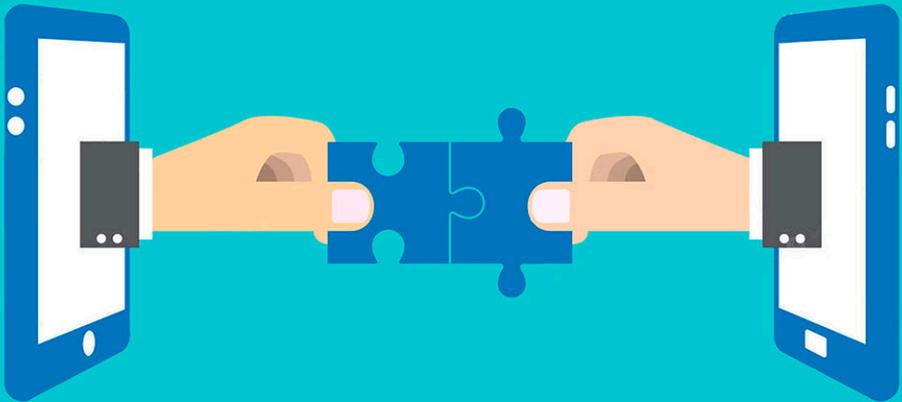


Matheus Costa Ferreira

Deliberações Societárias Digitais



Regulação, limites e perspectivas



Qual seria o futuro das deliberações societárias? O voto pela internet nas deliberações de acionistas em companhias abertas já é uma realidade. Plataformas digitais, como a Assembleia na Web e Assembleias Online, viabilizaram a prática desde o ano de 2008. A Comissão de Valores Mobiliários através da ICVM nº 561/2015 introduziu dois importantes mecanismos para o exercício do direito de voto pela internet: o boletim de voto a distância e o sistema eletrônico de participação nas assembleias. Em alguns países, como nos Estados Unidos da América, a realização de assembleias totalmente digitais, dispensando a ocorrência do tradicional conclave, já é prática dentre as grandes corporações. Por outro lado, o voto presencial é uma solenidade que, em determinados contextos, não mais atende aos interesses dos acionistas e das companhias. Embora o conteúdo deste livro possa ser subsidiariamente aplicado a sociedades limitadas e sociedades anônimas de capital fechado, seu escopo é voltado para as deliberações de assembleias de acionistas em sociedades anônimas abertas. Investiga-se se o futuro das deliberações societárias reside na realização de assembleias em formato totalmente eletrônico. Para tanto, são analisados os modelos de assembleias digitais já aplicados, o que leva os estudos para os Estados Unidos da América, único país no qual são realizadas assembleias totalmente digitais. O estudo do caso estrangeiro visa a apontar as possibilidades e os desafios enfrentados, descobrir se de fato há uma experiência bem-sucedida e verificar o que uma futura aplicação no Brasil poderia aproveitar da experiência já vivenciada em outros países. O atual ordenamento jurídico brasileiro é também analisado, sob a ótica da licitude ou não da assembleia digital, e do caminho indicado pelas alterações normativas observadas nos últimos anos.



Deliberações societárias digitais

Direção Editorial

Lucas Fontella Margoni

Comitê Científico

Prof. Dr. Leonardo Netto Parentoni

Universidade Federal de Minas Gerais — UFMG

Prof. Dr. Carlos Affonso Pereira de Souza

Universidade Federal de Minas Gerais — UFMG

Prof. Dr. Marcelo de Oliveira Milagres

Universidade Federal de Minas Gerais — UFMG

Prof. Dr. Felipe Fernandes Ribeiro Maia

Faculdade de Direito Milton Campos

Prof. Dr. Leandro Novais e Silva

Universidade Federal de Minas Gerais — UFMG

Deliberações societárias digitais

Regulação, limites e perspectivas

Matheus Costa Ferreira



Diagramação: Marcelo A. S. Alves

Capa: Carole Kümmecke - <https://www.behance.net/CaroleKummecke>

O padrão ortográfico e o sistema de citações e referências bibliográficas são prerrogativas de cada autor. Da mesma forma, o conteúdo de cada capítulo é de inteira e exclusiva responsabilidade de seu respectivo autor.



Todos os livros publicados pela Editora Fi estão sob os direitos da [Creative Commons 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.pt_BR) https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.pt_BR



Associação Brasileira de Editores Científicos

<http://www.abecbrasil.org.br>

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

FERREIRA, Matheus Costa

Deliberações societárias digitais: regulação, limites e perspectivas [recurso eletrônico] / FERREIRA, Matheus Costa -- Porto Alegre, RS: Editora Fi, 2019.

147 p.

ISBN - 978-85-5696-654-4

Disponível em: <http://www.editorafi.org>

1. Internet, 2. sociedades anônimas abertas, 3. voto por internet, 4. assembleia digital.; I. Título.

CDD: 340

Índices para catálogo sistemático:

1. Direito 340

Dedico este trabalho à Sara, companheira para a vida que participa de perto de todos os desafios e de todas as conquistas, desde os saudosos tempos em que a vetusta casa de Afonso Pena nos apresentou e nos uniu.

Agradecimentos

Agradeço, primeiramente, à Universidade Federal de Minas Gerais, instituição da qual me orgulho sem ressalvas de ter formado. À centenária Faculdade de Direito, pela forma de conduzir os cursos de graduação, sempre ensinado a pensar e questionar o Direito, e de pós-graduação, demonstrando que não há limites para inovar na construção do Direito. À Faculdade de Ciências Econômicas, na qual tive a exímia oportunidade de buscar valiosos conhecimentos no curso de graduação em Ciências Contábeis, que certamente enriqueceram minha visão e abordagem do Direito Empresarial.

Agradeço à Sara, pela alegria da companhia e pelo apoio incondicional em todos os desafios da vida. Por demonstrar que a delicadeza e a força juntas são imbatíveis.

Aos meus pais, Luiza e José Roberto, por terem desde cedo incentivado e provocado a curiosidade e a arte da argumentação. Às minhas queridas irmãs e querido irmão, por preencherem a família e estarem sempre lá. À Vozinha Aparecida, pela torcida incessante e alegria cotidiana, e à Vovó Iracy, por inspirar sempre calma e tranquilidade: aprendi muito com a vida e com o exemplo que elas deixaram. À querida família Leal, que tanto vibra com as conquistas, e ao Vô Bóia, pela presença marcante. Aos amigos, pelos necessários momentos de descontração. Ao Zeca Schmitt, por personificar o que o esporte e a corrida de rua representam para mim hoje e a todos os demais que me incentivaram nos treinos: os incontáveis quilômetros percorridos nos últimos anos certamente foram indispensáveis para a organização das ideias deste trabalho e da própria vida.

Por último, mas certamente não menos importante, agradeço imensamente ao meu orientador, Leonardo Netto Parentoni, pela

disponibilidade sem medidas e pelo irretocável exemplo profissional. Estudar, pesquisar e discutir sobre Direito e tecnologia com uma pessoa tão sábia e dedicada é certamente um privilégio para poucos.

A verdadeira Universidade não tem uma localização específica. Não possui bens de espécie alguma, não paga salários e não recebe mensalidades. A verdadeira Universidade é um estado de espírito. É aquela grande herança de pensamento racional que nos foi legada através dos séculos e que não existe em nenhum lugar específico. É um estado de espírito regenerado no decorrer das eras por um corpo de pessoas que tradicionalmente recebem o título de professores; mas nem esse título faz parte da verdadeira Universidade. A Verdadeira Universidade não é nada menos que o próprio corpo da razão, que se perpetua.

(Fedro, em Zen e a Arte da Manutenção de Motocicletas, de Robert M. Pirsig)

Lista de abreviaturas e siglas

CVM -	Comissão de Valores Mobiliários
LSA -	Lei nº 6.404/76, que dispõe sobre as sociedades por ações
EUA -	Estados Unidos da América
IBGC -	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
B3	Brasil Bolsa Balcão
ICVM	Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários
ARPA	Advanced Research Projects Agency
NASA	National Aeronautics and Space Administration
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
SEC	Securities and Exchange Commission
ISS	Institutional Shareholder Services
CalSTRS	California State Teachers' Retirement System
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations

Sumário

Prefácio	17
Leonardo Parentoni	
Introdução	21
1	29
O novo contexto das deliberações societárias	
1.1 Pulverização do capital social.	29
1.2 O desenvolvimento da tecnologia.....	34
2	45
Instrumentos do direito societário brasileiro para o exercício do voto pela internet	
2.1 O voto por procuração eletrônica.....	45
2.2 O boletim de voto a distância remetido eletronicamente	54
2.3 O sistema eletrônico de participação.....	62
3	67
As assembleias digitais	
3.1 Definição.	67
3.2 Panorama legal e prático.	73
3.3 Cenário no Brasil.	78
3.4 A experiência dos Estados Unidos	87
3.4.1 Panorama	87
3.4.2 Possibilidades e desafios.....	92
3.4.3 Recepção e oposição pelo mercado.....	97
3.4.4 Melhores práticas.....	112
3.5 Perspectivas.....	122
Conclusão	131
Referências	135

Prefácio

*Leonardo Parentoni*¹

Uma das grandes virtudes da tecnologia – sobretudo a internet – é conectar pessoas, ainda que estejam fisicamente muito distantes umas das outras. Essa característica tecnológica repercute sobre as mais diversas atividades humanas, desde o simples bate papo em redes sociais, a utilização de aplicativos de mensagens instantâneas e o envio de um e-mail, até atividades muito mais complexas, como a reunião de sócios para deliberar em assembleia, não raro envolvendo decisões corporativas estratégicas e elevadas cifras, capazes de impactar não apenas as pessoas dos sócios e da sociedade, diretamente interessados nessas decisões, como também uma série de terceiros indiretamente atingidos, como os empregados, fornecedores, concorrentes e até mesmo a Administração Pública, em alguns casos.

Não obstante, enquanto as redes sociais e outros efeitos da tecnologia já foram e continuam sendo exaustivamente debatidos, tanto na imprensa quanto no meio acadêmico, as assembleias societárias *online* não vêm merecendo a mesma atenção. Na verdade, há escassez de estudos jurídicos brasileiros sobre esse tema. Ao contrário do que sucede em outros países, como nos Estados Unidos da América, em que o assunto já vem sendo profundamente debatido, há mais de uma década, inclusive em relevantes casos práticos.

Esse assunto tem inegável relevância prática para o Brasil, pois é notório que estamos vivenciando (ainda que de forma muito mais tímida do que nos Estados Unidos da América e no Reino

¹ Doutor em Direito Comercial pela USP; Professor Adjunto da Faculdade de Direito da UFMG e Titular do IBMEC/MG; Procurador Federal de Categoria Especial/AGU; Pesquisador Visitante na Universidade do Texas em Austin/USA e na Autoridade Nacional de Proteção de Dados do Uruguai

Unido) o fenômeno da pulverização do capital, sobre o qual escreveram Adolf Berle e Gardiner Means, em obra clássica de 1932. Algumas companhias abertas brasileiras estão tendo dificuldades para deliberar em assembleia porque nenhum dos acionistas, sozinho, possui expressiva parcela do capital votante e, conseqüentemente, não têm incentivos suficientes para comparecer à assembleia, o que dificulta o atingimento dos quóruns de instalação e deliberação. Some-se a isto o tradicional absenteísmo dos acionistas minoritários no país. O problema é real e sobre ele já se manifestou a Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Neste contexto, o presente livro vem em boa hora, pois contribui decisivamente para o aprofundamento do debate no Brasil. Trata-se de uma das únicas obras nacionais dedicadas especificamente à matéria. O livro é fruto da dissertação de mestrado do autor, Matheus Costa Ferreira, na Faculdade de Direito da UFMG, devidamente atualizada e complementada com as sugestões da banca examinadora, composta por mim (na condição de Orientador) do Prof. Dr. Carlos Affonso Pereira de Souza, da UERJ, como Co-orientador, além dos professores Marcelo de Oliveira Milagres (UFMG) e Felipe Fernandes Ribeiro Maia (Faculdades Milton Campos). A dissertação foi aprovada por unanimidade, com menção honrosa da banca examinadora.

Em apertada síntese – até para não veicular *spoilers* e privar o leitor do prazer de descortinar a obra, ao seu próprio modo – destaco apenas que o problema central enfrentado no livro é saber se a legislação brasileira em vigor, notadamente a Lei das Sociedades por Ações (Lei n. 6.404/1976), admite a realização de uma assembleia societária (seja ela AGE ou AGO) *integralmente* em meio eletrônico, como forma de contornar o problema do absenteísmo dos acionistas e viabilizar a realização de assembleias no contexto de capital pulverizado. A tese é a de que poderia haver uma assembleia societária, via internet, na qual todos os atos – convocação, exercício dos direitos de voz e de voto, contagem dos votos, lavratura e assinatura da ata e dos demais documentos, bem como registro –

fosse realizada *online*, por meio de certificação digital. A isto o autor denomina “*deliberações societárias digitais*”.

Porém, antes de chegar a esse ponto, Matheus Costa Ferreira teve o cuidado de percorrer todos os passos preliminares, abordando os instrumentos tecnológicos já pacificamente aplicáveis às deliberações societárias, conforme regulação da CVM, tal como o boletim de voto a distância e o sistema eletrônico de participação nas assembleias. É, portanto, um livro que cientificamente analisa e questiona o cenário vigente no Brasil, comparando-o com a experiência dos Estados Unidos da América, referência no assunto. E, ao final, lança interessantes provocações sobre o modo como a evolução tecnológica pode alterar a própria essência do que se entende por assembleia societária, indagando se e como poderia ser ela *substituída* por um conclave totalmente descentralizado, via *blockchain*.

Dessa forma, o autor apresenta ao leitor o passado, o presente – e talvez o futuro – das deliberações societárias, de maneira científica e com linguagem agradável. Bom proveito, leitor!

Belo Horizonte/MG, junho de 2019.

Introdução

No início do ano de 2016, o autor deste trabalho recebeu um convite da companhia aberta Eternit S.A. para votar na assembleia geral ordinária pela internet. O voto a distância havia sido regulamentado pela CVM no ano anterior, mas a companhia já adotava a prática desde 2010. Curioso com o modelo praticado pela Eternit antes mesmo da regulamentação, em breve pesquisa percebeu-se que, a rigor, não se tratava de *exercício do voto pela internet*, mas sim de outorga de *procuração eletrônica* para que um mandatário representasse o acionista votante, pessoalmente na assembleia, nos exatos termos do tradicional §1º do artigo 126 da LSA. Isto é, embora a *finalidade* de “votar pela internet” estivesse sendo em parte cumprida, havia uma ineficiência, relacionada à utilização de um intermediário que deveria comparecer fisicamente à assembleia. Por que não simplesmente realizar toda a assembleia em meio eletrônico? Mais do que isto, tecnologias recentes como a criptografia em rede e o *blockchain* levam a indagar: é possível substituir a assembleia de acionistas por votos lançados eletronicamente, em momentos distintos, para deliberar sobre um mesmo fato? Ou seja, existe algum instrumento tecnológico capaz de substituir com segurança a multissecular assembleia geral?

