

# COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

## PRECEDENTES COMENTADOS

*Organizadores*

**Gustavo Tavares Borba**

**Rodrigo Tavares Borba**

**José Gabriel Assis de Almeida**

Alexandre Costa Rangel • Alexandre Trejos Vargas • Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto • Bianca Napoli Figueiredo • Carlos Alexandre Lobo • Carlos Augusto Junqueira • Carlos Eduardo Aranha • Carlos Martins Neto • Carolina Estarque da Cunha • Claudio Guerreiro • Daniel Kalansky • Eduardo Figueira de Brito • Eli Loria • Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França • Fabiano Marques Milani • Felipe Hanszmann • Fernanda Pereira Carneiro • Frederico Calmon Nogueira da Gama • Gabriela Codorniz • Gisela Sampaio da Cruz • Gustavo Tavares Borba • Henrique Vergara • Ivo Waisberg • João Laudo de Camargo • João Marcelo Sant'Anna da Costa • Jorge Hilário Gouveia Vieira • José Edwaldo Tavares Borba • José Gabriel Assis de Almeida • Julia Damazio Franco • Julia Hebling • Julian Fonseca Peña Chediak • Julio Ramalho Dubeux • Leandro Ravache • Leonardo Barros C. de Araújo • Luiz Antônio de Sampaio Campos • Marcelo Borja • Márcio Souza Guimarães • Marcos Galileu Lorena Dutra • Marcos Saldanha Proença • Marcus de Freitas Henriques • Maria Isabel do Prado Bocater • Mariana Pinto • Mariana Weguelin Vieira • Marlon Tomazette • Mauricio Moreira Menezes • Maurício Teixeira dos Santos • Norma Jonssen Parente • Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo • Paulo Cezar Aragão • Paulo Penna • Pedro Aurélio de Pessôa Filho • Pedro Wehrs do Vale Fernandes • Rafael Andrade • Rafael de Moura Rangel Ney • Raphael Manhães Martins • Renato Buranello • Ricardo Peres Freoa • Rodrigo Tavares Borba • Rodrigo Jesuino Bittencourt • Rodrigo R. Monteiro de Castro • Sérgio Campinho • Thais Vianna Ferro • Thiago Saddi Tannous • Vitor Rozenhal • Viviane Muller Prado • Walfrido Jorge Warde Jr.



**COMISSÃO DE VALORES  
MOBILIÁRIOS PRECEDENTES  
COMENTADOS**



O GEN | Grupo Editorial Nacional – maior plataforma editorial brasileira no segmento científico, técnico e profissional – publica conteúdos nas áreas de concursos, ciências jurídicas, humanas, exatas, da saúde e sociais aplicadas, além de prover serviços direcionados à educação continuada.

As editoras que integram o GEN, das mais respeitadas no mercado editorial, construíram catálogos inigualáveis, com obras decisivas para a formação acadêmica e o aperfeiçoamento de várias gerações de profissionais e estudantes, tendo se tornado sinônimo de qualidade e seriedade.

A missão do GEN e dos núcleos de conteúdo que o compõem é prover a melhor informação científica e distribuí-la de maneira flexível e conveniente, a preços justos, gerando benefícios e servindo a autores, docentes, livreiros, funcionários, colaboradores e acionistas.

Nosso comportamento ético incondicional e nossa responsabilidade social e ambiental são reforçados pela natureza educacional de nossa atividade e dão sustentabilidade ao crescimento contínuo e à rentabilidade do grupo.

# COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS PRECEDENTES COMENTADOS

*Organizadores*

**Gustavo Tavares Borba**

**Rodrigo Tavares Borba**

**José Gabriel Assis de Almeida**

Alexandre Costa Rangel • Alexandre Trejos Vargas • Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto • Bianca Napoli Figueiredo • Carlos Alexandre Lobo • Carlos Augusto Junqueira • Carlos Eduardo Aranha • Carlos Martins Neto • Carolina Estarque da Cunha • Claudio Guerreiro • Daniel Kalansky • Eduardo Figueira de Brito • Eli Loria • Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França • Fabiano Marques Milani • Felipe Hanszmann • Fernanda Pereira Carneiro • Frederico Calmon Nogueira da Gama • Gabriela Codorniz • Gisela Sampaio da Cruz • Gustavo Tavares Borba • Henrique Vergara • Ivo Waisberg • João Laudo de Camargo • João Marcelo Sant'Anna da Costa • Jorge Hilário Gouveia Vieira • José Edwaldo Tavares Borba • José Gabriel Assis de Almeida • Julia Damazio Franco • Julia Hebling • Julian Fonseca Peña Chediak • Julio Ramalho Dubeux • Leandro Ravache • Leonardo Barros C. de Araújo • Luiz Antônio de Sampaio Campos • Marcelo Borja • Márcio Souza Guimarães • Marcos Galileu Lorena Dutra • Marcos Saldanha Proença • Marcus de Freitas Henriques • Maria Isabel do Prado Bocater • Mariana Pinto • Mariana Weguelin Vieira • Marlon Tomazette • Mauricio Moreira Menezes • Maurício Teixeira dos Santos • Norma Jonssen Parente • Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo • Paulo Cezar Aragão • Paulo Penna • Pedro Aurélio de Pessôa Filho • Pedro Wehrs do Vale Fernandes • Rafael Andrade • Rafael de Moura Rangel Ney • Raphael Manhães Martins • Renato Buranello • Ricardo Peres Freoa • Rodrigo Tavares Borba • Rodrigo Jesuino Bittencourt • Rodrigo R. Monteiro de Castro • Sérgio Campinho • Thaís Vianna Ferro • Thiago Saddi Tannous • Vitor Rozenhal • Viviane Muller Prado • Walfrido Jorge Warde Jr.



- O autor deste livro e a editora empenharam seus melhores esforços para assegurar que as informações e os procedimentos apresentados no texto estejam em acordo com os padrões aceitos à época da publicação, e todos os dados foram atualizados pelo autor até a data de fechamento do livro. Entretanto, tendo em conta a evolução das ciências, as atualizações legislativas, as mudanças regulamentares governamentais e o constante fluxo de novas informações sobre os temas que constam do livro, recomendamos enfaticamente que os leitores consultem sempre outras fontes fidedignas, de modo a se certificarem de que as informações contidas no texto estão corretas e de que não houve alterações nas recomendações ou na legislação regulamentadora.

■ Fechamento desta edição: 06.08.2020

- O Autor e a editora se empenharam para citar adequadamente e dar o devido crédito a todos os detentores de direitos autorais de qualquer material utilizado neste livro, dispondo-se a possíveis acertos posteriores caso, inadvertida e involuntariamente, a identificação de algum deles tenha sido omitida.

