiva. 1978.

Lamy Filho, Alfredo. A Reforma da Lei de Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 7. 1972.

\_\_\_\_\_; e Bulhões Pedreira, José Luiz. *A Lei das S.A. Pressupostos, Elaboração, Modificações*, v. 1, 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar. 1997.

Lazzareschi Neto, Alfredo Sérgio. *Lei das S.A. Comentada e Anotada*, 7ª ed. São Paulo: Quartier Latin. 2024.

Leães, Luiz Gastão Paes de Barros. *A Adoção do Voto Múltiplo na Substituição de Conselheiros. In Leães, Luiz Gastão Paes de Barros. Novos Pareceres.* São Paulo: Singular. 2018.

\_\_\_\_\_. *A Representação das Minorias no Conselho de Administração. In Leães, Luiz Gastão Paes de Barros. Novos Pareceres.* São Paulo: Singular. 2018.

\_\_\_\_\_. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Arts. 52 a 120*, v. 2. São Paulo: Saraiva. 1980.

Leão Jr., Luciano de Souza. *Conselho de Administração e Diretoria. In Lamy Filho, Alfredo; e Bulhões Pedreira, José Luiz (coords.). Direito das Companhias*, 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 2017.

Ledoux, Patrick. *Le Droit de Vote des Actionnaires.* Paris: L.G.D.J. 2002.

Lucena, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas. Comentários à Lei. Arts. 121 a 188*, v. 2. Rio de Janeiro: Renovar. 2009.

Martins, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Artigo por Artigo*, 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 2010.

Menezes Cordeiro, António Manuel da Rocha e. *SA: Assembleia Geral e Deliberações Sociais*. Coimbra: Almedina. 2009.

Munhoz, Eduardo Secchi. *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*. São Paulo: Saraiva. 2013.

Nascimento, João Pedro Barroso do. *Assembleias Digitais e Outros Reflexos das Tecnologias nas Assembleias de S/A*. São Paulo: Quartier Latin. 2020.

Oliveira, Ana Perestrelo de. Papel e Competência da Assembleia Geral da Sociedade Anônima no Código das Sociedades Comerciais. *Revista de Direito das Sociedades*, v. 14, n. 2. 2022.

Parente, Norma Jonssen. Eleição de Membros do Conselho de Administração pelos Acionistas Minoritários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 131. 2003.

\_\_\_\_\_. *Mercado de Capitais*. In Carvalhosa, Modesto Souza Barros (coord.). *Tratado de Direito Empresarial*, v. 6, 3ª ed. São Paulo: Thomson Reuters. 2022.

Pires, Gudesteu. *Manual das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos. 1943.

Pontes de Miranda, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado. Parte Especial. Direito das Obrigações. Sociedade por Ações*, t. 50. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2012.

Pontes, Aloysio Lopes. *Sociedades Anônimas*, v. 2, 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 1957.

Renteria, Pablo Waldemar. O Debate ainda por vir do Voto Negativo nas Eleições de Conselheiros. *Capital Aberto*. 2021.

Requião, Rubens. *Efeitos do Impedimento de Voto dos Diretores de Sociedades Anônimas*. In Requião, Rubens. *Aspectos Modernos de Direito Comercial. Estudos e Pareceres*, v. 1, 2ª ed. São Paulo: Saraiva. 1988.

----- . *Responsabilidade das Maiorias e Proteção das Minorias nas Sociedades Anônimas*. In Requião, Rubens. *Aspectos Modernos de Direito Comercial. Estudos e Pareceres*, v. 2. São Paulo: Saraiva. 1980.

Ribeiro, Renato Ventura. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin. 2009.

Richter Jr., Mario Stella. Voto di Lista per la Elezione delle Cariche Sociali e Legittimazione dell'Organo Amministrativo alla Presentazione di Candidati. *Rivista di Diritto Societario*, v. 4. 2007.

Robert, Bruno. *As Assembleias das S/A. Exercício do Direito de Voto, Pedidos Públicos de Procuração e Participação a Distância*. São Paulo: Singular. 2016.

Robert III, Henry Martyn, et al. *Robert's Rules of Order*, 12ª ed., ed. digital. New York: Public Affairs. 2020.

Salomão Filho, Calixto. *Organização Interna: Estrutura Orgânica Tríplice*. In Salomão Filho, Calixto. *O Novo Direito Societário*, 2ª ed. São Paulo: Malheiros. 2002.

Sousa, Pedro Oliva Marcilio de. Eleição de Membros do Conselho de Administração pelos Acionistas Minoritários (Exegese do Inciso I do § 4º do Art. 141 da Lei 6.404/1976). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 126. 2002.

Teixeira, Egberto Lacerda; e Guerreiro, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, v. 1. São Paulo: José Bushatsky. 1979.

Tepedino, Ricardo. *Assembleia Geral*. In Lamy Filho, Alfredo; e Bulhões Pedreira, José Luiz (coords.). *Direito das Companhias*, 2<sup>a</sup> ed. Rio de Janeiro: Forense. 2017.

Toledo, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima. Estrutura. Funções e Poderes. Responsabilidades dos Administradores*, 2<sup>a</sup> ed. São Paulo: Atlas. 1999

Valverde, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações. Arts. 74 a 136*, v. 2, 2<sup>a</sup> ed. Rio de Janeiro: Forense. 1953.