Aprofundando os estudos, o autor notou que parece ter sido essa a proposta inicial do *sistema eletrônico de participação* e do *boletim de voto eletrônico*, regulamentados pela CVM em 2015. Nesses modelos, o acionista poderia exercer seu voto mediante o envio de um formulário eletrônico para a companhia, sem a necessidade de procurações ou intermediários. No entanto, as pesquisas identificaram ineficiências também nesses modelos. Em suma, o boletim poderia ser enviado de três formas: (i) diretamente

em uma plataforma ou *website* da companhia; (ii) por e-mail; ou (iii) mediante a impressão e envio *por correspondência* do formulário de papel. Na prática, a primeira forma de envio não foi adotada por nenhuma companhia até a conclusão deste trabalho. Já o segundo, além de carregar a fragilidade e insegurança das transmissões por *e-mail*, foi adotado somente como forma complementar ao terceiro método. O resultado é que a única forma utilizada pelas companhias foi o *formulário de voto impresso e remetido por correspondência em papel*. Tal fato tem feito com que a ferramenta “boletim de voto eletrônico” seja mais *ineficaz* que o próprio voto por procuração eletrônica, utilizado há quase 10 anos. Curiosamente, e de forma contraditória, após a entrada em vigor do boletim de voto a distância, observou-se, nos anos de 2017 e 2018, que o modelo de procuração eletrônica deixou de ser utilizado, fazendo com que o acionista de uma companhia aberta brasileira fique sem ferramentas que, na prática, viabilizem o voto pela internet.

Paralelamente à realidade brasileira, em 2001, foi realizada nos Estados Unidos da América a primeira *assembleia societária totalmente digital*¹, isto é, sem qualquer etapa presencial ou documentos em papel, dispensando inclusive a ocorrência do tradicional conclave. Desde o início do século até o ano de 2017, 163 companhias abertas nos Estados Unidos aderiram ao formato *exclusivamente digital* para a realização das assembleias societárias². Entre as companhias que aderiram a essa prática, encontram-se não somente aquelas ligadas ao setor de tecnologia e inovação (como seria de se esperar), mas também grandes corporações de setores diversos, como Ford, Best Buy, Intel,

¹ KRANS, Anatoli. The Virtual Shareholders Meeting: How to make it work? Journal of International Commercial Law and Technology Vol.2, Issue 1, p.8, 2007, Disponível em: < <http://www.jiclt.com/index.php/jiclt/article/viewFile/16/15>>. Acesso em: 01 de julho de 2016.

² BROADRIDGE. 2017 Proxy Season Review. Disponível em: < <https://www.broadridge.com/press-release/2017/2017-proxy-season-review>> Acesso em: 05 de fevereiro de 2018.

Hewlett-Packard, Microsoft Corporation, SeaWorld Entertainment, GoPro, Paypal, Yelp, e Warner Music Group³.

Os motivos que levaram as companhias a utilizar a assembleia digital extrapolam a simples redução de custos e o incentivo à participação dos acionistas. A Sea World Entertainment, por exemplo, permeada pelas polêmicas envolvendo os maus tratos aos animais, enfrentou problemas decorrentes de protestos organizados por ativistas em sucessivas assembleias gerais. Os manifestantes não só tumultuavam os arredores do local da sede da reunião, mas também prejudicavam o andamento das deliberações de dentro dos recintos, tendo em vista que muitos adquiriam ações da companhia apenas para terem acesso ao conclave e, nele, exercer seu protesto⁴.

Apesar das aparentes possibilidades viabilizadas pelas assembleias digitais, como resposta às novas necessidades dos acionistas e das companhias, mais condizentes com a internet e as tecnologias atuais, a sua recente prática é permeada por incertezas e não se tornou espaço comum. Em 2015, estudos concluíram que ainda seria *cedo para afirmar se as assembleias digitais serão bem recebidas pelo meio corporativo*⁵.

Nesse contexto, este trabalho pretende analisar o cenário e os desafios das assembleias totalmente digitais, passando pelas

³ BRAITHWAITE, Tom. US companies embrace virtual annual meetings. Financial Times, 11 de março de 2016. Disponível em: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/874879c0-e664-11e5-bc31-138df2ae9ee6.html#axzz4Bq7zCOIR>> Acesso em: 15 de junho de 2016.

CURRIE, Delphine. DELANEY, Nicola. Virtual shareholder meetings – stepping into Jimmy Choo’s shoes or a matter of bad practice? Reed Smith. 31 de maio de 2018. Disponível em: <<https://www.reedsmith.com/en/perspectives/2018/05/virtual-shareholder-meetings>> Acesso em: 27 de julho de 2018.

ASSOCIATION OF CORPORATE COUNSEL. Top ten things to remember when considering virtual shareholder meetings. 23 de dezembro de 2014. Disponível em: <<http://www.acc.com/legalresources/publications/topten/considering-virtual-shareholder-meetings.cfm>> Acesso em: 06 de julho de 2016.

⁴ PEDICINI, Sandra. SeaWorld joins trend of taking shareholder meetings strictly online. Orlando Sentinel, Orlando, 09 de junho de 2015. Disponível em: <<http://www.orlandosentinel.com/business/tourism/os-seaworld-shareholder-meeting-20150609-story.html>> Acesso em: 08 de julho de 2016.

⁵ SAMAT, Nor. ALI, Hasani. A legal perspective of shareholders’ meeting in the globalised and interconnected business environment. Procedia - Social and Behavioral Sciences 172, p. 767, 2015. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S187704281500467X>> Acesso em: 08 de julho de 2016.

perspectivas da assembleia digital no Brasil e pelas recentes alterações normativas sobre o voto eletrônico. Os estudos serão conduzidos por meio de investigação bibliográfica e análise de casos relevantes, concentrados nos Estados Unidos da América – único país identificado pelas pesquisas no qual atualmente são realizadas assembleias totalmente digitais. O estudo específico dos aspectos tecnológicos envolvidos nos votos eletrônicos ou nas assembleias digitais não faz parte do escopo – os conceitos fundamentais serão abordados sucintamente, nos limites necessários para que o leitor se situe.

O trabalho se justifica pela atualidade do tema e das alterações normativas correlatas, bem como pelo fato de que são escassos – para não dizer inexistentes – estudos brasileiros abrangentes sobre o assunto. O *boletim de voto a distância* e o *sistema eletrônico de participação*, por exemplo, foram introduzidos na legislação brasileira em 2015. A obrigatoriedade do boletim de voto a distância se iniciou em 2017 para as companhias com ações integrantes do Índice Brasil 100 – IBrX-100 ou do Índice Bovespa – Ibovespa, e em 2018 para todas as companhias abertas registradas na categoria A⁶, isto é, para todas as companhias que negociem ações na bolsa de valores⁷. Ou seja, o boletim de voto a distância se tornou obrigatório *enquanto* este trabalho estava sendo escrito.

No que se refere propriamente às *assembleias totalmente digitais*, as pesquisas e os debates são incipientes. Ao que se sabe, o modelo é praticado somente nos Estados Unidos e tem enfrentado diversos questionamentos. Embora date de quase 20 anos, a adesão

⁶ BRASIL. Ministério da Fazenda. Instrução CVM nº 561. Art. 11. Brasília: , 7 de abril de 2015.

⁷ BRASIL. Ministério da Fazenda. Instrução CVM nº 480. Art. 2º, §1º e §2º. Brasília: 7 de dezembro de 2009. Segundo a ICVM 480/09, as companhias registradas na categoria A são autorizadas a negociar *quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários*, ao passo que as registradas na categoria B não possuem autorização para negociar ações, certificados de depósito de ações ou valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquiri-los.

atual às assembleias digitais é inferior a 300 companhias, em um universo de mais de 3.600 companhias abertas nos EUA⁸.

Os estudos também se justificam pela relevância do tema para a compreensão da nova forma de relação entre os acionistas e a companhia, decorrente do amadurecimento dos mercados e do desenvolvimento de novas tecnologias. Importante ainda atentar para o potencial aumento da participação dos acionistas nas deliberações societárias, principalmente no que se refere aos minoritários e dispersos.

O trabalho parte de duas marcantes *referências*. Um dos pontos de partida é o de que a internet transformou e continua transformando as relações sociais, tendo iniciado uma revolução cultural e social ainda em andamento, cujos limites não são possíveis de serem conhecidos, devido à sua própria velocidade da transformação. O termo cunhado por Manuel Castells representa com maestria esta realidade: *la Galaxia internet*⁹. Exemplo disto é o fato de que a tecnologia permitiu não só a realização das assembleias híbridas e das totalmente digitais, mas certas inovações recentes, como a certificação em rede e o *blockchain*, podem revolucionar as deliberações societárias, eventualmente até dispensando a *própria* realização de uma assembleia de acionistas, seja em formato presencial, híbrida ou digital. Além da premissa da internet como um dos pilares da atual forma de organização da sociedade, o trabalho é orientando por outro marcante suporte, próprio do Direito Societário. Trata-se da mudança de paradigma na estrutura de capital das companhias brasileiras, de um cenário de controle concentrado para um cenário de relativa dispersão acionária e de

⁸ MOONEY, Attracta. Shift to virtual meetings sets stage for shareholder rebellion. Financial Times, 14 de janeiro de 2018. Disponível em: <https://www.ft.com/content/ace58bc2-f7a2-11e7-88f7-5465a6ce1a00>. Acesso em: 22 de março de 2018.

⁹ CASTELLS, Manuel. *La Galaxia Internet*. Tradução: Raúl Quintana. Barcelona: Plaza & Janés Editores, p. 15-22, 2001.

pulverização do capital¹⁰. Essa mudança de cenário da estrutura de controle produz efeitos claros na relação entre os acionistas e a companhia, entre os quais se destacam os receios de paralisação das deliberações societárias em função do absentismo¹¹.

Dessa forma, orientado pelas convicções de que a internet é elemento indissociável da sociedade contemporânea e de que o fenômeno da dispersão acionária é uma tendência que torna cada vez menos eficientes as tradicionais formas de deliberação, este trabalho parte da *hipótese* de que as possibilidades decorrentes da assembleia digital são duradouras, ao passo que as dificuldades enfrentadas são temporárias, em função não da limitação tecnológica, mas principalmente da atual imaturidade do mercado e da sociedade. Além disso, espera-se que a adoção de determinados princípios e práticas nas assembleias digitais tenha o condão de superar as desvantagens até então identificadas.

Quanto à *estrutura do trabalho*, a dissertação divide-se em três capítulos.

O primeiro aborda e correlaciona os dois grandes pressupostos que fundamentaram o trabalho: a *pulverização do capital social* e o *desenvolvimento da tecnologia*. Nos cenários em que há dificuldade de deliberação em função de não haver controle societário definido, a tecnologia pode contribuir para atender as necessidades das companhias e dos próprios acionistas. Nesse

¹⁰ Importante pontuar que o mercado brasileiro continua sendo majoritariamente concentrado. No entanto, há dispersão acionária em relevantes companhias abertas.

GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emergin countries. American Law & Economics Annual 18th Association Meeting. Cornell Law Faculty Working Papers. Paper 42, 2008. Disponível em: < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1121037> Acesso em: 28 de julho de 2016.

MARTES, Camilla Ribeiro. Sobre o controle minoritário nas companhias listadas no Novo Mercado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo. P. 12, 2014.

¹¹ JÚNIOR, Walfrido Jorde Warde; LEITÃO, Cláudio Sá. O desafio de deliberar em companhias sem controlador. Capital Aberto, ed. 114, 01 de fevereiro de 2013. Disponível em< <https://capitalaberto.com.br/boletins/o-desafio-de-deliberar-em-companhias-sem-controlador/#.V3zkirgrLIU>>. Acesso em: 06 de julho de 2016.

sentido, estudos conduzidos em 2015 defenderam que a crescente obsessão por ferramentas resultantes dos avanços na área da tecnologia da informação e comunicação pode ser responsável por uma grande onda de assembleias digitais nas próximas décadas¹².

O segundo capítulo tem o objetivo de tratar dos *três instrumentos* do direito societário brasileiro para exercício do voto pela internet: a) o *voto por procuração eletrônica*; b) o *boletim de voto a distância*; e c) o *sistema eletrônico de participação*. São apresentadas as definições de cada um desses instrumentos, assim como seus aspectos regulatórios e um panorama de sua utilização prática ao longo dos últimos anos.

O terceiro e último capítulo trata especificamente das *assembleias totalmente digitais*, compreendendo o estudo da experiência estadunidense e a análise das perspectivas da assembleia digital no Brasil. O estudo de caso dos Estados Unidos é de suma importância para o trabalho, não somente por ser este país o pioneiro na realização das assembleias digitais, mas por continuar sendo, ao que se sabe, o único em que ela é mais comum. A proposta é identificar as principais possibilidades, desafios e limites da experiência americana. Serão também descritas as melhores práticas para o curso das assembleias digitais, tanto na visão do mercado quanto na visão do autor. Passando brevemente por outras novas formas de deliberações societárias digitais, que sugerem a extinção da própria assembleia de acionistas, finaliza-se o trabalho com as perspectivas da assembleia totalmente digital.

¹² SAMAT, Nor. ALI, Hasani. A legal perspective of shareholders' meeting in the globalised and interconnected business environment. *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 172, p. 767, 2015. Disponível em: < <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S187704281500467X> > Acesso em: 08 de julho de 2016.

O novo contexto das deliberações societárias

1.1 Pulverização do capital social.

No final da década de oitenta, estudo empírico conduzido por Nelson Eizirik não deixou dúvidas acerca da elevada concentração do capital votante nas sociedades por ações de abertas no Brasil. Não havia, no ano de 1987, uma única companhia aberta cujo maior acionista detivesse menos do que 10% do capital votante. Por outro lado, em cerca de 20% das companhias, o controle era exercido com participações de 90% a 100%, e, na média, o acionista majoritário possuía praticamente 70% das ações com direito a voto¹.

O cenário identificado por Eizirik, no entanto, foi sendo gradativamente alterado nos últimos anos. Fatores como o aquecimento do mercado de capitais e a consolidação de segmentos especiais de governança corporativa, tal qual o Novo Mercado da B3 (antiga Bovespa²), levaram a uma alteração na estrutura de capital das companhias abertas brasileiras, na medida em que geraram maior dispersão acionária. Identifica-se, portanto, *um movimento de ruptura da tradicional estrutura de capital exclusivamente concentrado*³.

¹ EIZIRIK, Nelson. O mito do controle gerencial. Alguns dados empíricos. Revista de Direito, Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro. São Paulo: RT, n. 66, p. 104-105, 1987.

² Em março de 2017, a BM&FBovespa se integrou com a Cetip e deu origem à B3.

B3, Institucional. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/institucional/sobre-a-bm-fbovespa/quem-somos/>. Acesso em 23 de julho de 2018.

³ MARTES, Camilla Ribeiro. Sobre o controle minoritário nas companhias listadas no Novo Mercado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo. P. 12, 2014.

Importante destacar que se utiliza o termo *dispersão do capital social* com um sentido diferente do definido pela LSA⁴. Não possui relevância para este trabalho os casos em que o controlador possui participações inferiores, mas próximas a 50%, mas sim os casos em que a participação societária está de fato dispersa entre diversos acionistas. O IBGC, por exemplo, classifica como *capital pulverizado* as companhias nas quais o maior acionista possui menos de 10% do capital votante⁵.

Nesse sentido, embora não representem a maioria das companhias abertas brasileiras, a existência de companhias com elevada dispersão acionária é realidade e possui relevância. O estudo empírico conduzido por Camilla Ribeiro Martes em 2014 cita três emblemáticos casos, observados em julho de 2012. A companhia Gafisa não possuía um único acionista que detivesse mais do que 5% do capital social votante. A participação dos maiores acionistas da Embraer e da Lojas Renner somavam, respectivamente, 18,87% e 21,76% do capital social. Nenhuma das três companhias possuía acordo de acionistas arquivado na sede social⁶.

Além dos casos acima, o estudo traz os seguintes dados: em maio de 2013, 26,36% das companhias listadas no Novo Mercado possuíam estrutura acionária pulverizada, sem controle definido. Nessas companhias, predominavam acionistas pessoas físicas, representativas de 41,13% a 97,17% do total de acionistas, com uma média correspondente a 74,83%⁷.