■ **Atendimento ao cliente: (11) 5080-0751 | faleconosco@grupogen.com.br**

- Direitos exclusivos para a língua portuguesa

Copyright © 2021 by

**Editora Forense Ltda.**

*Uma editora integrante do GEN | Grupo Editorial Nacional*

Travessa do Ouvidor, 11 – Térreo e 6º andar

Rio de Janeiro – RJ – 20040-040

www.grupogen.com.br

- Reservados todos os direitos. É proibida a duplicação ou reprodução deste volume, no todo ou em parte, em quaisquer formas ou por quaisquer meios (eletrônico, mecânico, gravação, fotocópia, distribuição pela Internet ou outros), sem permissão, por escrito, da Editora Forense Ltda.

- Capa: Aurélio Corrêa

- **CIP – BRASIL. CATALOGAÇÃO NA FONTE.  
SINDICATO NACIONAL DOS EDITORES DE LIVROS, RJ.**

C727

Comissão de Valores Mobiliários – precedentes comentados / organização Gustavo Tavares Borba, Rodrigo Tavares Borba, José Gabriel Assis de Almeida. – Rio de Janeiro: Forense, 2021.

Inclui bibliografia

ISBN 978-85-309-9104-3

1. Direito comercial – Brasil. 2. Comissão de Valores Mobiliários (Brasil). 3. Mercado de capitais. 4. Sociedades por ações – Brasil. I. Borba, Gustavo Tavares. II. Almeida, José Gabriel Assis de. III. Borba, Rodrigo Tavares.

20-63755

CDU: 347.7:336.76(81)

Meri Gleice Rodrigues de Souza – Bibliotecária CRB-7/6439

# 7

## CASO SARAIVA X GWI: A ILEGALIDADE DA CONVOCAÇÃO DE ASSEMBLEIA GERAL SEM PAUTA DELIBERATIVA, A POSSIBILIDADE DE A ASSEMBLEIA GERAL DESTITUIR MEMBRO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO ELEITO NA FORMA DO ART. 141, § 4º, E A NECESSIDADE DE REVISÃO DO PROPÓSITO DO ART. 120<sup>1</sup>. PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM 19957.004743/2016-53

### **RODRIGO R. MONTEIRO DE CASTRO**

Advogado, sócio de Monteiro de Castro, Setoguti Advogados. Doutor, mestre e especialista em Direito Comercial pela PUC/SP. MBA pelo Insper/SP. Professor no Ibmec/SP. Professor de Direito Comercial na Universidade Presbiteriana Mackenzie (até 2018). Fundador e Presidente, de 2004 a 2010, do IDSA – Instituto de Direito Societário Aplicado.

### **LEONARDO BARROS C. DE ARAÚJO**

Advogado de Monteiro de Castro, Setoguti Advogados. Mestrando em Direito Comercial pela PUC/SP. Especialista (LL.M.) em Direito Societário pelo Insper/SP. Bacharel em Direito pela Universidade Federal de Pernambuco – Faculdade de Direito do Recife.

<b>Processo Administrativo Sancionador</b>	CVM 19957.004743/2016-53
<b>Principais Temas Abordados</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Análise sobre a possibilidade de a assembleia geral destituir membro do conselho de administração eleito na forma do art. 141, § 4º;</li></ul>

<sup>1</sup> Um dos autores deste artigo atuou pela Companhia no caso ora analisado.

- Análise acerca do instituto da suspensão de direitos de acionistas (art. 120 da LSA); e
- Discussão sobre o âmbito de competência da Assembleia Geral e a possibilidade de se pautar matérias vazias.

## 1. CIRCUNSTÂNCIAS FÁTICAS

Trata-se do caso que envolveu (i) Saraiva S.A. Livreiros Editores (“Saraiva” ou “Companhia”), (ii) seus acionistas controladores e (iii) a GWI Asset Management S.A. (“GWI”) e outros veículos de investimentos ligados à GWI (GWI e os demais veículos são identificados, conjuntamente, apenas como GWI), acionistas titulares de ações preferenciais da Companhia.

Saraiva foi fundada em 1914, por um membro da família que ainda a controla (“Família Saraiva”), e abriu o seu capital em 1972, tendo aderido ao Nível 2 de Listagem, da B3 (então BM&FBovespa), em 2006. Hoje, o capital social da Companhia permanece dividido em ações ordinárias e preferenciais conforme os percentuais que eram admitidos antes do advento da Lei 10.303/2001, de modo que um terço das ações de sua emissão são ordinárias e dois terços são preferenciais<sup>2</sup>.

GWI é uma gestora de fundos de investimentos, ligada ao investidor Mu Hak You (“Mu Hak”), que se envolve, com frequência, em casos polêmicos no âmbito do mercado de capitais. O modo de atuação, conforme se extrai da análise de processos públicos ou de matérias de jornais especializados, costuma se repetir<sup>3</sup>: aquisição de participações

<sup>2</sup> O art. 6º do seu estatuto estabelece que: “As ações preferenciais da Companhia, cujo número poderá corresponder, nos termos do artigo 8º, § 1º, III, da Lei nº 10.303/01, a até 2/3 (dois terços) do total das ações emitidas, conferem aos seus detentores o direito de voto restrito, exclusivamente em relação às seguintes matérias: I. transformação, incorporação, fusão ou cisão da Companhia; II. aprovação de contratos entre a Companhia e o Acionista Controlador (conforme definido no parágrafo primeiro do artigo 22 deste Estatuto), diretamente ou por meio de terceiros, assim como de outras sociedades nas quais o Acionista Controlador tenha interesse, sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em Assembleia Geral; III. avaliação de bens destinados à integralização de aumento de capital da Companhia; IV. escolha de instituição ou empresa especializada para determinação do Valor Econômico da Companhia, nas hipóteses estabelecidas nos artigos 28 e 29 deste Estatuto; V. alteração, modificação ou revogação de dispositivos estatutários que alterem ou modifiquem quaisquer das seguintes disposições: a) o atendimento ao disposto no Capítulo VI deste Estatuto; b) a observância, na eleição do Conselho de Administração, do mandato unificado de, no máximo, 2 (dois) anos, e das demais disposições referentes ao Conselho de Administração e ao Conselho Fiscal contidas no Regulamento Nível 2; c) o atendimento ao disposto no Capítulo VIII deste Estatuto; d) qualquer dos direitos estabelecidos no artigo 5º, § 1º, e no artigo 6º, I a IV, deste Estatuto; e e) demais exigências previstas no item 4.1 do Regulamento Nível 2”.

<sup>3</sup> Ver, a propósito, casos que envolveram a atuação da GWI em outras companhias, como Lojas Americanas, Marfrig, B2W e Gafisa: <<https://capitalaberto.com.br/secoes/reportagem/>>

em companhias que passam por algum tipo de dificuldade, ataque à administração eleita, abalo de confiança e tomada (ou tentativa de tomada) dos controles societário e empresarial.

Esse foi o caminho que se tentou na Saraiva, que lutava, quando GWI iniciou sua escalada acionária na Companhia, para sobreviver às profundas modificações iniciadas no seu segmento; segmento esse que ainda hoje não encontrou meios de combater ou fazer frente aos efeitos da *amazonificação*. As consequências, não apenas no Brasil, foram e ainda são brutais: *players* históricos e relevantes, como Barnes & Noble, nos Estados Unidos, FNAC, Livraria Cultura e a própria Saraiva, por aqui, passaram – ou ainda passam –, conforme o caso, por revisão de modelos de negócios, mudança de controle, fechamento de capital, falência ou, conforme divulgado pela imprensa econômica em relação às duas brasileiras, processos de recuperação judicial.

Voltando à origem do caso em análise, GWI começou a adquirir ações preferenciais de emissão da Saraiva em 2015. Esses valores mobiliários, no mercado, estavam castigados e precificados a valores baixos para a época, de forma que as perspectivas de ganhos (decorrentes da aposta na retomada da cotação) não eram desprezíveis. A estratégia, no entanto, não envolvia apenas uma atuação passiva, enquanto acionista, com vistas à obtenção dos retornos oriundos da valorização das ações; ao contrário.

Em curto intervalo, entre setembro de 2015 e maio de 2016, a participação da GWI passou de aproximadamente 5% para 45% da totalidade das ações preferenciais emitidas pela Saraiva.

A espécie de ação acumulada advinha do fato de ser a única com alguma liquidez e que podia, portanto, ser adquirida no mercado e acumulada. As ações ordinárias em circulação, por outro lado, não lhe permitiriam (à GWI), se adquiridas, viabilizar a pretensão dominadora.

A partir da acumulação de participação acionária em percentual que lhe conferiu alguma relevância, GWI adotou conduta hostilizadora da administração da Saraiva, mediante, sobretudo, (i) a constante formulação dos mais diversos (e por vezes infundados) pedidos de explicação, relativos a toda sorte de assunto, e (ii) a atuação ativa e protestatória, revelando estratégia beligerante.

Nesse período, por ocasião da assembleia geral ordinária realizada em 29 de abril de 2016, valendo-se do disposto no art. 141, § 4º, II, da Lei 6.404/1976 (“LSA”), GWI elegeu, em separado, Mu Hak para o conselho de administração da Companhia. Além disso, também em eleição em apartado, na mesma assembleia, elegeu um membro (e seu suplente) ao conselho fiscal.

Os representantes da GWI na administração da Saraiva e no conselho fiscal passaram então a reproduzir, com mais vigor, as demandas informacionais e a postura de

como-o-coreano-mu-hak-you-arruinou-a-gafisa/;> <<https://exame.abril.com.br/mercados/cvm-suspende-gestor-mu-hak-you-da-gwi-por-5-anos/>>; <<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2016/10/04/apos-embates-gwi-deve-sair-da-saraiva.ghtml>>; <<https://www.istoedinheiro.com.br/noticias/financas/20090730/gwi-ressurge-dascinzas/11351>>; <<https://www.istoedinheiro.com.br/o-ditador-dos-conselhos/>>; <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/12/17/cvm-multa-investidor-mu-hak-you-e-sua-gestora-em-r-600-mil.ghtml>>.



confronto orientadas pela acionista que os elegeu. No caso de Mu Hak, a sua atuação como conselheiro da Companhia desconsiderava a natureza colegiada do órgão de que fazia parte, o que se verificava, dentre outras condutas, pela formulação de pedidos diretos a outros administradores e empregados, independentemente de qualquer deliberação do conselho, e até mesmo a colaboradores de lojas operadas pela Saraiva, em nítida extrapolação de suas competências orgânicas, que atingiu o nível operacional da Companhia.

A trama se intensificou, conforme se depreende de informações públicas e do Item 11 da manifestação da Área Técnica da CVM, consubstanciada no Relatório 79/2016-CVM/SEP/GEA-3 (“Relatório SEP/CVM”) – sobre o qual se discorrerá a seguir –, os quais relatam invasão à sede da Saraiva, protagonizada por Mu Hak e pela conselheira fiscal indicada pela GWI<sup>4</sup>.

Os fatos narrados revelam a intensificação dos movimentos voltados ao enfraquecimento dos administradores da Companhia – e da própria Companhia –, com o propósito de pavimentar os caminhos para introduzir uma nova administração executiva, sob orientação e dominação da GWI.

E isso, aliás, pode ser confirmado nos itens 13 e 14 do Relatório SEP/CVM, em que se descreve a tentativa de Mu Hak de convencer o conselho de administração da Companhia a convocar assembleia geral extraordinária para tratar da situação financeira da Saraiva. A proposta, no entanto, restou vencida, sob o fundamento de que o órgão assemblear detém função deliberativa – e não informativa (tema que será abordado mais adiante neste artigo).

Apesar do resultado desfavorável, o conselheiro Mu Hak indicou, e fez constar em ata<sup>5</sup>, que não se submeteria à decisão colegiada, e convocaria a assembleia geral pretendida mesmo assim.

Em reação, Saraiva ajuizou Ação Cautelar com o propósito de impedir a convocação da assembleia geral extraordinária, alegando que, em suma, ela teria cunho especulativo, com a finalidade de abalar a reputação da Saraiva perante o mercado acionário, o que possibilitaria a aquisição de mais ações por parte da GWI, por preço abaixo da média das cotações. A Companhia sustentou também que o fato de a GWI ser detentora de apenas ações preferenciais não permitiria a esta deliberar sobre nada na assembleia, afastando a existência de qualquer interesse legítimo que pudesse justificar a convocação.

O pedido cautelar foi deferido sob os seguintes argumentos: a) discordância com a competência estabelecida por lei para convocação da assembleia; b) ausência

<sup>4</sup> Sócio minoritário da Saraiva invade sede da empresa e faz família elevar o tom: <<https://www.publishnews.com.br/materias/2016/07/05/scio-minoritrio-da-saraiva-invade-sede-da-empresa-e-faz-familia-elevar-o-tom>>. Investidor coreano entra em choque na Saraiva: <<https://exame.abril.com.br/revista-exame/a-nova-briga-do-coreano/>>.