⁴ Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas: b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle tiverem menos da metade da espécie ou classe de ação;

⁵ EXAME. 7 empresas listadas na Bovespa que não tem controle definido. 13 de setembro de 2016. Disponível em: < <https://exame.abril.com.br/mercados/7-empresas-listadas-na-bovespa-que-nao-tem-controle-definido/> > Acesso em: 12 de julho de 2018.

⁶ Op. cit. p. 12-13.

⁷ Op. cit. p. 61-65.

No que se refere a dados mais recentes, o quadro abaixo compila informações sobre sete casos emblemáticos de dispersão acionária na Bovespa no ano de 2016:

Quadro 1 – Sete exemplos de companhias com capital pulverizado

Companhia	Segmento	Percentual de ações pulverizadas	Percentual detido pelo maior acionista
Gafisa	Imobiliário	99,54%	0,32%
BR Malls	Imobiliário	82,06%	7,84%
Embraer	Aviação civil	74,27%	9,03%
Valid Soluções	Meios de pagamento	70,15%	8,38%
PDG Reality	Imobiliário	75,98%	9,02%
Hering	Varejo	75,00%	7,00%
BM&F Bovespa	Financeiro	74,97%	5,03%

Fonte: Elaborado pelo autor⁸

Com relação ao ano de 2017 apenas no que concerne ao universo das companhias com *maior volume de negociação* na B3, identifica-se que não havia controle definido em 18% dessas companhias. Os maiores acionistas de oito das 150 companhias não ultrapassavam 10% do capital votante e 20% em outras dezenove companhias⁹. Entre elas, destaca-se a gigante do ramo de educação Kroton: o maior acionista da companhia detinha apenas 5,90% do capital votante, e a soma das participações dos três maiores acionistas era de somente 16,36%. Não havia acordo de acionistas arquivado em sua sede¹⁰.

Neste novo cenário de dispersão acionária e de pulverização de acionistas, a tradicional forma do voto presencial como

⁸ Elaborado pelo autor, com base em dados da revista Exame.

EXAME. 7 empresas listadas na Bovespa que não tem controle definido. 13 de setembro de 2016. Disponível em: < <https://exame.abril.com.br/mercados/7-empresas-listadas-na-bovespa-que-nao-tem-controle-definido/> > Acesso em: 12 de julho de 2018.

⁹ CAPITAL ABERTO. Anuário de governança corporativa das companhias abertas 2017-2018. Disponível em: < <https://capitalaberto.com.br/category/edicoes/especial/anuario-2017-2018/> > Acesso em: 14 de maio de 2018.

¹⁰ Op. cit.

instrumento de deliberação passa a não mais corresponder às necessidades dos acionistas e da própria companhia.

Por um lado, para muitos acionistas pode representar uma limitação ao exercício do direito de voto, em função do tempo e do custo para participação no conclave. Se tais dificuldades já podem ser verificadas nos casos em que o acionista reside na mesma localidade da sede da companhia, imagine-se nas inúmeras situações em que a residência do acionista é diversa do local de realização da assembleia, eventualmente até em outro país. No mesmo sentido, o atendimento às formalidades normalmente exigidas para a constituição de procurador demanda tempo e investimento que acabam por desestimular ou mesmo inviabilizar a participação do acionista, principalmente se for minoritário¹¹.

Sob a ótica das companhias, esse novo cenário representa uma crônica queda na participação, levando aos casos extremos de sucessivos fracassos no atingimento do quórum mínimo para as deliberações assembleares.

Destaca-se, nesse sentido, o possível desinteresse dos acionistas minoritários na participação das deliberações societárias, agravado pelas dificuldades impostas por essas formalidades de participação. Nos dizeres de Bulhões Pedreira:

Os investidores de mercado querem aplicar capital e receber dividendos ou revender suas ações com lucro. Não se interessam por participar da administração da companhia nem - muito menos - admitem preocupar-se com seus problemas técnicos e de mercado, ou seus planos de expansão. [...] Em geral não têm tempo nem capacidade técnica para viver todos os problemas da empresa ou das várias empresas em que investiram. [...] Essa

¹¹ Nesse sentido, MACIEL, Karina Teresa; MARTIN, Antônio. Assembleia Eletrônica. Novo paradigma para o ativismo dos acionistas nas Companhias de Capital Aberto. Revista de Direito Empresarial, vol. 6, p. 73-90, 2014. “É assente no meio que a organização e a participação pouco expressiva dos minoritários nas Assembleias Gerais das companhias abertas no Brasil pode ser atribuída aos custos que a ela estão associados e envolvem desde custos burocráticos como a contratação de advogados para a preparação e pedidos públicos de procurações (no caso de organização dos minoritários para voto por meio de representação), até mesmo custos com deslocamento, que envolvem viagem e hospedagem na cidade sede da companhia aberta, onde será realizada a Assembleia Geral.”

divisão nítida de subfunções empresariais, facilitada pelo modelo de companhia, explica a omissão do público investidor em comparecer às assembleias gerais para discutir e votar as decisões sobre o destino da companhia, a não ser quando sente que há perigo de perder seu investimento.¹²

Conforme lembram Van der Elst e Lafarre, se os benefícios de votar são mínimos, o acionista estará disposto a investir quantias mínimas para exercer o seu voto:

When the benefits of voting are small (approximately zero), and voting comes at a cost, no individual shareholder would be willing to incur this cost of voting; in this case, their optimal monitoring investment will be zero.¹³

No ambiente do Novo Mercado, por exemplo, atingir os quóruns mínimos de votação já se tornou um desafio, considerando o grande número de companhias que possuem mais de 50% do capital votante pulverizado¹⁴. Nesse sentido, a prevalência do absenteísmo nas companhias abertas com capital pulverizado tem gerado fundados receios de paralisação das deliberações societárias¹⁵.

Tornou-se necessário, portanto, buscar uma forma de atender às novas necessidades dos acionistas e das companhias, decorrentes da mudança na estrutura de capital das companhias abertas.

¹² LAMY, A. PEDREIRA, J. Função empresarial e ações preferenciais. *Jornal do Brasil*, 28 de março de 1976, p. 37.

¹³ ELST, Chrisoph Van der. LAFARRE, Anne. *Bringing the AGM to the 21st Century: Blockchain and Smart Contracting Tech for Shareholder Involvement*, Tilburg: ECGI Working Paper Series in Law, p. 11, 2017.

¹⁴ LOUREIRO, Marcelo. Um clique, um voto. *Capital Aberto*, ed. 55, 01 de março de 2008. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/um-clique-um-voto/#.V3ZvfrgrKoo>> Acesso em: 03 de julho de 2016.

¹⁵ JÚNIOR, Walfrido Jorde Warde; LEITÃO, Cláudio Sá. O desafio de deliberar em companhias sem controlador. *Capital Aberto*, ed. 114, 01 de fevereiro de 2013. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/boletins/o-desafio-de-deliberar-em-companhias-sem-controlador/#.V3zkirgrLIU>>. Acesso em: 06 de julho de 2016.

Nesse contexto, a tecnologia, notadamente através da internet, pode representar uma saída para promover maior participação dos acionistas, viabilizando o exercício do direito de voto com pouco ou nenhum custo, e, paralelamente, contribuir para a redução do absenteísmo e para o atingimento dos quóruns mínimos exigidos por lei.

1.2 O desenvolvimento da tecnologia

Algumas das funcionalidades básicas da internet - como a possibilidade de digitar endereços e navegar por páginas com textos, fotos e outras informações - remonta a meados da década de 1990. Os parâmetros mínimos de navegabilidade, assim como a abrangência mundial da rede, somente se tornaram possíveis após o desenvolvimento da *world wide web* - WWW, liderado pelo programador inglês Tim Bernes- Lee¹⁶. Antes disso, a internet passou por quase 40 anos de evolução, a passos visivelmente mais lentos do que a cadência a que estamos habituados atualmente.

Em 1995, no primeiro ano de uso considerável da *world wide web*, havia aproximadamente 16 milhões de usuários no mundo. Seis anos depois, o número de usuários atingiu 400 milhões¹⁷. Nota-se que se a internet demorou quase 40 anos para se tornar a rede mundial de computadores (década de 60 à década de 90), com menos de 10% deste tempo já alcançava expressivo uso (evidentemente inexpressivo frente aos números atuais¹⁸), transformava a vida em sociedade e chamava a atenção de sociólogos, filósofos e estudiosos das mais diversas áreas.

¹⁶ CASTELLS, Manuel. *La Galaxia Internet*. Tradução: Raúl Quintana. Barcelona: Plaza & Janés Editores, p. 29, 2001.

¹⁷ CASTELLS, Manuel. *La Galaxia Internet*. Tradução: Raúl Quintana. Barcelona: Plaza & Janés Editores, p. 17, 2001.

¹⁸ Em adicionais 6 anos (2010), os usuários da internet alcançariam 2 bilhões de indivíduos e beirariam 3 bilhões em 2015, conforme o *Global Internet Report 2016* da Internet Society, disponível em: <https://www.internetsociety.org/globalinternetreport/2016/wp-content/uploads/2016/11/ISOC_GIR_2016-v1.pdf> Acesso em: 17 de junho de 2017.

Manuel Castells, em 2001, ao tentar abranger o papel da internet nas relações sociais, cunhou o termo *la Galaxia internet*¹⁹. Na visão do autor, a internet constituía já no início do segundo milênio a base tecnológica da organização da era da informação, da mesma forma que a energia elétrica representou as bases tecnológicas da era industrial²⁰. O conceito de internet se expande de meramente tecnologia para abranger também prática social. Considerando que a atividade humana é baseada na comunicação e que a internet transforma radicalmente a forma como as pessoas se comunicam, suas vidas são profundamente por ela afetadas. A interação não se limita às pessoas, mas abrange também as instituições, as empresas e a sociedade em geral, que inclusive participam ativamente do processo de transformação e desenvolvimento da tecnologia²¹.

Nessa linha, o rápido desenvolvimento tecnológico nos últimos 10 anos permitiu a explosão de uma série de produtos e serviços inovadores, que transformaram e estão transformando o mundo atual, incluindo as formas de deliberações societárias. A magnitude dessas transformações em um período tão curto pode levar à impressão de que esse desenvolvimento tecnológico acelerado está se saturando e que a tendência seria uma estabilização da evolução e do surgimento de novas tecnologias.

Conforme será demonstrado adiante, as tecnologias atuais já são suficientes para transformar as formas tradicionais de deliberações societárias. Nesse sentido, eventual desaceleração do desenvolvimento tecnológico não impactaria de forma decisiva a realização das assembleias totalmente digitais. Todavia, cumpre destacar que essa desaceleração não é o futuro provável segundo o entendimento de alguns autores, como Erick Brynjolfsson e Andrew McAfee, cuja visão é justamente no sentido oposto, de que “o progresso digital que

¹⁹ CASTELLS, Manuel. Op. cit. p. 15.

²⁰ Op. cit. p. 15.

²¹ Op.cit. p. 15

estamos vendo recentemente é certamente impressionante, mas é apenas uma pequena indicação do que está por vir”²².

Em contraposição à expectativa de desaceleração do desenvolvimento tecnológico, a referida proposição é a de que a sociedade atual se encontra num ponto de inflexão, no qual tecnologias que costumavam ser apenas objeto da ficção científica estão se tornando realidade²³. A real aceleração e transformação, portanto, sequer começou a ser experimentada. “É o nascimento da segunda era das máquinas”²⁴.

Para se compreender a dimensão do desenvolvimento que está por vir, necessário abordar uma das principais características do progresso tecnológico segundo Brynjolfsson e McAfee: o crescimento exponencial²⁵.

Imagine propor a um maratonista experiente, tal como Eliud Kipchoge, o atual recordista mundial dos 42,195 quilômetros²⁶, ou Denis Kimetto, fundista queniano que detinha o recorde anterior²⁷,

²² BRYNJOLFSSON, ERIK. *The Second Machine Age: Work, Progress, and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies*. First Edition. New York: W. W. Norton & Company, p. 25, 2014. Tradução livre.

²³ Op. cit. p. 23.

²⁴ Op. cit. p. 25.

²⁵ O termo mais correto tecnicamente seria crescimento baseado em progressão *geográfica*, e não *exponencial*. Embora ambas tendam ao infinito, na progressão geométrica cada termo equivale ao anterior multiplicado por uma constante. Ex.: 1, 2, 4, 8, 16, 32, 64, ... Por outro lado, na progressão exponencial, a razão passa a integrar a potência, fazendo com que a sucessão vá mais rapidamente para o infinito. Ex.: 1, 2, 4, 16, 256, ... Não obstante, o termo mais utilizado no meio é o crescimento exponencial, razão pela qual este trabalho também o adotará. Reforce-se, ainda, que o termo deve ser entendido como uma referência figurativa para demonstrar um crescimento rápido que lembra um gráfico de uma função exponencial, e não como uma referência literal e fiel às regras matemáticas.

²⁶ O recorde foi quebrado por Kipchoge na Maratona de Berlim, no dia 16 de setembro de 2018, com o tempo de 2 horas, 1 minuto e 39 segundos. O autor deste trabalho estava presente neste dia, e completou sua sétima prova de maratona, com o tempo de 4 horas, 15 minutos e quarenta e dois segundos.

ROBINSON, Roger. *Runner's World*. Eliud Kipchoge Crushes Marathon World Record at Berlin Marathon. 16 de setembro de 2018. Disponível em: <<https://www.runnersworld.com/news/a23244541/berlin-marathon-world-record/>> . Acesso em: 29 de outubro de 2018.

²⁷ 2014, também em Berlim, com o tempo de 2 horas 2 minutos e 57 segundos, segundo a enciclopédia livre Wikipedia. Disponível em: https://pt.wikipedia.org/wiki/Dennis_Kimetto Acesso em: 24 de junho de 2017.

o seguinte projeto: correr um metro hoje, dois metros amanhã, quatro metros no terceiro dia, oito no quarto e assim sucessivamente, durante trinta dias apenas. Na mesma linha, propõe-se a um indivíduo que tome apenas uma gota de aguardente de cana no primeiro domingo do mês, duas gotas no segundo domingo, quatro no terceiro, durante seis meses. Por fim, imagine-se o exercício de dobrar uma folha de papel ao meio, e depois repetir novas dobras. A cada dobra, a folha de papel fica mais rígida, ao passo que a espessura da dobra aumenta. Imaginado que fosse possível continuar dobrando ilimitadamente, a despeito do quão rígido se tornasse realizar novas dobras, quantas dobras seriam necessárias para que a altura desta folha de papel superasse os maiores arranha-céus atuais?

Os seres humanos normalmente raciocinam em termos lineares²⁸, e têm uma péssima intuição para crescimentos exponenciais²⁹. O físico Albert Bartlett em sua primeira frase na famosa palestra ‘Arithmetic, Population and Energy’ na Universidade de Boulder, Colorado³⁰, afirmou que a maior limitação e fraqueza da humanidade é sua falta de habilidade para compreender a função exponencial. Nesse sentido, o crescimento exponencial não raro leva repentinamente a números estratosféricamente altos, que extrapolam a capacidade de compreensão humana: as coisas ficam esquisitas, nas palavras de Brynjolfsson e McAfee (2014)³¹.

²⁸ MCGINNIS, John O., PEARCE, Russell G. The Great Disruption: How Machine Intelligence Will Transform the Role of Lawyers in the Delivery of Legal Services. *Fordham Law Review* 3041, *Northwestern Public Law Research Paper No. 14-17*, *Fordham Law Legal Studies Research Paper No. 339387*, p. 4, 2014. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=2436937>>

²⁹ UDAY I/O, Thoughts on computers and things. Predicting the Future and Exponential Growth. 15 de outubro de 2015. Disponível em: <<http://uday.io/2015/10/15/predicting-the-future-and-exponential-growth/>> Acesso em: 21 de junho de 2017.