<sup>5</sup> O conteúdo da manifestação, extraído da respectiva ata, é o seguinte: “5.1.1. Após a deliberação, o Presidente do CA indagou ao Sr. Mu Hak You se, mesmo diante da negativa de convocação, pretendia convocar a Assembleia Geral, consignando e reforçando que esta medida causaria grandes danos à Companhia; em resposta à indagação o Sr. Mu Hak You afirmou que manteria sua posição de convocar uma Assembleia Geral para deliberar sobre a referida matéria”.

de fundamentação sobre a intenção de deliberar acerca da situação econômico-financeira da companhia; c) reconhecimento do caráter especulativo da convocação; e d) caracterização de abuso de direito pela GWI como acionista preferencial. Impediu-se, assim, a convocação da assembleia geral que nada deliberaria.

Inobstante o exposto, GWI realizou a convocação, em ato que, na opinião da Saraiva, significou descumprimento de ordem judicial. A GWI, por outro lado, alegou que recebera a notícia da prolação da decisão na véspera da convocação, não tendo tempo hábil para atender à ordem judicial.

A Saraiva apresentou reclamação à CVM contra GWI e seus representantes indicados para ocupar cargos de administração e no conselho fiscal e convocou uma assembleia geral extraordinária para 25 de julho de 2016 (“AGE Destituição”), a fim de deliberar sobre a seguinte ordem do dia:

1. A destituição do Sr. Mu Hak You do cargo de conselheiro da Companhia;
2. a destituição da Sra. Ana Maria Loureiro Recart do cargo de membro do Conselho Fiscal da Companhia;
3. a suspensão de direitos, nos termos do art. 120 da Lei nº 6.404/76, dos acionistas (1) GWI Classic Fundo de Investimento em Ações; (2) GWI High Growth Fundo de Investimento em Ações; (3) GWI Pipes Fundo de Investimento em Ações; (4) GWI Small e Mid Caps Fundo de Investimento em Ações; (5) Fundo de Investimento em Ações GWI Private Investimento no Exterior; (6) GWI Dividendos Fundo de Investimento em Ações; (7) GWI Leverage Fundo de Investimento em Ações; (8) GWI Empreendimentos Imobiliários S/A; (9) GWI Brazil and Latin America Master Fund Ltd.; e (10) GWI Asset Management S.A.;
4. Autorização para propositura de ação de responsabilidade, nos termos do art. 159 da Lei nº 6.404/76, contra o Sr. Mu Hak You e a Sra. Ana Maria Loureiro Recart; e
5. a eleição em separado pelos demais detentores de ações preferenciais, excluídos os que tiverem seus direitos suspensos, de membro do Conselho de Administração.

Inconformada com a convocação promovida pela Companhia, GWI apresentou à CVM pedido de interrupção do curso do prazo da assembleia geral extraordinária, com fundamento no art. 124, § 5º, II, da LSA, diante da existência de supostas irregularidades na ordem do dia. Argumentou, ainda, que sua atuação envolvia os melhores interesses da Saraiva, bem como sugeriu a caracterização da prática de atos abusivos, pelos controladores, conforme relatado no item 24 do Relatório SEP/CVM.

Em sua manifestação, a Saraiva apontou que a GWI já havia tentado, sem sucesso, por meio de ação cautelar, suspender a AGE Destituição, e que as imputações formuladas por aquela acionista eram descabidas. Mais do que isso, aliás: sustentou a necessidade de manutenção da AGE Destituição e de sua pauta, sob o fundamento de supostas ilegalidades praticadas pela GWI e pelos seus representantes, que envolveriam, conforme indicado nos itens 30 e 31 do Relatório SEP/CVM, as seguintes condutas:

30. Esses atos ilegais, que a Saraiva aponta como fundamentos da AGE, são resumidamente os seguintes:
  - a) invasão da sala da diretoria, conforme destacado acima;

- b) convocação de assembleia geral sem objeto, para discutir uma inexistente insolvência, a despeito dos vários esclarecimentos prestados pela diretoria – episódio esse também mencionado acima;
- c) descumprimento de ordem judicial: apesar da decisão judicial para que se abstivessem de fazer a convocação de assembleia pretendida, o GWI ainda assim publicou um edital para que os acionistas debatessem em assembleia os “desafios” da Companhia, um eufemismo para crise;
- d) anúncio divulgado pelo GWI na imprensa em 06.07.2016 (SEI nº 0133554), com acusações contra a Companhia, expondo detalhes do conflito existente e, por essa razão, em violação à ordem judicial acima, que proibiu a divulgação de “qualquer notícia de mácula a envolver a situação econômico-financeira da [Companhia]”;
- e) anúncio divulgado pelo GWI na imprensa em 14.07.2016 (SEI nº 0133797), com novas acusações, em mais uma infração à decisão judicial, e com uma confissão de que teria feito negócios entre diferentes veículos de investimento com vistas a determinar uma condição artificial das ações de emissão da Saraiva, como um market maker, mas sem autorização para tal.

31. Além desses atos que reputa ilegais, a Saraiva acresce o que denomina como “forte suspeita” e que consiste nas possíveis práticas de manipulação de preço e uso indevido de informação privilegiada, que constam na reclamação apresentada pela Companhia à CVM.

## 2. PRINCIPAL(IS) QUESTÃO(ÕES) ANALISADA(S)

Em resumo, as principais questões analisadas pela Área Técnica e pelo Colegiado da CVM, para decidir sobre a existência ou não de razões para se interromper o curso do prazo para a AGE Destituição, por conta de possíveis ilegalidades na respectiva pauta, foram as seguintes: (i) a assembleia geral, em colégio eleitoral normal, pode destituir administrador eleito por colégio eleitoral especial, formado por acionistas minoritários, nos termos do art. 141, § 4º, da LSA?; (ii) seria possível, no caso concreto, deliberar sobre a suspensão de direitos de acionistas, em conformidade com o disposto no art. 120 da LSA?; (iii) a proposta de deliberar sobre a propositura de ação de responsabilidade contra administrador (art. 159 da LSA) continha algum vício?; (iv) por fim, havia, de acordo com as características do caso, motivos para interromper a AGE Destituição?

É importante destacar que a Área Técnica procurou deixar claro que a discussão de pano de fundo, travada entre os acionistas da Saraiva, em especial no que tocava ao mérito das supostas práticas de atos abusivos, protagonizados por acionistas minoritários ou controladores, não seria objeto de análise, em virtude de a decisão sobre a interrupção ou não do curso do prazo de assembleia se dar em cognição sumária, não exauriente e incompatível, portanto, com a profundidade que se exigiria para decidir sobre os outros temas.

<sup>6</sup> “Art. 120. A assembleia geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação”.

Limitou-se a CVM, assim, à verificação de eventuais irregularidades na ordem do dia da AGE Destituição<sup>7</sup>.

### 3. DECISÃO DA CVM

#### 3.1 Posicionamento da área técnica

A análise promovida pela Área Técnica da CVM, que resultou no Relatório SEP/CVM, passou detidamente pelos pontos centrais do caso Saraiva, tendo sido imprescindível para subsidiar as discussões havidas entre os Diretores no Colegiado. Por esse motivo, será resumida adiante.

Como já destacado no capítulo antecedente, ao analisar o escopo do imbróglio, a partir do item 39 do Relatório SEP/CVM, a Área Técnica afastou a sua competência para oferecer solução definitiva em relação às alegações das partes, que deveriam ser aprofundadas nos processos que tramitavam perante as respectivas superintendências (SEP e SMI). Caber-lhe-ia, no entanto, analisar eventuais ilegalidades em relação à pauta – o que foi realizado –, desmembrando o trabalho analítico em quatro grupos, em referência à ordem do dia: (i) destituição de administradores e eleição de substitutos (itens 1, 2 e 5 da pauta); (ii) suspensão de direitos (item 3); (iii) propositura de ação de responsabilidade (item 4); e (iv) desnecessidade de interrupção da AGE Destituição.

##### *(i) Itens 1, 2 e 5 da pauta*

Em relação ao primeiro grupo, a Área Técnica apontou que a destituição, por assembleia geral da qual participassem todos os acionistas votantes (e não apenas aqueles que formaram o colégio eleitoral especial, da votação em separado), de Mu Hak e da conselheira fiscal indicada pela GWI, não denotava qualquer irregularidade, pois é competência assemblear, nos termos do art. 122, II, da LSA, destituí-los, a qualquer tempo.

Ademais, considerando que o mesmo colégio eleitoral que procedera à indicação dos destituídos teria a oportunidade de, na própria AGE Destituição, eleger os substitutos, igualmente não se identificaria qualquer abusividade por força da destituição pela assembleia geral. Esse tema, a propósito, será aprofundado no capítulo 4 do presente estudo.

##### *(ii) Item 3 da pauta*

Na sequência, a Área Técnica enfrentou o item que se demonstrou mais controverso nesse caso: a pretensão de suspender direitos de acionista titularizados pela GWI, com fulcro no art. 120 da LSA.

<sup>7</sup> “A Saraiva argumentou, com razão, que a decisão da CVM em relação aos pedidos fundados no art. 124, § 5º, da Lei 6.404/76 é fruto de uma cognição sumária, que não é voltada a produzir conclusões definitivas sobre hipóteses de abuso de poder de controle. Mas note-se que isso também vale para alegações de abuso de minoria e práticas irregulares em negociação de ações, que também requerem apurações extensas. 39. Por isso, o escopo da presente análise não é solucionar definitivamente as alegações dessa natureza feitas pela GWI ou pela Saraiva. Tais questões serão aprofundadas nos demais processos antes mencionados em trâmite na SEP e na SMI. Por ora, limita-se a analisar pontualmente as possíveis ilegalidades contidas na pauta da AGE”.

A Área Técnica anotou que: (i) havia significativa indefinição sobre a extensão em que as obrigações supostamente descumpridas foram praticadas pela GWI ou pelas pessoas que se pretendia destituir (isto é, administradores, e não acionistas); (ii) a CVM sempre buscou ser criteriosa na separação entre as responsabilidades de acionista e de administrador; (iii) o principal fato que poderia ser inequivocamente imputado à GWI era a tentativa de convocação de assembleia geral extraordinária sem pauta deliberativa, a qual – sem adentrar ao mérito quanto à regularidade – não chegou a ocorrer, por força de decisão judicial; (iv) a Companhia pretendia usar o art. 120 em cenário de disputa societária, para o qual ele não se enquadraria; (v) eventual abuso por parte da GWI seria interrompido com a destituição das pessoas por ela indicadas; e (vi) a suspensão pretendida perduraria até que a CVM concluísse se houvera a prática de condutas irregulares pela GWI, o que equivaleria ao aniquilamento de direitos políticos, pelo prazo necessário à apuração dos fatos – incluindo acusação, julgamento e recursos.

Com base nesses motivos, a Área Técnica entendeu que existia ilegalidade em relação ao item 3 da pauta, o qual não poderia ser deliberado, mas que não impediria – como se verá a seguir – o curso do prazo da AGE Destituição.

#### *(iii) Item 4 da pauta*

Feita análise formal da questão, concluiu-se pela sua pertinência, com base no art. 159 da LSA. Ato contínuo, a Área Técnica, reconhecendo que a adequação formal não encerrava sua função analítica, passou a avaliar se a pretensão acerca da propositura de ação de responsabilidade implicaria abuso de prerrogativa (ou de direito), como sustentado pela GWI. Não se tratou de uma avaliação de mérito, mas da existência de elementos que, ao menos, justificassem a colocação do tema em pauta; ou, sob ótica inversa, buscou-se entender se o objetivo era prejudicar determinados administrador e conselheiro fiscal.

Com base nos documentos apresentados à CVM, a Área Técnica concluiu que existiam elementos justificadores da propositura da ação de responsabilidade.

#### *(iv) Desnecessidade de interrupção da AGE Destituição.*

Por fim, e considerando as análises anteriores, o Relatório SEP/CVM dedicou capítulo para apresentar seu entendimento a respeito da necessidade de interrupção da AGE Destituição, conforme pedido pela GWI, na forma do art. 124, § 5º, II, da LSA.

Como, na opinião da Área Técnica, a única irregularidade da ordem do dia consistia no item 3 da pauta, e que tal irregularidade não prejudicaria o conclave como um todo, concluiu-se pela inexistência de motivos para uma intervenção interruptiva.

Recomendou, no entanto, que a Companhia tomasse as providências necessárias para que seus acionistas não deliberassem o tema contido no item 3, sob pena de instauração de processo sancionador.

### **3.2 Julgamento do colegiado**

Recebidas as conclusões da Área Técnica, o Colegiado reuniu-se em 21 de julho de 2016, com a presença dos Diretores Leonardo Porciuncula Gomes Pereira (Presidente), Gustavo Rabelo Tavares Borba, Henrique Balduino Machado Moreira, Pablo Waldemar Renteria e Roberto Tadeu Antunes Fernandes, e decidiu, por unanimidade, não interromper o curso do prazo de convocação da AGE Destituição, pois: (i)

já se identificara a ilegalidade em relação ao item 3 da pauta (o que não justificava a interrupção); e (ii) não havia irregularidade em relação ao restante da ordem do dia, conforme o Relatório SEP/CVM.

Ressaltou-se, ainda, que a norma do art. 120 da LSA consistia em instrumento de coerção disponível à assembleia geral para compelir acionista a purgar a mora decorrente de obrigação legal ou estatutária – situação que não se verificava no caso.