³⁰ Disponível em https://www.youtube.com/watch?v=sl1C9DyIi_8.

³¹ BRYNJOLFSSON, ERIK. *The Second Machine Age: Work, Progress, and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies*. First Edition. New York: W. W. Norton & Company, p. 31, 2014. Tradução livre.

Nos exemplos acima, caso o maratonista aceitasse o desafio aparentemente inofensivo, não enfrentaria problemas até o 14º dia, no qual correria apenas 8 quilômetros. Três dias depois, no 17º deveria cumprir a distância de 65,5 quilômetros - distância provavelmente ainda condizente com suas intensas planilhas de treinamento. No 20º dia, entretanto, a distância a ser percorrida atingiria 525 quilômetros. Dez dias depois, no último dia do desafio, o ilustre fundista deveria dar a volta ao mundo correndo pela linha do equador: não só uma, mas treze vezes³².

No que se refere ao aventureiro etílico, possivelmente se divertiria até o último domingo do segundo mês (8ª semana): 128 mililitros de cachaça, divididos em algumas doses durante o dia podem até alegrar o seu churrasco. Três finais de semana depois (11ª semana), já causaria preocupação em seus familiares, com o consumo nada moderado de 1 litro de aguardente. No último domingo (27ª semana), acredita-se que o desafio mudaria da ingestão da bebida alcóolica para simplesmente seu armazenamento: o que fazer com 67 mil garrafas de aguardente³³?

Com relação às dobras na folha de papel, com apenas 42 dobras a espessura superaria em altura não só o maior edifício já construído, mas seria suficiente para alcançar a lua. Parece ainda menos crível que, com apenas nove dobras adicionais o sol seria alcançado³⁴.

A dificuldade em antecipar a dimensão dos valores descritos nos exemplos acima é fruto do natural raciocínio humano baseado em termos lineares: há um ponto da função exponencial que simplesmente foge da razoável compreensão, e é este o ponto chamado por Brynjolfsson e McAfee de ponto de inflexão.

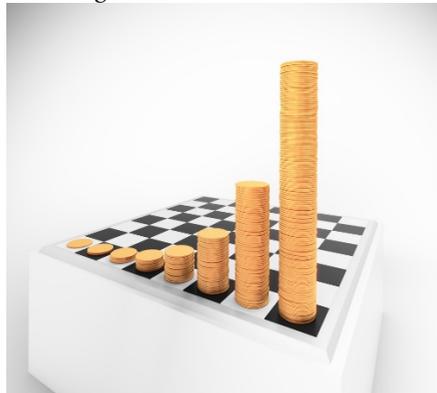
³² No 30º dia, a distância a ser percorrida seria de 536.871 mil quilômetros. O diâmetro do planeta Terra, pela linha do Equador é de 40.075 quilômetros, de acordo com a Wikipédia. Disponível em: https://pt.wikipedia.org/wiki/Linha_do_equador. Cálculos elaborados pelo autor.

³³ Mais precisamente, 67.108 litros. Cálculos elaborados pelo autor.

³⁴ UDAY I/O, Thoughts on computers and things. Predicting the Future and Exponential Growth. 15 de outubro de 2015. Disponível em: < <http://uday.io/2015/10/15/predicting-the-future-and-exponential-growth/> > Acesso em: 21 de junho de 2017.

O ponto de inflexão pode ser melhor compreendido com a ideia da segunda metade do tabuleiro de xadrez. Os autores retomam a história do xadrez, segundo a qual o imperador da Índia ficou tão impressionado com o inventor do jogo que lhe garantiu qualquer recompensa que desejasse. O inventor, espertamente, solicitou um grão de arroz para a primeira casa do tabuleiro, dois para a segunda, quatro para a terceira e assim sucessivamente até a 64ª casa, pedido que foi prontamente atendido pelo imperador. No entanto, à medida que os grãos de arroz foram sendo empilhados e o início da segunda metade do tabuleiro foi se aproximando, o imperador percebeu que havia sido enganado, e que a promessa sequer poderia ser honrada: na última casa, a pilha de arroz seria suficiente para cobrir o monte Everest e seria um montante maior do que toda a quantidade de arroz já produzida na história³⁵.

Figura 1 - Tabuleiro de xadrez



Fonte: Marshal, Jason. The Math Dude³⁶

Em 1965, Gordon Moore, fundador da Intel, preconizou que o poder de processamento de chips de computador continuaria a

³⁵ BRYNJOLFSSON, ERIK. *The Second Machine Age: Work, Progress, and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies*. First Edition. New York: W. W. Norton & Company, p. 30, 2014. Tradução livre.

³⁶ MARSHAL, Jason. *The Math Dude - What is exponential growth?* Disponível em: <<http://www.quickanddirtytips.com/education/math/what-is-exponential-growth?page=1>>. Acesso em: 21 de junho de 2017.

dobrar a cada 18 meses, ao passo que o custo de produção se manteria constante ou diminuiria. A proposição de um crescimento exponencial para o progresso tecnológico posteriormente se tornou conhecida como Lei de Moore, e foi estendida para englobar também a memória de computador, a capacidade de armazenamento de dados e as telecomunicações³⁷.

Não é difícil observar os impactos da Lei de Moore no progresso tecnológico no mundo real. O poder computacional em um telefone celular em 2008 era no mínimo mil vezes maior que todo o poder computacional do MIT em 1965 - e um milhão de vezes mais barato³⁸. Em 2017, o Iphone 6 era 120 milhões de vezes mais rápido que o Apollo Guidance Computer, computador responsável direcionar o homem à lua em 1969³⁹. O ASCI Red, desenvolvido em 1997 pelo governo dos Estados Unidos ao custo de 55 milhões de dólares, era o supercomputador mais rápido do mundo, com uma capacidade de processamento de 1,8 *teraflops*⁴⁰. Projetado para realizar cálculos complexos, como simulações de testes nucleares, era composto por mais de cem gabinetes, que ocupavam um total de 150 metros quadrados. Nove anos depois surgiu um outro computador com a mesma velocidade do ASCI Red, desenvolvido para o processamento de gráficos realistas e tridimensionais complexos e voltado para o público comum: jogadores de vídeo game. Este computador era o Sony Playstation 3 que, embora se

³⁷RIFKIN, Jeremy. A Era do Acesso. Trad.: Maria Lucia G. L. Rosa. São Paulo: Makron Books, p. 16, 2001.

MCGINNIS, John O., PEARCE, Russell G. The Great Disruption: How Machine Intelligence Will Transform the Role of Lawyers in the Delivery of Legal Services. Fordham Law Review 3041, Northwestern Public Law Research Paper No. 14-17, Fordham Law Legal Studies Research Paper No. 339387, p. 3, 2014. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=2436937>>

³⁸ MCGINNIS, John O., PEARCE, Russell G. Op. cit. p. 4.

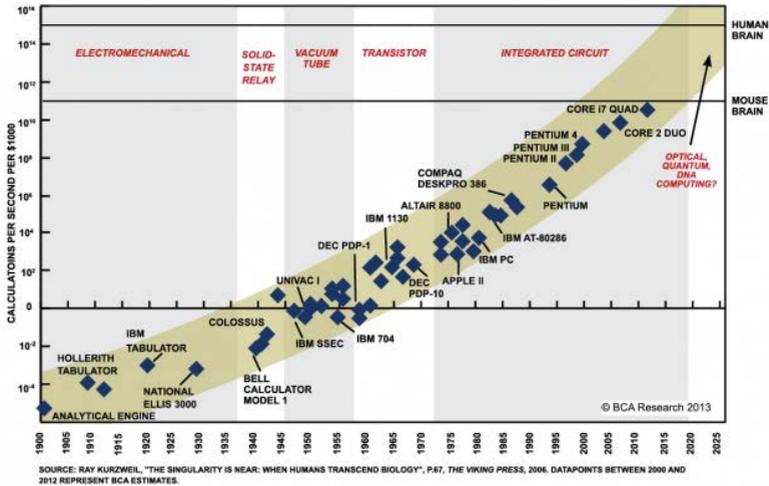
³⁹ Os números são: 3,36 bilhões de instruções por segundo do Iphone vs. 41,6 instruções por segundo do Apollo Guidance. UDAY I/O, Thoughts on computers and things. Predicting the Future and Exponential Growth. 15 de outubro de 2015. Disponível em: <<http://uday.io/2015/10/15/predicting-the-future-and-exponential-growth/>> Acesso em: 21 de junho de 2017.

⁴⁰ Flops é uma medida utilizada para descrever o desempenho de um computador, no que se refere à velocidade de realização de cálculos científicos.

igualasse à performance do ASCII Red, custava quinhentos dólares e ocupava menos de um décimo de metro quadrado⁴¹.

O gráfico abaixo tenta demonstrar a evolução na capacidade de processamento dos computadores no último século:

Gráfico 1 - Evolução da capacidade de processamento



Fonte: Templeton, Graham. What is Moore's Law?⁴²

Embora a durabilidade da Lei de Moore não seja consenso, há algum tempo muitos respeitados estudiosos têm equivocadamente previsto o seu fim. A própria Intel, companhia fundada por Moore e atualmente a maior fabricante do mundo de circuitos integrados, projetou que a lei permanecerá válida no mínimo até 2029⁴³. O fato

⁴¹ BRYNJOLFSSON, ERIK. The Second Machine Age: Work, Progress, and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies. First Edition. New York: W. W. Norton & Company, p. 32, 2014. Tradução livre.

⁴² TEMPLETON, Graham. What is Moore's Law? Extreme Tech. 29 de julho de 2015. Disponível em: < <https://www.extremetech.com/extreme/210872-extremetech-explains-what-is-moores-law>> Acesso em: 21 de junho de 2017.

⁴³ MCGINNIS, John O., PEARCE, Russell G. The Great Disruption: How Machine Intelligence Will Transform the Role of Lawyers in the Delivery of Legal Services. Fordham Law Review 3041, Northwestern Public Law Research Paper No. 14-17, Fordham Law Legal Studies Research Paper No. 339387, p. 4, 2014. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=2436937>>

é que há 40 anos a tecnologia tem sofrido progressões expressivas a cada cinco ou sete anos e, na visão de Brynjolfsson e McAfee, não há uma previsão para que isso acabe⁴⁴.

O crescimento exponencial do desenvolvimento tecnológico até o momento moldou um mundo no qual supercomputadores se tornam brinquedos em poucos anos e a ficção científica se torna realidade. Acredita-se que a Lei de Moore tenha trazido a sociedade até o início da segunda metade do tabuleiro de xadrez⁴⁵. O progresso tecnológico até o momento seria, então, apenas o início, uma pequena amostra do que está por vir. Estar-se-ia no ponto de inflexão, a partir do qual o crescimento se torna tão intenso e acelerado que dificultaria a própria compreensão humana.

Independentemente de seu comportamento a partir de agora, parece claro que esse desenvolvimento tecnológico, principalmente nos últimos dez a vinte anos, já introduziu mudanças estruturais na sociedade. Vale lembrar que, conforme destacado por Manuel Castells em 2001, a internet transformou radicalmente e continua transformando as relações sociais, tendo iniciado uma revolução cultural e social ainda em andamento, cujos limites não são possíveis de serem conhecidos, devido à sua própria velocidade da transformação⁴⁶.

Nesse sentido, várias ferramentas largamente utilizadas atualmente, tanto no âmbito corporativo quanto pessoal, seriam inviáveis alguns anos atrás. Vale perquirir qual utilidade teria o Dropbox, Waze ou Uber no ano de 2007, quando menos de 5% da população mundial contava com banda larga móvel para acesso à internet por telefones celulares (em contraposição aos 50% em

⁴⁴ BRYNJOLFSSON, ERIK. *The Second Machine Age: Work, Progress, and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies*. First Edition. New York: W. W. Norton & Company, p. 28, 2014. Tradução livre.

⁴⁵ Op. cit. p. 35.

⁴⁶ CASTELLS, Manuel. *La Galaxia Internet*. Tradução: Raúl Quintana. Barcelona: Plaza & Janés Editores, p. 15-22, 2001.

2016)⁴⁷ Qual seria a escalabilidade dessas plataformas em países como o Brasil, em uma época que *inexistia banda larga móvel* e os menos de 5 mil de *smartphones* conectáveis à internet (contra 244 milhões em 2015) não contavam com *nenhum tipo de rede de internet móvel*⁴⁸? Seria possível imaginar o Netflix no Brasil, quando mais de 70% (setenta por cento) dos acessos à internet através de banda larga fixa possuíam velocidade de até 0,5 mega⁴⁹?

Exatamente na mesma linha, somente nos últimos as companhias passaram a ter ferramentas para viabilizar que seus acionistas participassem e votassem à distância e, em alguns casos, até mesmo para dispensar integralmente uma reunião presencial e conduzir as assembleias em formato totalmente digital. Em função da rapidez com que esse contexto surgiu, suas repercussões no Direito ainda são iniciais, tanto no campo regulatório, quanto no campo acadêmico e de mercado.

⁴⁷ INTERNATIONAL TELECOMMUNICATION UNION, ICT Facts and Figures 2016, Geneva, Junho 2016. Disponível em: <<http://www.itu.int/en/ITU-D/Statistics/Pages/stat/default.aspx>> Acesso em: 21 de junho de 2017.

⁴⁸ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE TELECOMUNICAÇÕES – TELEBRASIL. Consulta a base de dados. Disponível em: <<http://www.telebrasil.org.br/panorama-do-setor/consulta-a-base-de-dados>> Acesso em: 21 de junho de 2017.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. Pesquisa Anual do Uso de TI nas Empresas, GVcia, FGV-EAESP, 27ª edição, 2016. Disponível em: <http://eaesp.fgvsp.br/sites/eaesp.fgvsp.br/files/pestiz2016_gvciapt.pdf> Acesso em: 21 de junho de 2017.

⁴⁹ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE TELECOMUNICAÇÕES – TELEBRASIL. Consulta a base de dados. Disponível em: <<http://www.telebrasil.org.br/panorama-do-setor/consulta-a-base-de-dados>> Acesso em: 21 de junho de 2017.

Instrumentos do direito societário brasileiro para o exercício do voto pela internet

O ordenamento jurídico brasileiro contempla, atualmente, três instrumentos para que o acionista possa exercer seu direito de voto pela internet: (i) o voto por procuração eletrônica, mediante plataformas digitais especializadas; (ii) o boletim de voto à distância remetido eletronicamente; e (iii) o sistema eletrônico de participação, que necessariamente engloba o boletim de voto à distância.

2.1 O voto por procuração eletrônica.

O estudo dos modelos adotados pelas plataformas digitais Assembleia na Web e Assembleias Online é de suma importância para este trabalho, tendo em vista que são as únicas plataformas relevantes no mercado brasileiro que viabilizaram o voto por internet do acionista em assembleias gerais de companhias abertas, desde o ano de 2008 até o ano de 2016¹.

Apesar do nome sugestivo – “assembleia *na web*”, “assembleias *online*”, os serviços disponibilizados por essas plataformas em nada se relacionam à realização de uma assembleia de acionistas totalmente digital ou virtual, conforme será definida no tópico o abaixo.

¹ As atividades das duas plataformas foram suspensas nos anos de 2017 e 2018, sob a justificativa de adequação às normas regras da CVM sobre o boletim de voto à distância. Em consulta às entidades responsáveis pelas plataformas, não havia em fevereiro de 2018 qualquer previsão para reinício das operações.

O modelo se resume à possibilidade de exercício do direito de voto pela internet, através da outorga de procurações eletrônicas pelos acionistas a *procuradores pessoalmente presentes nas assembleias*, os quais ficam responsáveis por votar conforme as instruções especificadas. Além do sistema de votação, as plataformas podem também disponibilizar ambientes de discussão entre os acionistas – fóruns ou blogs, e a transmissão ao vivo do conclave para os usuários.