Por fim, os Diretores Leonardo Porciuncula Gomes Pereira, Pablo Waldemar Renteria e Roberto Tadeu Antunes Fernandes anotaram que, nos termos do art. 141, § 4º, II, da LSA, a destituição de conselheiro eleito por determinado grupo de acionistas, em eleição em separado, somente poderia se realizar pelo mesmo grupo que compôs o colégio eleitoral especial, sob pena de abalo de mecanismo instituído pela LSA em favor de acionistas minoritários.

Esse posicionamento, no entanto, além de ir em sentido oposto ao defendido pela Área Técnica, foi objeto de divergência dos Diretores Gustavo Rabelo Tavares Borba e Henrique Balduino Machado Moreira, o que motivou a apresentação de Declaração de Voto analisada a seguir.

### 3.3 A declaração de voto do Diretor Gustavo Rabelo Tavares Borba

O Diretor Gustavo Rabelo Tavares Borba manifestou discordância em relação à posição prevalente no Colegiado, a respeito da legitimidade para compor quórum deliberativo de destituição de administrador eleito por grupo de acionistas em votação separada (no caso, na forma do art. 141, § 4º, II, da LSA). Em sua opinião, esse entendimento afetava o princípio majoritário, estabilizador da companhia – e do direito societário brasileiro –, por impedir a maioria acionária de destituir administradores que agissem de forma irregular.

E foi além: a prerrogativa conferida pelo mencionado parágrafo, que envolve não apenas a eleição, como a destituição de membro do conselho de administração, implicaria, na verdade, a possibilidade de o grupo eleitor destituir o eleito, a qualquer tempo e independentemente de motivação, sem que os demais acionistas pudessem evitar a destituição; mas isso, por outro lado, não afastava a prerrogativa de a maioria dos acionistas (incluindo o acionista controlador) também o destituírem, se verificado ato ou conduta irregular, configurador de justa causa. Aliás, o sistema de freios e contrapesos instituído pela LSA – que opera em respeito ao princípio majoritário – somente admitiria a intervenção da assembleia geral (na deliberação de colégio eleitoral especial) se configurada a mencionada justa causa (ou justo motivo).

Por fim, o Diretor refutou o argumento de que a única forma de afastamento de conselheiro eleito em separado seria a autorização para propositura de ação de responsabilidade, visto que esta hipótese seria inconfundível com a *simples* destituição, operada pela inadequação de conduta de conselheiro, motivadora da reação *com causa*.

## 4. ANÁLISE CRÍTICA

Além daqueles assuntos que formam o cerne do julgamento da CVM, conforme já indicado anteriormente (em resumo, a destituição de administrador eleito por votação em separado e a suspensão de direitos de acionista), outros dois temas, os quais

não fizeram parte do julgamento do Colegiado, mas foram relevantes para o desfecho do caso, merecem algumas considerações: (i) o efeito da inversão da pauta, na AGE Destituição, sobre os itens 1 e 2 da ordem do dia; e (ii) a convocação de assembleia para tratar de matérias vazias. A análise crítica começa por eles.

#### 4.1 As deliberações da AGE Destituição

Instalada a AGE Destituição, determinados acionistas propuseram que se deliberasse a inversão da ordem do dia, passando o item 4 – isto é, a autorização para propositura de ação de responsabilidade – a ser o primeiro item da pauta; o que foi aprovado.

Os acionistas, então, discutiram o assunto e decidiram, por maioria, autorizar a propositura de ação de responsabilidade, pela Companhia, nos termos do art. 159, contra os membros do conselho de administração (Mu Hak) e do conselho fiscal eleitos pela GWI. Ficou consignado, ademais, que, em decorrência dessa deliberação, ambos estavam impedidos de exercer os respectivos cargos, os quais se tornaram vagos (e, no caso do conselho de administração, fora ocupado, na mesma assembleia, por substituto eleito pelo mesmo grupo de acionistas que havia indicado Mu Hak, em votação em separado).

Veja-se que, com esse movimento, os itens 1 e 2 da ordem dia (as destituições dos conselheiros de administração e fiscal indicados pela GWI) restaram prejudicados e não foram deliberados.

#### 4.2 A competência da Assembleia Geral e as matérias vazias

Um outro elemento relevante para a compreensão do caso Saraiva – e que não chegou, propriamente, a ser debatido na CVM, pois decidido em juízo em momento anterior, no âmbito da Ação Cautelar – relaciona-se com a convocação da assembleia geral extraordinária, sem pauta deliberativa (e decisória), promovida pela GWI.

Sobre o tema, rememore-se que o art. 121 da LSA assim dispõe: “[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”<sup>8</sup>. A esse artigo se soma – ou se combina – o art. 122, o qual atribui à assembleia geral competência exclusiva para *deliberar* sobre determinadas matérias, as quais, conseqüentemente, não poderão ser atribuídas a outros órgãos, criados por lei ou pelo estatuto da companhia<sup>9</sup>. Somente os acionistas, nesses casos, poderão exprimir a vontade social.

<sup>8</sup> O parágrafo único, instituído pela Lei 12.431, de 2011, tinha, à época, a seguinte redação: “[n]as companhias abertas, o acionista poderá participar e votar a distância em assembleia geral, nos termos da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários”. Registre-se que esse dispositivo foi novamente alterado pela Lei nº 14.030/2020, passando a vigor com a seguinte redação: “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”.

<sup>9</sup> As matérias são as seguintes: “I – reformar o estatuto social; II – eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142; III – tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas; IV – autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto

Destaca-se, aliás, que tais atribuições, listadas no art. 122, não são as únicas de natureza privativa da assembleia geral. Com efeito, a LSA prevê outras que, apesar de não inseridas no artigo específico (*i.e.*, no art. 122), e se encontrarem dispersas em seu corpo, também deverão ser deliberadas única e exclusivamente pela assembleia geral, órgão soberano da companhia – devendo a sua atuação, contudo, ocorrer nos estritos parâmetros legais.

Assim, em *primeiro lugar*, não se trata a assembleia de órgão que funciona de modo permanente. Ela se reúne em observância aos procedimentos previstos em lei e no estatuto social, e se dissolve ao término de cada sessão, com vistas à tomada das decisões que se afigurem necessárias e sejam de sua competência.

Portanto, em *segundo lugar*, a assembleia geral somente se instala mediante convocação operada nos estritos termos da lei (e do estatuto social). Uma exceção, todavia, é admitida no sistema: o comparecimento de todos os acionistas a determinado conclave, na forma do art. 124, § 4º, o que supre a inobservância da formalidade convocatória.