Segundo o site da Assembleias Online, sua plataforma de votação na internet:

possibilita o envio de votos desde o momento da publicação do edital de convocação até o dia anterior ao início físico da assembleia. Esse direito ao voto de acionistas/cotistas no Assembleias Online, com a utilização de certificado digital, elimina a obrigatoriedade de presença física no local da assembleia e não acarreta quaisquer custos como, por exemplo, com a nomeação de representantes, reconhecimento de firma e remessa física de documentos;²

Por sua vez, a Assembleia na Web assim se definiu:

A Assembleia na Web incentiva e proporciona aos acionistas das companhias abertas que exerçam seu direito ao voto a distância - sem haver necessidade de presença no local da assembleia. É uma plataforma tecnológica que permite aos acionistas que não podem comparecer pessoalmente às assembleias participar e votar por meio de procuração eletrônica e certificação digital, viabilizando, assim, a participação no processo de decisão da Companhia.³

² ASSEMBLEIAS ONLINE. Nossos serviços. Disponível em: < <https://www.assembleiasonline.com.br/wfPublicaNossosServicos.aspx>>. Acesso em 05 de julho de 2016.

Desde o ano de 2017, o site está inativo.

³ ASSEMBLEIA NA WEB. O que é uma Assembleia na Web? Disponível em: < <https://www.assembleianaweb.com.br/ass/CiasIndex.aspx?>>. Acesso em 05 de julho de 2016.

O modelo das duas plataformas, portanto, é exatamente o mesmo, baseado na nomeação de representantes para exercerem presencialmente o direito a voto dos acionistas, conforme as instruções previamente enviadas.

Do ponto de vista legal, assentam-se no tradicional §1º do artigo 126 da LSA, que dispõe que o acionista pode ser representado nas assembleias por procurador constituído a menos de um ano, desde que este seja advogado, administrador da companhia ou também acionista. Nesse sentido, *a inovação das plataformas não se refere à forma de exercício do voto, mas exclusivamente na forma como o procurador é constituído*. Neste trabalho, tal modelo será denominado *voto por procuração eletrônica*.

As plataformas permitem que os acionistas constituam seus representantes através de atos praticados de forma totalmente digital, isto é, sem a necessidade da produção de documentos em papel, assinaturas manuscritas ou reconhecimento de firmas. Dessa forma, a procuração é gerada eletronicamente pela plataforma e assinada digitalmente pelo acionista através de certificação digital⁴. Após a assinatura pelo acionista, a procuração é transmitida eletronicamente através da plataforma aos seus representantes, que votarão nas deliberações conforme as instruções fornecidas pelo acionista representado. Nota-se, portanto, se tratar de um modelo bastante útil, principalmente nas situações em que o acionista votante e seu procurador possuem domicílios diversos.

⁴ Segundo definição de Christiano Lacorte, a “assinatura digital é o instrumento por meio do [qual se] leva ao documento digital garantias de tal modo que este possa ter força probante, ou seja, é um elemento de credibilidade do documento digital, que permite a conferência da autoria e da integridade deste”. Certificado digital, por sua vez, “é o instrumento utilizado para a validação das chaves públicas nestas estruturas, sendo ele próprio um documento digital, assinado digitalmente por uma autoridade certificadora, que contém diversos dados sobre o emissor e o titular do certificado, como nome do titular, identificação do algoritmo de assinatura, assinatura digital do emissor, validade do certificado, além da própria chave pública vinculada ao titular do certificado”

LACORTE, Christiano Vítor de Campos. A validade jurídica do documento digital. Disponível em:

<https://www.researchgate.net/publication/266336277_A_Validade_Juridica_do_Documento_Digital>. Acesso em: 08 de julho de 2016.

Em junho de 2008, a CVM validou o modelo do voto por procuração eletrônica, em decisão colegiada proferida no processo RJ 2008/1794. Tratava-se de consulta formulada pela MZ Consult Serviços e Negócios Ltda., entidade gestora da plataforma Assembleias Online, na qual a autarquia foi provocada a se manifestar sobre os principais pilares do modelo⁵.

Os primeiros pontos abordados na consulta referem-se às formalidades inerentes ao instrumento de procuração e à existência ou não de restrições ao voto em assembleias por meio de instrumentos de procuração outorgados por acionistas com assinatura eletrônica. O relator, diretor Sr. Sérgio Weguelin, acompanhado por todos os demais membros do colegiado, entendeu basicamente que: (i) “a companhia sempre poderá, a seu critério, dispensar o reconhecimento de firma e a consularização dos instrumentos de procuração outorgados pelos acionistas a seus representantes, tendo em vista que nem o Código Civil nem a Lei das S.A. exigem o reconhecimento de firma ou a consularização das procurações”; (ii) por não haver qualquer impedimento legal, “nada obsta a outorga de procurações por meio eletrônico”, podendo ser utilizado “qualquer mecanismo que assegure a autoria e a integridade das procurações por meio eletrônico e seja admitido como válido pelas partes envolvidas, notadamente a companhia”; e (iii)

“visando promover tratamento equitativo entre os acionistas, [...] a companhia que optar por receber procurações por meio eletrônico deveria estender essa opção a todos os seus acionistas e divulgar essa possibilidade e seus requisitos de modo prévio, amplo e igualitário, preferencialmente por meio da elaboração de política de participação em assembleias”⁶.

⁵ DECISÃO. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado de 24/06/2008. Processo RJ2008/1794. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2008/20080624_RJ/20080624_Do2.html> Acesso em: 27 de junho de 2016.

⁶ Op. cit.

A próxima questão formulada na consulta concerne a eventuais restrições à disponibilização, pelas companhias, de fóruns ou blogs na internet, destinados a discussões entre os acionistas sobre as pautas das assembleias. Questionou-se também se poderiam ou não ser de livre acesso a todos os interessados, independentemente de serem ou não acionistas ou de terem ou não direito a voto. O colegiado manifestou-se no sentido de que “não há impedimento à manutenção de blogs ou fóruns nos quais os acionistas possam se manifestar”, havendo tampouco “impedimentos a que estes ambientes permaneçam abertos durante as assembleias ou que seu acesso seja restrito a acionistas”⁷. No que se refere à restrição do acesso, o diretor Eli Loria proferiu voto vencido, ao entender que “o fórum e/ou blog na Internet pode permanecer aberto durante a assembleia desde que o acesso seja restrito a acionistas e que tal procedimento conste do edital de convocação da assembleia, cuidando a administração de zelar pelo cumprimento dos deveres de informar e de manter sigilo”⁸.

Por último, questionou-se a possibilidade de transmissão ao vivo das assembleias, repetindo-se a indagação se haveria ou não necessidade de restrição da transmissão exclusivamente aos acionistas da companhia. O diretor relator, acompanhado pelos demais membros do colegiado à exceção do diretor Eli Loria, entendeu que “não há impedimento a que isto ocorra, nem a que se permita o acesso a outros interessados; a questão deve ser decidida pela companhia, de acordo com a forma que considere mais apropriada para a consecução do interesse social e com a sua capacidade de evitar a desinformação dos acionistas e outros óbices ao bom andamento da assembleia”. A discordância pelo diretor Eli Loria se baseia no fundamento de que “a companhia somente pode permitir o acesso à assembleia a acionistas e seus representantes, bem como aos não acionistas indicados no art. 126 da Lei das S.A.,

⁷ Op.cit.

⁸ Op.cit.

acompanhando entendimento doutrinário no sentido de que a assembleia é reunião *interna corpore*, realizada entre acionistas”⁹.

Percebe-se, portanto, que a validade e o embasamento legal do modelo foram confirmados pela CVM há mais de uma década. Com essa chancela, as entidades gestoras das plataformas digitais de voto por procuração eletrônica passaram a contar com maior segurança jurídica e visibilidade para a prestação desse serviço¹⁰.

A primeira companhia a utilizar o modelo foi a Equatorial Energia, em uma assembleia geral extraordinária ocorrida no dia 12 de fevereiro de 2008. A ordem do dia exigia quórum especial de dois terços do capital votante, pois incluía deliberação sobre a incorporação de outra sociedade, a PCP Energia. A companhia contava um total aproximado de mil acionistas, sendo que mais da metade das ações em circulação era detida por investidores estrangeiros. Além disso, havia a particularidade de a sede da companhia ser em São Luís do Maranhão, ao passo que a maior parte dos acionistas brasileiros residia no “eixo Rio-São Paulo”, o que levou ao fundamentado receio de que o quórum mínimo não seria atingido, como já vinha acontecendo em assembleias anteriores.

Por essa razão, a companhia optou por aderir à plataforma Assembleias Online como tentativa de aumentar a participação de seus acionistas. Ao final, essa assembleia atingiu o quórum necessário, registrando presença de 73% do capital votante, equivalente a 58.02% do capital social total. Menos de um mês depois, a companhia realizou nova assembleia com o uso da plataforma. Constava da pauta deliberar sobre a conversão das ações preferenciais em ordinárias, com o objetivo de migração para

⁹ Op.cit.

¹⁰ VALENTI, Graziella; FREGONI, Sílvia. Colegiado da CVM libera o uso de internet para assembleias. Valor Econômico, São Paulo, 30 de junho de 2008. Disponível em: < https://www.mzweb.com.br/assembleias/web/arquivos/AssembleiasOnline_CVM_Libera_20080307_pt.pdf> Acesso em: 01 de julho de 2016.

FELTRIN, Luciano. Colegiado da CVM libera uso de procurações eletrônicas. Gazeta Mercantil, São Paulo, 14 de julho de 2008. Disponível em: < https://www.mzweb.com.br/assembleias/web/arquivos/GM_Colegiado_eletronicas_20080714_pt.pdf> Acesso em: 01 de julho de 2016.

o Novo Mercado. Nessa oportunidade, o quórum mínimo de 50% dos preferencialistas necessário para a aprovação somente foi alcançado devido aos acionistas que participaram através da ferramenta: dos 54% dos acionistas preferencialistas registraram presença, 6% foram através das Assembleias Online¹¹.

A partir desse pioneiro caso em 2008, outras companhias passaram a aderir ao modelo, entre as quais se destacam: Eternit, Itaú Unibanco, Natura e Somos Educação (antiga Abril Educação), todas utilizando a plataforma Assembleia na Web¹²; e Bematech, BMF&Bovespa, Estácio Participações, Cielo, Kroton Educação, TOTVS e Petrobrás, através das Assembleias Online¹³. Em janeiro de 2012, quatorze companhias¹⁴ utilizavam o modelo, representando pouco menos de 4% de um total de 366 companhias abertas listadas à época¹⁵.

¹¹ LOUREIRO, Marcelo. Um clique, um voto. Capital Aberto, ed. 55, 01 de março de 2008. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/um-clique-um-voto/#.V3ZvfrgrKoo>> Acesso em: 03 de julho de 2016.

¹² UOL NOTÍCIAS. Natura e Eternit fazem Assembleia na Web. 15 de março de 2010. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultimas-noticias/prnewswire/2010/03/15/natura-e-eternit-fazem-asmbleia-na-web.jhtm>>. Acesso em: 16 de junho de 2016.

SOMOS EDUCAÇÃO. Edital de Convocação para a Assembleia Geral Extraordinária. Disponível em: <[http://ri.somoseducacao.com.br/pt-br/governanca/Documents/Edital%20de%20Convoca%C3%A7%C3%A3o%20-%20AGE%20\(v07082014\)_rev%20ABRE.pdf](http://ri.somoseducacao.com.br/pt-br/governanca/Documents/Edital%20de%20Convoca%C3%A7%C3%A3o%20-%20AGE%20(v07082014)_rev%20ABRE.pdf)>. Acesso em: 03 de julho de 2016.

ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A. Manual assembleias gerais Extraordinárias e Ordinária de 20 de Abril de 2012. Disponível em: <https://www.italu.com.br/_arquivosstaticos/RI/pdf/pt/cvmManualAssembleiaAcionistas2012.pdf> Acesso em: 03 de julho de 2016.

¹³ ASSEMBLEIAS ONLINE. Empresas e entidades cadastradas. Disponível em: <<https://www.assembleiasonline.com.br/wfEmpresasCadastradas.aspx>>. Acesso em: 18/06/2016.

FILGUEIRAS, Maria Luíza. Bematech adere à assembleia on-line para elevar quórum. Gazeta Mercantil, São Paulo, 26 de janeiro de 2010. Disponível em: <<https://www.assembleiasonline.com.br/wfNoticiaVisualiza.aspx?Noticia=64233>>. Acesso em: 03 julho de 2016.

¹⁴ YOKOI, Yuki. Clicou, votou. Seis questões sobre as assembleias com voto a distância a serem regulamentadas pela CVM neste ano. Capital Aberto, ed. 101, 01 de janeiro de 2012. Disponível em <<https://capitalaberto.com.br/temas/governanca-corporativa/clicou-votou/#.V3kNnLgrKoo>> Acesso em: 03 de julho de 2016.

¹⁵ MORENO, Felipe. Bovespa tem a mesma quantidade de empresas que bolsa da Mongólia e Vietnã. Infomoney, São Paulo, 24 de maio de 2013. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/>

Assim como no caso da Equatorial Energia, o principal motivo que levou as demais companhias a aderirem ao modelo foi a busca pelos quóruns mínimos de deliberação, tornando necessário estimular a participação dos minoritários, frente à pulverização do capital.

A companhia Eternit, por exemplo, conta com mais de seis mil acionistas, dos quais mais de 50% residem fora do estado de São Paulo (local da sede da companhia) e 60% são pessoas físicas¹⁶. Visando a resolver a crônica e recorrente insuficiência de quórum, não só contratou a Assembleias na Web, em 2010, mas também pagou os custos da emissão dos certificados digitais para os primeiros acionistas que se cadastrassem na plataforma¹⁷. Apesar de todo o esforço, a participação através da plataforma na assembleia geral ordinária de 2010 não atingiu a 1% do capital social votante¹⁸, de uma presença total de 51%¹⁹.

Movida pelo mesmo objetivo, a Bematech aderiu à Assembleias Online em 2009, para realização de sua assembleia geral ordinária, mas não logrou êxito: obteve presença de apenas

mercados/acoes-e-indices/noticia/2785114/bovespa-tem-mesma-quantidade-empresas-que-bolsa-mongolia-vietna> Acesso em: 03 de julho de 2016.

¹⁶ TANQUE, LUCIANA. A um clique da assembleia. Capital Aberto, ed. 79, 01 de março de 2010. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/a-um-clique-da-assembleia/#.V3ks2rgrK0o>> Acesso em: 03 de julho de 2016.

ASSEMBLEIAS ONLINE. Razão de investir – facilidade eletrônica. 13 de outubro de 2010. Disponível em: <<https://www.assembleiasonline.com.br/wfNoticiaVisualiza.aspx?Noticia=103466>> Acesso em: 03 de julho de 2016.

¹⁷ ETERNIT S.A. Eternit adota assembleia na web. 28 de janeiro de 2010. Disponível em: <<http://eternit.riweb.com.br/Show.aspx?IdMateria=pmN3jjsJKkO7HOkGJRMiw==&IdCanal=7YXl+5wfvULriatVpZ3Fmw==>>> Acesso em: 03 de julho de 2016

LOUREIRO, Marcelo. Um clique, um voto. Capital Aberto, ed. 55, 01 de março de 2008. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/um-clique-um-voto/#.V3ZvfrgrK0o>> Acesso em: 03 de julho de 2016.

¹⁸ ASSEMBLEIAS ONLINE. Razão de investir – facilidade eletrônica. 13 de outubro de 2010. Disponível em: <<https://www.assembleiasonline.com.br/wfNoticiaVisualiza.aspx?Noticia=103466>> Acesso em: 03 de julho de 2016.

¹⁹ ETERNIT S.A. Ata de AGOE realizada em 08 de abril de 2010. Disponível em: <<http://ri.eternit.com.br/Mobile/Download.aspx?Arquivo=eliLRJbMg3bOV6eOhk70aA==>>> Acesso em: 03 de julho de 2016.

47,64% do capital votante²⁰, sendo 1% representado pela participação através da plataforma. Não obstante, a companhia continuou disponibilizando o serviço e, em 2014, a participação atingiu 5% do capital votante²¹.

A Petrobrás, por sua vez, não enfrenta dificuldades para atingir os quóruns mínimos, em função de seu controle bem definido: cerca de 10 acionistas institucionais, somados à participação majoritária da União, respondem por mais de 90% do capital social votante. Nesse sentido, a motivação para adesão ao voto por procuração eletrônica em 2010 foi principalmente reforçar a governança corporativa, numa tentativa de facilitar a participação dos investidores. Naquele momento, a companhia contava com mais de 470 mil acionistas, sendo quase 100 mil pessoas físicas. Os resultados foram insignificantes: apenas 15 acionistas votaram através da plataforma²².

Em 2016, oito anos após a primeira experiência com o modelo e último ano de operação antes da interrupção para adequação às novas regras referentes ao boletim eletrônico – conforme será tratado no item o, o que se notou não foi o aumento das companhias que disponibilizaram esta forma de exercício de direito ao voto pela internet.

Em sentido contrário, constatou-se *redução significativa das companhias contratantes das plataformas*, tanto em termos absolutos quanto em termos proporcionais. Foram identificadas somente sete companhias utilizando o modelo: (i) BMF&Bovespa

²⁰ FILGUEIRAS, Maria Luíza. CVM avança na regulação do voto por procuração. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 02 de abril de 2009. Disponível em: <<https://www.assembleiaonline.com.br/wfNoticiaVisualiza.aspx?Noticia=67478>> Acesso em: 03 de julho de 2016.

²¹ FIGO, Anderson. Assembleia on-line viabiliza voto de acionista. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 27 de outubro de 2014. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2014/10/1538405-assembleia-on-line-viabiliza-voto-de-acionista.shtml>>. Acesso em: 03 de julho de 2016.

²² NUNES, Vivian Pereira. Petrobras realiza primeira assembleia de acionistas online. *Extra Globo*, 22 de abril de 2010. Disponível em: <<http://extra.globo.com/noticias/economia/petrobras-realiza-primeira-assembleia-de-acionistas-online-117719.html>>. Acesso em: 03 de julho de 2016.

(atual B3); (ii) Ideiasnet; (iii) TOTVS; (iv) EDP – Energias do Brasil; (v) Cielo; (vi) Petrobrás; através da plataforma Assembleias Online, e (vii) Eternit; pela Assembleia na Web²³.

A quantidade representa metade do número de companhias registrado em 2012. Em termos proporcionais, a redução é ainda maior: apenas 1,4% do total de 496 companhias listadas na BMF&Bovespa²⁴. Notou-se, portanto, uma descontinuidade na utilização dos serviços por parte das companhias. A Natura, por exemplo, empregou o voto por procuração eletrônica para a realização da assembleia geral ordinária em 2015, porém não fez o mesmo de 2016 em diante²⁵.

O fato é que, desde a disponibilização dos serviços pelas plataformas, os números referentes ao voto por procuração eletrônica não decolaram. Houve baixa adesão por parte das companhias, e, entre estas, baixa participação por parte dos acionistas.

2.2 O boletim de voto a distância remetido eletronicamente

Em junho de 2011, a LSA foi alterada e passou a fazer menção expressa à participação a distância pelos acionistas. O artigo 127, que

²³ Companhias identificadas através de pesquisa nos websites das duas plataformas, dos sites de relações com investidores com as companhias historicamente aderentes e de exaustivas buscas de termos chave no *Google Web Search*. Todas as sete companhias mencionadas constaram a utilização das plataformas nas atas das assembleias gerais ordinárias, disponíveis nos respectivos websites de relações com investidores.

²⁴BMF&BOVESPA. Empresas Listadas. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em: 03 de julho de 2016.

²⁵ NATURA S.A. Manual para participação nas assembleias gerais ordinária e extraordinária 14 de abril de 2015. Disponível em: <<http://natu.infoinvest.com.br/ptb/5237/Manual.pdf>> Acesso em: 05 de julho de 2016.

NATURA S.A. Manual para participação nas assembleias gerais ordinária e extraordinária a serem realizadas em 15 de abril de 2016. Disponível em: <http://natu.infoinvest.com.br/ptb/5595/15-03-NATURA_MANUAL_PORT.pdf> Acesso em: 05 de julho de 2016.

trata do livro de presença dos acionistas nas assembleias, sofreu a inclusão de um parágrafo único, estabelecendo que:

considera-se presente em assembleia geral, para todos os efeitos desta Lei, o acionista que registrar a distância sua presença, na forma prevista em regulamento da Comissão de Valores Mobiliários.²⁶

Foi justamente com a regulamentação deste dispositivo que a CVM introduziu o instituto do boletim de voto a distância no ordenamento jurídico brasileiro.

A Instrução CVM n° 481 de 17 de dezembro de 2009, após as alterações de 2015, passou a contar com um capítulo inteiro dedicado à votação a distância²⁷. O primeiro artigo desse capítulo estabelece que “o acionista pode exercer o voto em assembleias gerais por meio do preenchimento e entrega do boletim de voto a distância”²⁸.

Percorrendo as demais previsões normativas, identifica-se que “o boletim de voto a distância é documento eletrônico cuja forma reflete o Anexo 21-F”²⁹, e que poderia ser enviado “diretamente à companhia, por correio postal ou eletrônico”³⁰. Nota-se, portanto, que a CVM prevê duas possibilidades de envio do boletim de voto à distância: fisicamente, através dos tradicionais serviços postais; ou eletronicamente, sem a necessidade de envio dos documentos em papel.

Para as finalidades deste trabalho, interessa o boletim de voto a distância que seja remetido eletronicamente. Isto porque se há a utilização de um meio físico – a remessa postal – como etapa relevante para o exercício do direito de voto pelo acionista, o modelo

²⁶ BRASIL. Congresso Nacional. *Lei n° 6.404. Art. 127*, parágrafo único. Brasília: 15 dez. 1976, alterada pela Lei n° 13.431. Brasília: 24 jun. 2011.

²⁷ BRASIL. Ministério da Fazenda. Instrução CVM n° 561. Art. 7°. Brasília: , 7 de abril de 2015.

²⁸ BRASIL. Ministério da Fazenda. Instrução CVM n° 481. Art. 21-A. Brasília: 17 dez. 2009.

²⁹ Op. cit. art. 21-F.

³⁰ Op. cit. art. 21-B, I.

não pode ser considerado como uma forma de voto pela internet. Neste caso, apenas ínfima parcela do procedimento é feita *online*.

Além disso, merece atenção a impropriedade constante da instrução normativa, ao classificar o boletim de voto a distância um *documento eletrônico*.

Importante lembrar que “documento, em sentido técnico jurídico, é o *texto escrito que representa um fato*”, não havendo qualquer necessidade que tal texto seja escrito em papel para que seja considerado tecnicamente como um documento³¹.

É possível, portanto, que seja gravado em outros tipos de suporte, tais quais pedra, tecido, madeira ou, ainda, em arquivos de computador³². É justamente essa questão do *suporte* que classifica um documento como *eletrônico*: o meio eletrônico deve ser necessariamente utilizado como suporte material para aquele texto escrito representativo³³.

³¹ PARENTONI, Leonardo. Documento Eletrônico: Aplicação e Interpretação pelo Poder Judiciário; Electronic documents according to Brazilian laws, p.20, Belo Horizonte, 2007. Disponível em: < https://www.researchgate.net/publication/299859625_Documento_Eletronico_Aplicacao_e_Interpretacao_pelo_Poder_Judiciario_Electronic_documents_according_to_Brazilian_laws> Acesso em: 23 de julho de 2018.

³² A respeito da relevância do meio digital como suporte para documento: “porque alguns ficam impressionados com o fato de os arquivos computadorizados serem guardados em linguagem binária para que o chip de processamento possa interpretá-los? Que relevância tem isso para o Direito? Alguém se incomoda com o tipo de ligação química estabelecida entre as moléculas de tinta e as de celulose do papel para formarem um amálgama indissociável? Ou que fenômeno físico explica a nossa percepção da mensagem escrita no papel. Não, isto não tem a menor relevância jurídica.”

GICO JÚNIOR, Ivo Teixeira. O Arquivo Eletrônico como meio de prova. Repertório IOB de Jurisprudência. Belo Horizonte, n. 15, p. 324-329, 1a. quinzena, ago. 2000. Caderno 3. p. 327.

³³ PARENTONI, Leonardo. Documento Eletrônico: Aplicação e Interpretação pelo Poder Judiciário; Electronic documents according to Brazilian laws, p. 23, Belo Horizonte, 2007. Disponível em: < https://www.researchgate.net/publication/299859625_Documento_Eletronico_Aplicacao_e_Interpretacao_pelo_Poder_Judiciario_Electronic_documents_according_to_Brazilian_laws> Acesso em: 23 de julho de 2018.

O doutrinador italiano Gian Franco Ricci Carnell, citado por Ivo Teixeira Júnior, também define documento eletrônico no mesmo sentido: documento não cartular, constituído em memória eletrônica, impossível de ser lido sem o uso de uma máquina.

JÚNIOR, Ivo Teixeira Gico. O Conceito de Documento Eletrônico. Repertório IOB de Jurisprudência, n.14/2000, caderno 3, p. 302-306. Belo Horizonte: jul. 2000. Disponível em: < https://works.bepress.com/ivo_teixeira_gico_junior/13/>. Acesso em: 09 de julho de 2016.

Retornando ao texto da Instrução CVM nº 481/2009, a norma faculta ao acionista que envie o boletim de voto à distância por correio postal. A forma imposta para o boletim eletrônico refletida no anexo 21-F nada mais é do que um formulário modelo, com campos para preenchimento dos dados do acionista e caixas múltipla escolha para manifestação de voto sobre as matérias a serem deliberadas, e que possui *previsão obrigatória* de ser disponibilizado pela companhia em “versão passível de impressão e preenchimento manual”³⁴.

O acionista, portanto, se optar por imprimir o formulário, antes ou após o seu preenchimento, e remetê-lo fisicamente via postal à companhia, terá *afastado totalmente a natureza de documento eletrônico inicialmente atribuída pela instrução normativa*. Tanto assim que o documento confeccionado em Word ou qualquer outro software processador de textos, posteriormente impresso e assinado de forma manuscrita, não constitui documento eletrônico. É documento em papel, como qualquer outro, pois seu suporte material é o papel.

Registre-se, portanto, que a forma de envio do boletim por correio postal é incompatível com sua classificação como documento eletrônico. Ou o boletim é remetido eletronicamente (portanto, com suporte material em meio eletrônico), sendo considerado documento eletrônico e denominado boletim *eletrônico* de voto a distância, ou é remetido via postal (com suporte material em papel), considerado documento físico e denominado somente *boletim de voto a distância*.

Superada a incorreção terminológica constante da mencionada instrução normativa, passa-se a analisar a natureza e as características do *boletim eletrônico de voto a distância*.

O boletim eletrônico de voto a distância é um documento que, observadas as exigências impostas pela companhia e a forma prevista na legislação, possibilita ao acionista votar nas deliberações

³⁴ Op. cit. art. 21-F, § 3º.

tomadas em assembleia de acionistas pela internet, produzindo os efeitos legais como se estivesse fisicamente presente e tivesse inclusive assinado a ata³⁵.

Diferentemente do *voto por procuração eletrônica*, o voto por boletim eletrônico não se dá através de representação, isto é, dispensa a constituição de um procurador para deliberar em nome do acionista, que exerce seu direito de voto em nome próprio, *diretamente*³⁶. Nesse sentido, a ICVM 481/09, ao tratar da presença nas assembleias, enumera distintamente o acionista que se faz representar e o que envia um boletim de voto a distância³⁷.

No que se refere à forma prescrita para o boletim de voto a distância, a Comissão de Valores Mobiliários cuidou de estabelecer parâmetros mínimos e pouco pragmáticos referentes ao seu conteúdo, conferindo considerável liberdade às companhias para definição dos procedimentos e formalidades. Entre os requisitos normativos estabelecidos no art. 21-F e em seu anexo homônimo da ICVM 481/09, se destaca: (i) a identificação do acionista; (ii) as orientações de preenchimento; (iii) as orientações para entrega: diretamente ou através de custodiante ou escriturador, meio postal ou eletrônico; e (iv) a descrição das deliberações.

As companhias, portanto, poderão e deverão detalhar as formalidades adicionais aplicáveis ao boletim eletrônico de voto a distância, segundo as diretrizes apontadas pela instrução normativa. Ao definirem os critérios para identificação dos acionistas, por exemplo, não poderão impor exigências que representem

³⁵ Op. cit. art. 21-A, 21-F, 21-V, I, II e parágrafo único.

³⁶ O termo *diretamente* é utilizado aqui em contraposição ao voto exercido mediante representação. Importante não confundir com o termo *diretamente* utilizado pela ICVM 481/09, no sentido do boletim enviado pelo acionista *diretamente* à companhia, sem a utilização dos *prestadores de serviço aptos a prestar serviços de coleta e transmissão de instruções de preenchimento do boletim de voto a distância* – o custodiante do acionista ou instituição financeira contratada pela companhia para escrituração dos valores mobiliários, nos termos do art. 21-B, II. Para os fins deste trabalho, considera-se *direto* o voto exercido por boletim de voto à distância pelo acionista, sendo irrelevante a utilização ou não de prestadores de serviços intermediários.

³⁷ Op. cit. art. 21-V, I e II.

impedimentos injustificados à participação dos acionistas³⁸. No que concerne ao meio eletrônico utilizado para entrega, a CVM também não cuidou de estabelecer parâmetros mínimos de integridade ou segurança das informações, deixando a cargo das companhias a escolha dos meios aceitáveis para envio do boletim eletrônico, incluindo o tradicional correio eletrônico (*e-mail*)³⁹, mesmo com todas as limitações de confiabilidade e segurança neste meio de envio de mensagens.

Outro ponto interessante sobre o boletim eletrônico de voto a distância é a possibilidade de ser utilizado pelos acionistas também para solicitação de inclusão de propostas de deliberação nas assembleias e indicação de candidatos ao conselho de administração e ao conselho fiscal⁴⁰. Para que as solicitações sejam aceitas pela companhia, é necessário que os percentuais mínimos de participação sejam respeitados, que dependem do valor do capital social e variam de 0,5% a 2,5% de uma determinada classe de ações para a inclusão de candidatos, e de 1,0% a 5,0% do capital social para a inclusão de propostas, conforme previsto em tabela constante dos Anexos 21-L-I e 21-L-II da ICVM 481/09, alterada pela ICVM 561/2015.

A adoção do boletim de voto a distância para as assembleias gerais foi facultativa no ano 2016, tornando-se obrigatória em 2017 para as companhias com ações integrantes do Índice Brasil 100 – IBrX-100 ou Índice Bovespa – Ibovespa, e em 2018 para todas as companhias abertas registradas na categoria A⁴¹, isto é, para todas as companhias que negociem ações na bolsa de valores⁴².

³⁸ BRASIL. Ministério da Fazenda. Ofício-Circular/CVM/SEP/nº02/2016. Item 7.1.6. 'd'. Brasília: 29 de fevereiro de 2016.

³⁹ BRASIL. Ministério da Fazenda. Instrução CVM nº 481. Art. 21-F, §1º, II. Brasília: 17 de dezembro de 2009.