A preocupação com o procedimento, que tem como propósito oferecer a todos os acionistas o mesmo nível de informação sobre a ocorrência da assembleia para que possam, caso queiram, comparecer e, ao menos, se manifestar, reforça a natureza eventual da atuação assemblear; afinal, a reunião dos acionistas, exceto na hipótese de deliberação anual e ordinária, consoante o art. 132, somente ocorrerá, em princípio, nas hipóteses em que a lei ou o estatuto exigirem sua manifestação, se e quando elas se verificarem. Mas, mesmo na hipótese do mencionado art. 132, também estará condicionada ao chamamento público.

Ao se manifestar, por meio de uma deliberação, a assembleia geral formula um comando (ou uma decisão), de observância obrigatória, que se impõe sobre a administração.

No entanto, assim como a assembleia geral não é dotada de poderes absolutos, o comando (ou a decisão) que ela emite também encontra limites no próprio sistema. A LSA, nesse sentido, criou uma estrutura hierárquica inabalável, nem mesmo pelo órgão supremo, o qual não poderá deliberar sobre temas atribuídos a outros órgãos (art. 139)<sup>10</sup>.

Em outras palavras, não se inserem na competência da assembleia, por exemplo, a prática de atos de administração, que são atribuídos à diretoria e ao conselho de administração, se existente.

De modo que, em *terceiro lugar*, a assembleia geral não poderá se imiscuir em temas que não lhe tocam, como aqueles de natureza administrativa.

Em *quarto e último lugar*, a assembleia geral se reunirá para, conforme previsto no art. 121, decidir (sobre temas de sua competência). O verbo empregado pela LSA – *decidir* – indica, de modo inequívoco, a natureza da sua atuação: decisória.

nos §§ 1º, 2º e 4º do art. 59; V – suspender o exercício dos direitos do acionista (art. 120); VI – deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social; VII – autorizar a emissão de partes beneficiárias; VIII – deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas; e IX – autorizar os administradores a confessar falência e pedir concordata”.

<sup>10</sup> “Art. 139. As atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto”.



Os acionistas, por conseguinte, somente devem ser convocados para deliberar; ou seja, decidir tema que lhes é posto, por determinação da lei ou do estatuto, ou pelo fato de a matéria a ser decidida não se inserir em competência de algum órgão de administração (hipótese de competência residual).

Por outro lado, a convocação do órgão supremo para debater tema desprovido de finalidade decisória – como pretendido pela GWI no caso em análise –, que envolvia a situação econômico-financeira da companhia e um possível cenário de iminente insolvência, padece de ilegalidade (insanável), pois o núcleo do art. 121, que se estende a qualquer situação demandadora de intervenção assemblear, exige, pois, uma atuação impositiva e irresistível por qualquer órgão da companhia.

Não cabe, assim, a convocação da assembleia geral para que ela nada decida. A convocação de acionistas se justificará, portanto, se envolver proposta deliberativa, que se encaixe no âmbito da competência da assembleia geral; fora desses parâmetros, estará maculada.

E a mácula envolverá a assembleia geral como um todo, se houver único item da pauta e ele não tiver caráter deliberativo ou estiver fora da alçada assemblear; ou o item específico, caso a ordem do dia contemple outros que se insiram na competência da assembleia.

A obviedade dessa construção foi suportada por Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Marcelo Vieira von Adamek, em Nota Técnica proferida a pedido da Companhia, que foi colacionada aos autos da Ação Cautelar. A dupla atestou, com efeito, que:

[o] pedido do Grupo GWI para convocação da assembleia geral extraordinária para “deliberar sobre a atual situação econômico-financeira da Companhia e tomar medidas necessárias para mitigar a possibilidade eminente (sic) de insolvência” é desenganadamente *ilegal em seu objeto e abusivo em seu exercício*, e por ambos os fundamentos merece ser obstado. (...) Diz-se, *em primeiro lugar*, que o pedido de convocação é ilegal em seu objeto porque *a assembleia geral da Companhia não pode ser convocada para nada deliberar* (...) Tal se dá porque, embora seja reputado órgão superior da sociedade (...) a assembleia geral só pode deliberar sobre os temas constantes da ordem do dia (...) Por isso, se a assembleia geral da companhia for convocada com a ordem do dia pretendida pelo Grupo GWI (...) os acionistas objetivamente nada poderão deliberar porque nenhuma proposta ou matéria deliberável aí se contém.

É isso, pois: a assembleia geral não pode ser convocada para confabular, tergiversar ou meditar; o esforço e o custo que envolvem a reunião dos acionistas, em companhia fechada ou aberta – apesar da inegável maior complexidade em torno da segunda –, somente se justificam para que sejam tomadas decisões, na forma da lei ou do estatuto social.

#### 4.3 A possibilidade de destituição, por assembleia geral, de administradores eleitos por meio de eleição em separado (art. 141, § 4º, da LSA)

Como se pôde observar da análise do caso envolvendo a Saraiva, a discussão sobre a possibilidade ou não de a assembleia geral destituir um administrador eleito por

grupo específico de acionistas, no âmbito de votação em separado, revelou importante debate entre os Diretores da CVM. Não à toa, o resultado do julgamento no Colegiado, a respeito dessa matéria, foi apertado – 3 votos pela impossibilidade e 2 votos pela possibilidade –, além de ter sido orientado em sentido oposto ao defendido pela Área Técnica em sua manifestação (Relatório SEP/CVM).

Apesar da controvérsia identificada nas discussões havidas no Colegiado, da existência de poucas referências da própria CVM acerca do tema, e do fato de que, em virtude da inversão da ordem da pauta da AGE Destituição, a deliberação da destituição restou prejudicada, a posição divergente, formalizada pelo Diretor Gustavo Rabelo Tavares Borba em seu voto, deve prevalecer pelos motivos que se expõem.

Dedicado ao delineamento do sistema do voto múltiplo, o art. 141 da LSA, em seu § 4º, introduzido pela Lei 10.303/2001, conferiu aos acionistas minoritários importante prerrogativa, como forma, talvez, de tentar balancear o jogo político interno nas companhias, frente ao poderio do controle. Instituiu-se, assim, uma nova modalidade eletiva, além do procedimento do voto múltiplo.

Em votação em separado, em assembleia geral de companhia aberta, (i) acionistas titulares de ações ordinárias representativas de 15% do capital votante e (ii) acionistas titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito representativas de 10% do capital social, que não tiverem exercido prerrogativa semelhante, prevista em estatuto (nos termos do art. 18 da LSA), terão direito à eleição e à destituição de um membro e respectivo suplente para o conselho de administração.