⁴⁰ Op. cit. art. 21-L.

⁴¹ BRASIL. Ministério da Fazenda. Instrução CVM nº 561. Art. 11. Brasília: , 7 de abril de 2015.

⁴² BRASIL. Ministério da Fazenda. Instrução CVM nº 480. Art. 2º, §1º e §2º. Brasília: 7 de dezembro de 2009. Segundo a ICVM 480/09, as companhias registradas na categoria A são autorizadas a negociar quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários, ao passo

A redação original da ICVM 561/15 previa a adoção obrigatória para as companhias listadas no IBrX-100 ou no Ibovespa já no ano de 2016. A prorrogação foi trazida pela CVM em novembro de 2015⁴³, que após reuniões realizadas com custodiantes, depositário central e escrituradores, concluiu pela necessidade de concessão de prazo adicional a esses prestadores de serviço “para a adaptação às novas obrigações introduzidas pela regulamentação do voto a distância”⁴⁴.

Por ter se tornado facultativo, apenas 1,5% das companhias listadas na B3 (então BMF&Bovespa) adotaram o boletim de voto a distância em 2016. Das 496 companhias negociadas na Bolsa⁴⁵, as sete que voluntariamente disponibilizaram o boletim de voto a distância foram: BMF&Bovespa (atual B3); Cetip; GAEC Educação (Grupo Anima Educação); Iguatemi Empresa de Shopping Centers; Jereissati Participações; Jereissati Telecom; e Senior Solution⁴⁶, sendo que Iguatemi, Jereissati Participações e Jereissati Telecom são companhias de um mesmo grupo.

Ocorre que, das companhias acima mencionadas, *nenhuma* adotou o boletim *eletrônico* de voto a distância. Todas exigiram como requisito de validade a *entrega da via de papel*, por remessa postal, ainda que tivesse sido anteriormente remetido por correio eletrônico. Dessa forma, no ano de 2016, o boletim de voto a distância simplesmente não foi utilizado como um meio para o exercício do direito de voto pela internet.

que as registradas na categoria B não possuem autorização para negociar ações, certificados de depósito de ações ou valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquiri-los.

⁴³ BRASIL. Ministério da Fazenda. Instrução CVM nº 570. Art. 1º. Brasília: 18 de novembro de 2015.

⁴⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Notícias. Voto a distância em assembleias. 18 de novembro de 2015. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2015/20151118-1.html>>. Acesso em: 30 jun. 2016.

⁴⁵ BMF&Bovespa. Empresas Listadas. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em: 03 de julho de 2016.

⁴⁶ GAVAÇA, Adriana. Voto a distância começa a ser testado. Revista RI, nº 202, abr 2016. Disponível em: <<http://www.revistari.com.br/202/1092>>. Acesso em: 30 de junho de 2016.

Apesar do artigo mencionar 6 companhias, as pesquisas realizadas pelo autor identificaram uma companhia adicional: a Cetip.

Ademais, conforme demonstra o quadro abaixo, além das formalidades mínimas exigidas pela CVM, as companhias impuseram diversas outras, especialmente no que se refere à verificação da identidade do acionista, como reconhecimento de firma nas assinaturas e apresentação de cópias autenticadas dos documentos de identificação.

Quadro 2 - Comparativo de formalidades: primeiro ano do boletim de voto a distância.

Boletim de voto a distância: formalidades exigidas pelas companhias				
	Envio por correio postal	Envio por correio eletrônico	Rec. de firma	Cópia aut. dos docs. de identificação
BMF&Bovespa	Exigido.	Opcional.	Não exigido.	Exigido.
Cetip	Exigido.	Opcional.	Não exigido.	Exigido.
GAEC Educação	Exigido.	Exigido.	Exigido.	Não exigido.
Iguatemi	Exigido.	Opcional.	Não exigido.	Exigido.
Jereissati Part.	Exigido.	Opcional.	Não exigido.	Exigido.
Jereissati Telecom	Exigido.	Opcional.	Não exigido.	Exigido.
Senior Solution	Opcional.	Opcional.	Não exigido.	Exigido.

Fonte: elaborado pelo autor⁴⁷.

A impossibilidade de envio do boletim por meio eletrônico e as formalidades exigidas pelas companhias possivelmente deram causa à inexpressiva participação dos acionistas através do modelo naquele ano. Apenas a Senior Solution registrou participação relevante de acionistas através do voto por boletim: 7,4% do capital social com direito a voto, de um total de presença de 68,3% do capital votante⁴⁸. Iguatemi e BMF&Bovespa contaram, respectivamente, com 0,75% e 1,5% de participação. GAEC Educação, por sua vez, embora tenha registrado uma simbólica

⁴⁷ Tabela elaborada pelo autor com base nas análises dos modelos de boletim de voto a distância adotados, disponíveis na área de relações com investidores nos *websites* de cada uma das companhias.

⁴⁸ SENIOR SOLUTION. Ata da assembleia geral ordinária realizada em 29 de abril de 2016. Disponível em: <http://www.seniorsolution.com.br/seniorsolution/web/download_arquivos.asp?id_arquivo=40A646E7-5602-4B5B-96E0-351D5567AEFD>. Acesso em: 08 de julho de 2016.

participação de 31 acionistas a distância, vivenciou um fato inédito e histórico em suas deliberações: a presença de um investidor individual, através do uso do boletim⁴⁹.

Percebe-se, portanto, que os resultados com o boletim de voto a distância no primeiro ano de sua utilização no Brasil não foram entusiasmantes, e ficaram marcados pelo número 1,5: apenas 1,5% das companhias listadas na Bovespa o adotaram, e em apenas uma dessas companhias sua utilização correspondeu a uma participação superior a 1,5% do capital votante. Reforce-se que tais resultados se referem ao *boletim de voto a distância remetido em papel*, via correio postal, tendo em vista que *o formato eletrônico não foi utilizado por qualquer companhia*.

Os resultados anos seguintes também não foram animadores. Mesmo com a obrigatoriedade em 2017 para as companhias com ações integrantes do Índice Brasil 100 – IBrX-100 ou Índice Bovespa – Ibovespa, em 2018 para todas as companhias abertas que negociem ações na bolsa de valores⁵⁰ (2018), também não foi identificado nenhuma utilização do boletim de voto a distância em seu formato eletrônico. Todas as companhias exigiram, no mínimo, a remessa postal do boletim em papel, descaracterizando sua natureza de *eletrônico*.

2.3 O sistema eletrônico de participação

A CVM, ao regulamentar o parágrafo único do artigo 127 da LSA, introduziu também outro instrumento, que pode ser utilizado

⁴⁹ HIPOLITO, Lucas. Boletim de voto aumenta participação de pessoas físicas em assembleias. Capital Aberto. 19 de maio de 2016. Disponível em: <http://www.seniorsolution.com.br/seniorsolution/web/conteudo_pti.asp?idioma=0&tipo=59468&conta=45&id=225903> Acesso em: 30 de junho de 2016.

⁵⁰ BRASIL. Ministério da Fazenda. Instrução CVM nº 480. Art. 2º, §1º e §2º. Brasília: 7 de dezembro de 2009. Segundo a ICVM 480/09, as companhias registradas na categoria A são autorizadas a negociar *quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários*, ao passo que as registradas na categoria B não possuem autorização para negociar ações, certificados de depósito de ações ou valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquiri-los.

para a efetiva participação do acionista a distância durante a assembleia e também para a própria transmissão do boletim de voto a distância⁵¹. Trata-se do sistema eletrônico de participação em assembleia.

Interessante notar que o sistema não configura uma nova modalidade de exercício de voto em meio digital, na medida em que o *voto* proferido através desse sistema *se dá através do próprio boletim de voto eletrônico*. A novidade consiste na interação do acionista com o preenchimento e envio do boletim, que podem ser integrados (e facilitados) nesta ferramenta.

Conforme abordado no tópico anterior, o boletim eletrônico de voto a distância é disponibilizado aos acionistas em formato de formulário, que, na prática, é preenchido manualmente, assinado, digitalizado e encaminhado por correio eletrônico, juntamente com cópias digitalizadas de documentos comprobatórios da identidade do acionista. A proposta do sistema eletrônico de participação, ao possibilitar o uso de uma ferramenta que incorpora o boletim de voto a distância, parece ser justamente integrar e dinamizar algumas dessas etapas.

O modelo do boletim adotado pela companhia, por exemplo, se for integrado à interface do sistema, poderá ser apresentado e preenchido de forma totalmente digital, eliminando as etapas de impressão, preenchimento manual e posterior digitalização. No que se refere à identificação do acionista, o sistema pode se utilizar de uma das diversas formas de assinatura digital para verificar sua identidade, dispensando a exigência de formalidades como o reconhecimento de firma ou a autenticação da cópia dos documentos. Por fim, a ferramenta pode conter a funcionalidade de transmissão do boletim eletrônico para a companhia através do próprio sistema, eliminando a etapa de remessa através de correio eletrônico.

⁵¹ BRASIL. Ministério da Fazenda. Instrução CVM nº 481. Art. 21-C. Brasília: 17 dez. 2009.

Além da possibilidade de voto pela internet, o sistema pode também permitir a participação do acionista na assembleia. Nesse sentido, o acionista terá a opção de somente acompanhar a assembleia, caso já tenha enviado seu boletim de voto a distância, ou de acompanhar e votar na assembleia. Nesta última hipótese, eventuais boletins de voto anteriormente encaminhados por aquele acionista serão desconsiderados, prevalecendo os votos proferidos durante sua participação através do sistema⁵². Vale ressaltar que o acionista que registrar presença no sistema eletrônico de participação societária é legalmente considerado *presente* na assembleia e assinante da ata, para todas as finalidades legais⁵³.

As disposições normativas estabeleceram apenas dois requisitos básicos para o sistema eletrônico de participação: a ferramenta deve ter recursos para, no mínimo, registrar a presença e os votos dos acionistas⁵⁴. Portanto, desde que seja possível a verificação da presença e do voto dos acionistas usuários do sistema eletrônico de participação, as companhias têm liberdade para estruturá-lo e desenvolvê-lo da forma que entenderem, mediante a contratação de prestadores de serviço ou desenvolvimento interno, o que pode, eventualmente, até se tornar uma vantagem competitiva e propiciar a redução de custos operacionais.

Nos anos de 2016, 2017 e 2018, não foram identificadas companhias que tenham utilizado o sistema eletrônico de participação. Ao contrário do boletim de voto a distância, não há previsão legal para torna-lo obrigatório nos próximos anos.

Não obstante seu caráter facultativo, acredita-se que a adoção desse sistema pode se tornar uma tendência, principalmente com a obrigatoriedade do boletim de voto a distância. Afinal, o boletim, seja em papel ou eletrônico, envolve ineficiências e custos também para as companhias ou para seus custodiantes e escrituradores (*e.g.*,

⁵² BRASIL. Ministério da Fazenda. Instrução CVM nº 481. Art. 21-C, § 2º. Brasília: 17 dez. 2009.

⁵³ Op. cit. art. 21-V, III.

⁵⁴ Op. cit. art. 21-C, §1º.

o trabalho humano envolvido no recebimento dos boletins, na verificação manual da identidade dos acionistas e no cômputo dos votos). Nesse sentido, o uso de um sistema eletrônico capaz de eliminar tais custos sem comprometer a segurança do procedimento como um todo pode ser bastante atrativo para as companhias e seus custodiantes e escrituradores. Além disso, quanto mais simples, rápido e barato for o processo de votação a distância, mais provável se torna sua utilização.

As assembleias digitais

3.1 Definição.

Denomina-se *assembleia digital* aquela que é realizada *inteiramente* no ambiente eletrônico. Isto é, não há a existência do conclave, assim entendido como uma reunião presencial entre os membros da mesa e alguns acionistas. Tampouco há a lavratura de ata em papel ou a assinatura manuscrita dos livros de presença de acionistas. Trata-se, portanto, de assembleia em que *todos* os atos ocorrem de forma eletrônica.

Diferencia-se das denominadas assembleias *híbridas*, em que parte dos atos é realizada presencialmente ou fisicamente e o restante eletronicamente. A mera utilização de recursos tecnológicos que promovam a participação a distância, tais quais os mencionados nas seções anteriores deste trabalho, *não* tem o condão de tornar digital uma assembleia, configurando apenas ferramenta complementar às assembleias tradicionais.

Nos dizeres de Fábio Ulhoa Coelho, a assembleia *virtual*:

se caracteriza quando pelo menos os seguintes atos são praticados por meio de transmissão e recepção eletrônica de dados: assinatura do livro de presença, declaração de abertura dos trabalhos, pontuação do início e fim da discussão de cada item da ordem do dia, pontuação do início e fim da votação de cada item da ordem do dia, exercício do direito à voz e de voto por todos os acionistas presentes, declaração de encerramento dos trabalhos, assinatura do livro de atas e expedição da certidão. Se qualquer

desses atos se fizer fora do ambiente eletrônico ou se registrar em suporte papel, a Assembleia Geral não é eletrônica.¹

Bernd Beuthel, em 2006, classificou as assembleias de acionistas realizadas com o apoio da tecnologia em três: (i) assembleia tele presencial; (ii) assembleia online; e (iii) assembleia virtual².

Na assembleia tele presencial, a reunião ocorre fisicamente em duas ou mais localidades, que são conectadas através de videoconferência. O Conselho de Administração e a Diretoria normalmente estão presentes em uma dessas localidades, mas permitem que os acionistas participem presencialmente em outros locais³.

As assembleias online, por sua vez, são assembleias presenciais que permitem o voto online, diretamente ou indiretamente. Na classificação do autor, o voto online indireto é o manifestado antes ou durante a reunião, mediante um procurador que participa presencialmente da assembleia: ou seja, se trata rigorosamente do modelo de voto por procuração eletrônica abordado no tópico o deste trabalho. O voto online direto seria a possibilidade de o acionista transmitir seus votos diretamente para a companhia: tratar-se-ia do boletim eletrônico de voto à distância ou do sistema eletrônico de participação introduzidos pela CVM e analisados nos tópicos o e o deste trabalho, caso esses instrumentos

¹ COELHO, Fábio Ulhôa. Assembleias Gerais de Sociedade Anônima em meio eletrônico. Revista eletrônica da Faculdade de Direito da PUC-SP: São Paulo, p. 4. Disponível em: < <http://www.revistas.pucsp.br/index.php/red/article/view/737/504> > Acesso em: 15 de junho de 2016.

² BEUTHEL, Bernd. Electronic Corporate Governance: Online and Virtual Shareholder Meetings and Shareholder Participation in Switzerland and Germany. University of St. Gallen, Zurich, p. 43, 2006. Disponível em: < [https://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3195/\\$FILE/dis3195.pdf](https://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3195/$FILE/dis3195.pdf) > Acesso em: 23 de julho de 2018.

³ BEUTHEL, Bernd. Electronic Corporate Governance: Online and Virtual Shareholder Meetings and Shareholder Participation in Switzerland and Germany. University of St. Gallen, Zurich, p. 43, 2006. Disponível em: < [https://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3195/\\$FILE/dis3195.pdf](https://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3195/$FILE/dis3195.pdf) > Acesso em: 23 de julho de 2018.

fossem de fato aplicados na prática⁴. A assembleia pode ainda ser suplementada com uma transmissão ao vivo pela internet, para que os acionistas que votarão online possam acompanhar as discussões e eventualmente realizar perguntas⁵.

Por último, a assembleia virtual é assim definida pelo autor:

the virtual shareholder meeting is a general meeting that takes place entirely in cyberspace without any physical counterpart. This can happen in the form of an audio transmission or in the form of an audio-visual transmission. It is also possible to imagine that such a meeting can be conducted in writing via a chat room. Nonetheless, given the capabilities of modern communication technology, the most advanced option appears to be a virtual meeting where shareholders can see and hear the company leadership and ask questions online in writing⁶.