De acordo com § 5º do mesmo artigo, ainda, se não houver acionistas ordinários e preferencialistas que reúnam quantidades de ações suficientes para formação dos colégios eleitorais separatistas previstos no § 4º, admite-se a combinação das ações de espécies diferentes para que, juntos, titulares de ações ordinárias e preferenciais (sem voto ou com voto restrito) correspondentes a 10% do capital social total possam eleger (e eventualmente destituir) um membro do conselho de administração.

A faculdade conferida aos minoritários, pelo art. 141, §§ 4º e 5º, para a eleição em separado, não significa, contudo, subversão do princípio majoritário, que rege o direito societário brasileiro. Deve-se reforçar este ponto para que não se confunda os propósitos da eleição em separado com o regime geral de funcionamento das companhias.

Nesse sentido, o fato de se ter atribuído a competência para a destituição em separado não deve ser interpretado como algo restritivo, mas sim como componente necessário da própria prerrogativa eletiva; afinal, do contrário, ter-se-ia um sistema ineficaz, por meio do qual o colégio especial poderia eleger um membro, mas não poderia destituí-lo também em separado. Não se trata, assim, de reconhecer a exclusividade do poder de destituir apenas aos minoritários, mas de prever, em lei, consequência indispensável para dar efetividade ao comando. Até porque, se a LSA não autorizasse a destituição, permitindo apenas a eleição, os acionistas preferencialistas, por exemplo, jamais conseguiriam substituir, sozinhos, caso desejassem, o membro que tivessem elegido.

Veja-se, ainda, que, nos termos do art. 122, a assembleia geral – isto é, formada por todos os acionistas com direito de voto – detém competência para eleger e destituir qualquer administrador, pois exceção não foi feita em referido artigo a esse respeito, diferentemente da ressalva que se promoveu acerca do art. 142, II (competência do conselho de administração, se existente, para eleger e destituir diretores).

A diferença que se impõe quanto à destituição de administrador eleito por colégio eleitoral normal (do qual participam todos os acionistas votantes) e à demissão daquele conselheiro eleito por colégio formado por acionistas minoritários (na forma do art. 141, § 4º, sem participação do controlador), está na necessidade ou não de haver motivos para a decisão de destituir. No primeiro caso, a destituição pode se dar *ad nutum* – isto é, sem qualquer justificativa –, enquanto, no segundo, não.

Ou seja: diante de razões legítimas para afastar, em definitivo, um administrador, não importa que ele tenha sido eleito por determinado grupo de acionistas, em votação em separado: a assembleia geral, como órgão soberano e competente para eleger e destituir administradores que é, poderá, por votação normal, da qual participem todos os acionistas votantes, destituir o conselheiro, tendo justo motivo para tanto.

Argumento no sentido de restringir a competência de destituir, em qualquer caso, apenas ao colégio eleitoral especial, não faz sentido, pois transforma a exceção em regra geral. Nesse contexto, sustentar essa posição com base na possibilidade de o acionista controlador passar a destituir, continua e subsequentemente, o conselheiro eleito pelos minoritários, até que se elegeisse alguém de seu agrado (o que esvaziaria o conteúdo do art. 141, § 4º), não é razoável, pois, assim, estar-se-ia justificando uma interpretação restritiva da soberania assemblear por conta de situação excepcionalíssima e que, inclusive, configuraria abuso, para o que a própria LSA já possui remédio.

Por esse argumento, proteger-se-ia do risco potencial, sob pena de subversão da lógica do princípio majoritário (que rege as companhias), impelindo, inclusive, o governo da minoria, e tolhendo a companhia (e seus acionistas) de meios para afastar administrador que tenha praticado atos ilegais.

Portanto, o conselheiro eleito por colégio especial não pode ser destituído em assembleia geral, por colégio normal (ou seja, do qual participa o controlador também), se não houver *justa causa*. Mediante justificativa, contudo, é admissível a destituição. É isso se confirma, como antecipado, pelas necessidades de preservar o princípio majoritário regente das companhias e, ainda, de proteger a sociedade, em caráter de urgência, independentemente da propositura de ação de responsabilidade, prevista no art. 159.

#### 4.4 O art. 120: necessária revisão de seus conteúdo e propósitos

O julgamento analisado jogou alguma luz sobre um artigo da LSA que, na prática, costuma ser mal-entendido ou pouco aplicado. Tem-se ali, pelo menos em tese, um mecanismo de proteção da companhia frente a eventuais inadimplementos de acionista, calcado em medida excepcional, que atinge o que talvez seja o ponto nevrálgico da condição de sócio: os direitos inerentes à titularidade da participação acionária.

Veja-se que o art. 120 não delimita quais direitos podem ser suspensos, o que conduz à possível interpretação de ampla liberdade da assembleia para decidir a respeito – inclusive quanto àqueles direitos chamados essenciais, previstos no art. 109. Além disso, o mesmo artigo não restringe o inadimplemento (da lei ou do estatuto) apenas às obrigações pecuniárias. Outros descumprimentos podem, portanto, motivar a decisão suspensiva.

De todo modo, essas considerações não se revelam suficientes ao esgotamento e à melhor compreensão do tema.

Se, de um lado, sabe-se que os propósitos do art. 120 gravitam em torno da aplicação de sanção disciplinar temporária a um acionista, como forma de estimular o saneamento da mora ou do inadimplemento, de outro, há sérias dúvidas sobre a extensão de seu conteúdo e o procedimento a ser seguido, com vistas à aplicação da suspensão.

A CVM, no julgamento sob referência, deu alguns passos no sentido de esclarecer o art. 120 e sua aplicabilidade, trazendo discussões a respeito da identificação dos atos ensejadores da punição, e da distinção quanto ao aspecto subjetivo, separando-se condutas realizadas na posição de acionista, das praticadas no exercício da função de administrador – aspecto que, no entanto, deve ser relativizado (ou afastado) se a confusão for evidente.

Ademais, adentrou em zona cinzenta ao ampliar o disposto no art. 120, com o propósito de estabelecer um exercício de gradação das condutas de inadimplemento, analisando níveis de gravidade, e ao interpretar os efeitos desses atos no tempo, com vistas à identificação do elemento da continuidade.

É importante reforçar que a LSA não fez esse exercício gradativo. O art. 120 é lacônico, e não exige que o inadimplemento seja mais ou menos grave (aliás, sequer oferece os critérios para essa mensuração).

Ademais, de fato, referido artigo dá mesmo a entender que deve haver conduta continuada para justificar a medida suspensiva, pois atrela a permanência da suspensão enquanto o inadimplemento perdurar.

Por esses motivos é que se impende uma revisão criteriosa do conteúdo e da aplicação do art. 120, a fim de que a sua utilização possa se dar em um cenário de maior efetividade.