O Comitê de Melhores Práticas para Participação de Acionistas em Assembleias Virtuais Anuais⁷, em manual divulgado ao mercado em abril de 2018, conceitua assembleia virtual como sendo uma reunião na qual os acionistas podem atender online, pela internet, serem certificados eletronicamente como um acionista,

⁴ Conforme tratado nos tópicos correspondentes, o boletim eletrônico de voto à distância acabou sendo utilizado em suporte de papel e remetido fisicamente via postal, eliminando sua característica de documento eletrônico: tornou-se tão somente um boletim de voto à distância, e não um boletim eletrônico. O sistema eletrônico de participação não havia sido implantando por nenhuma companhia até o ano de 2018, provavelmente pela CVM não o ter tornado obrigatório.

⁵ BEUTHEL, Bernd. *Electronic Corporate Governance: Online and Virtual Shareholder Meetings and Shareholder Participation in Switzerland and Germany*. University of St. Gallen, Zurich, p. 43, 2006. Disponível em: < [https://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3195/\\$FILE/dis3195.pdf](https://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3195/$FILE/dis3195.pdf)> Acesso em: 23 de julho de 2018.

⁶ Op. cit.

⁷ Esse Comitê foi criado em 2017 nos Estados Unidos da América, com o apoio da Broadridge, a companhia pioneira e dominante na prestação de serviços de assembleias virtuais. É composto por dezessete membros, representantes de investidores institucionais e de varejo, companhias abertas, escritórios de advocacia e prestadores de serviço de assembleias virtuais.

BROADRIDGE. *Virtual Annual Shareowner Meetings Study Group Announces Best Practices*. Nova Iorque, 11 de abril de 2018. Disponível em: < <https://www.broadridge.com/press-release/2018/virtual-annual-shareowner-meetings-study-group-announces-best-practices>> Acesso em: 24 de julho de 2018.

formular perguntas ao Conselho de Administração e Diretoria e, se desejado, remeter os votos pela internet de uma forma segura, enquanto a reunião está acontecendo⁸. Essas assembleias virtuais podem ou não incluir uma reunião presencial. Se não tiverem uma reunião presencial concomitante, serão denominadas assembleias de acionistas totalmente virtuais (*virtual-only shareholder meeting*), ao passo que se houver uma reunião presencial serão denominadas assembleias de acionistas híbridas (*hybrid shareowner meeting*). Nos termos do relatório:

The phrase “*virtual-only shareowner meeting*” refers to a meeting of shareowners that is held exclusively through the use of technology (either online audio or video) – without a corresponding in-person meeting. The term “hybrid shareowner meeting” as used in this report refers to an in-person, or physical, meeting which shareowners are also able to attend virtually either through an online audio or video format, and if they wish to do so, cast votes online via the internet while the polls are officially open.⁹

Importante chamar atenção para o termo *virtual* largamente utilizado para caracterizar a assembleia realizada totalmente em suportes digitais.

Leonardo Parentoni¹⁰, ao analisa-lo no contexto da duplicata *virtual*, recorreu aos ensinamentos de Pierre Lèvy para concluir que esse vocábulo é adequado e preciso para caracterizar um estado de *potência*, de vir a existir, portanto não oposto a algo existente no plano físico, mas sim oposto a algo existente no plano atual. O *virtual*, portanto, designa algo que potencialmente existe, tal qual a presença (*virtual*) de uma árvore em uma semente.

⁸ MEETINGS, The Best Practices Committee For Shareowner Participation In Virtual Annual. Principles and Best Practices for Virtual Annual Shareowner Meetings, p. 3, 2018. Disponível em: <https://www.broadridge.com/_assets/pdf/broadridge-vasm-guide.pdf> Acesso em: 24 de julho de 2018.

⁹ Op. cit.

¹⁰ PARENTONI, Leonardo. A Duplicata Virtual e os Títulos de Crédito Eletrônicos. Revista da Faculdade de Direito da UFMG. Belo Horizonte, n. 65, p. 426, jul./dez. 2014.

Nesse sentido, a assembleia realizada em meios eletrônicos nada tem de *virtual*, tendo em vista que não se trata de uma assembleia *potencial*. Defende-se, portanto, a utilização das expressões “assembleias digitais” ou “assembleias eletrônicas”, termos que refletem de forma mais adequada sua natureza.

Mais grave e, infelizmente não menos raro, é a utilização incorreta das expressões assembleias digitais, eletrônicas ou virtuais para designar assembleias que apenas utilizam ferramentas de participação em meio eletrônico, ou seja, que são, essencialmente, assembleias híbridas. Portanto, a clara distinção entre as assembleias totalmente digitais e as assembleias híbridas é fundamental para uma correta abordagem do tema. Neste trabalho, a expressão “assembleias digitais” será sempre utilizada para se referir exclusivamente às assembleias que sejam *totalmente* digitais, virtuais ou eletrônicas.

O quadro abaixo apresenta uma comparação entre a assembleia digital e outras formas de participação por meio eletrônico:

Quadro 3

Diferenciação da assembleia digital de outras realizadas com apoio da tecnologia

	Assembleias tele presenciais	Assembleias online com voto indireto (voto por procuração eletrônica)	Assembleias online com voto direto (voto por boletim eletrônico ou sistema eletrônico de participação)	Assembleias digitais/eletrôn icas/virtuais
Lavratura dos documentos societários (suporte)	Em papel	Em papel	Em papel	Em arquivos digitais
Assinaturas dos documentos societários	Manuscrita em papel	Manuscrita em papel	Manuscrita em papel	Certificação digital
Forma do voto à distância	Se houver, por mandato	Por mandato	Diretamente, sem mandatários	Diretamente, sem mandatários
Momento do voto	Durante	Anterior	Anterior ou durante	Anterior ou durante
Transmissão ao vivo	Sim	Pode haver	Pode haver	Sim
Participação nas discussões	Sim	Pode haver	Pode haver	Sim
Voto pela internet do acionista	Não	Sim	Sim	Sim
Existência de reunião presencial	Sim (duas ou mais)	Sim	Sim	Não
Classificação	Assembleia tradicional	Assembleias híbridas	Assembleias híbridas	Assembleias digitais

Fonte: Elaborado pelo autor

É muito importante destacar que o principal objeto deste capítulo são as assembleias digitais, e não as assembleias híbridas. Por não dispensarem a reunião presencial, mas utilizarem-se da tecnologia apenas como um complemento, as assembleias híbridas são livres de controvérsias e são muito bem recebidas por todos os envolvidos. Por outro lado, apresentam apenas algumas das possibilidades das assembleias digitais, e não todas, conforme será demonstrado adiante neste trabalho.

Nessa linha, conjugar a reunião presencial com a participação a distância de fato tem o condão de expandir o horizonte de participação dos acionistas, porém não contribui, por exemplo, para a redução de custos pela companhia, para a otimização do tempo

dos participantes e para as questões de segurança. As observações de Lisa Fontenot em 2017 foram nesse sentido, conforme se nota:

However, it is worth noting that utilizing the hybrid model undercuts certain benefits of the virtual format, including the cost savings, logistical streamlining, and increased security that come with virtual meetings.¹¹

Interessante também notar que, nos poucos trabalhos que tratam sobre o tema das assembleias digitais, é muito comum encontrar a diferenciação das assembleias híbridas e, de fato, essa é uma linha muito importante de ser claramente traçada.

No entanto, pouco se preocupou em demonstrar a diferença (ou a falta de diferenciação) entre as assembleias digitais e as presenciais. Isso porque, conforme será demonstrado, a tecnologia tem permitido que as assembleias digitais se aproximem cada vez mais da experiência das assembleias presenciais. Apesar das controvérsias que serão apontadas nos próximos tópicos, fundamentadas principalmente na ausência do “face a face” entre acionistas e administradores, as assembleias digitais tendem a preencher essa lacuna, passando a ser difícil sustentar prejuízos em comparação às assembleias presenciais.

3.2 Panorama legal e prático.

Uma vez definida a assembleia digital e feita a devida distinção das demais formas de assembleias realizadas com apoio da tecnologia, importante verificar como tem sido seu tratamento legal e quais experiências práticas já foram observadas.

De forma pioneira, em 1992, o artigo 75A da *Companies Act* de Bermudas foi alterado para prever que as reuniões de sócios ou

¹¹ FONTENOT, Lisa. Public Company Virtual-Only Annual Meetings. *The Business Lawyer*; Vol. 73, Winter 2017-2018, p. 44. Disponível em: < <https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/2018/01/Fontenot-Public-Company-Virtual-Only-Annual-Meetings-ABA-Journal-Jan-2018.pdf> > Acesso em: 23 de outubro de 2018.

de membros do Conselho de Administração poderiam ser realizadas por telefone ou por quaisquer meios eletrônicos disponíveis, desde que a comunicação se desse de forma simultânea e instantânea. Veja-se:

Unless the bye-laws otherwise provide, a meeting of directors or of a committee of directors or of the members or any class thereof may be held by means of such telephone, electronic or other communication facilities as permit all persons participating in the meeting to communicate with each other simultaneously and instantaneously, and participation in such a meeting shall constitute presence in person at such meeting. [Section 75A inserted by 1992:51 effective 1 July 1992] ¹²

O Companies Act da Nova Zelândia, de 1993, também já previa a possibilidade dos acionistas se reunirem por qualquer meio visual ou audiovisual no qual fosse possível escutar um ao outro. Alteração introduzida em 2012 incluiu expressamente a realização por qualquer meio de comunicação eletrônica, além de prever que a assembleia poderia, ainda, ser realizada mediante uma combinação das duas formas: física e eletrônica. A redações original e alterada da seção 3 do referido conjunto normativo são as seguintes:

Redação anterior

3 Methods of holding meetings. A meeting of shareholders may be held either— (a) By a number of shareholders, who constitute a quorum, being assembled together at the place, date, and time appointed for the meeting; or (b) Subject to the constitution of the company, by means of audio, or audio and visual, communication by which all shareholders participating and constituting a quorum, can simultaneously hear each other throughout the meeting.

Redação alterada

3 Methods of holding meetings. A meeting of shareholders may be held by a quorum of the shareholders— (a) being assembled

¹² BERMUDA. Companies Act 1981. Section 75 A. Disponível em: <<http://www.bermulaweb.com/Laws/Consolidated%20Laws/Companies%20Act%201981.pdf>> Acesso em: 08 de julho de 2018.

together at the time and place appointed for the meeting; or (b) participating in the meeting by means of audio, audio and visual, or electronic communication; or (c) by a combination of both of the methods described in paragraphs (a) and (b).¹³

Embora tais dispositivos legais pudessem virtualmente sustentar a realização das assembleias digitais desde o início dos anos 90, nenhuma saiu do papel para se tornar realidade nessa década. Uma das possíveis razões é que, conforme explicitado no tópico o, naquele momento simplesmente não havia a tecnologia necessária para viabilizar sua realização. Basta lembrar que as funcionalidades mais comerciais da internet, tal qual a própria navegabilidade, apenas começaram a se consolidar a partir do ano de 1995.

Sede de mais de 50% das sociedades dos Estados Unidos, o Estado-membro de Delaware alterou sua legislação no ano 2000, para prever e permitir a realização das assembleias digitais.

É interessante destacar a abordagem dada à assembleia digital pelo dispositivo normativo, que se baseia no *local* de realização da assembleia. Dispõe o texto que, se os atos constitutivos permitirem que o Conselho de Administração determine o local de realização das assembleias, este, por mera discricionariedade, poderá estabelecer que a assembleia não acontecerá em nenhum local, mas tão somente ser realizada por meios de comunicação remota.

Os requisitos básicos estabelecidos pela legislação para a realização das assembleias digitais foram os seguintes: (i) a companhia deveria implementar medidas razoáveis para verificar se a pessoa que está participando e votando de forma remota é de fato um acionista ou um procurador; (ii) a companhia deveria implementar medidas razoáveis para proporcionar aos acionistas uma oportunidade razoável de participação e votação na assembleia, incluindo ler ou escutar os procedimentos de forma concomitante a sua realização; e

¹³ ZEALAND, New. Companies Act 1993. Schedule 1. Clause 3. Disponível em: <<http://www.legislation.govt.nz/act/public/1993/0105/latest/DLM323288.html>> Acesso em: 08 de julho de 2018.

(iii) a companhia deveria manter um registro das ações tomadas e dos votos proferidos pelos acionistas durante a assembleia.

A redação da seção 211 do Código de Delaware é a seguinte:

§ 211 Meetings of stockholders.

(a)(1) Meetings of stockholders may be held at such place, either within or without this State as may be designated by or in the manner provided in the certificate of incorporation or bylaws, or if not so designated, as determined by the board of directors. If, pursuant to this paragraph or the certificate of incorporation or the bylaws of the corporation, the board of directors is authorized to determine the place of a meeting of stockholders, the board of directors may, in its sole discretion, determine that the meeting shall not be held at any place, but may instead be held solely by means of remote communication as authorized by paragraph (a)(2) of this section.

(2) If authorized by the board of directors in its sole discretion, and subject to such guidelines and procedures as the board of directors may adopt, stockholders and proxyholders not physically present at a meeting of stockholders may, by means of remote communication:

a. Participate in a meeting of stockholders; and

b. Be deemed present in person and vote at a meeting of stockholders, whether such meeting is to be held at a designated place or solely by means of remote communication, provided that (i) the corporation shall implement reasonable measures to verify that each person deemed present and permitted to vote at the meeting by means of remote communication is a stockholder or proxyholder, (ii) the corporation shall implement reasonable measures to provide such stockholders and proxyholders a reasonable opportunity to participate in the meeting and to vote on matters submitted to the stockholders, including an opportunity to read or hear the proceedings of the meeting substantially concurrently with such proceedings, and (iii) if any stockholder or proxyholder votes or takes other action at the

meeting by means of remote communication, a record of such vote or other action shall be maintained by the corporation.¹⁴

Pouco menos de um ano depois, em abril de 2001, foi realizada a primeira assembleia totalmente digital no mundo, pela companhia Inforte Corp., sediada no Estado-membro de Delaware¹⁵.

O Reino Unido, por sua vez, passou a permitir a realização de assembleias digitais em agosto de 2009, com a alteração do artigo 360A do *Companies Act* de 2006¹⁶. As únicas restrições estabelecidas pelo texto legal foram que a companhia adotasse medidas que: (i) garantissem da identificação dos participantes; (ii) garantissem a segurança das comunicações eletrônicas; e (iii) permitissem que os objetivos de participação e voto eletrônico pelos participantes fossem atingidos.

Embora a assembleia digital conte com previsão legal do Reino Unido desde 2009, somente em 2016 foi realizada a primeira assembleia digital por uma companhia aberta, pela fabricante de sapatos Jimmy Choo¹⁷.

¹⁴ DELAWARE, State of. Delaware Code. Title 8. General Corporation Law. Chapter 1. Section 211. Disponível em: <<http://delcode.delaware.gov/title8/coo1/sco7/index.shtml>> Acesso em: 27 de julho de 2018.

¹⁵ KRANS, Anatoli. The Virtual Shareholders Meeting: How to make it work? Journal of International Commercial Law and Technology Vol.2, Issue 1, p.8, 2007, Disponível em: <<http://www.jiclt.com/index.php/jiclt/article/viewFile/16/15>>. Acesso em: 01 de julho de 2016.

¹⁶ 360A Electronic meetings and voting. (1) Nothing in this Part is to be taken to preclude the holding and conducting of a meeting in such a way that persons who are not present together at the same place may by electronic means attend and speak and vote at it. (2) In the case of a traded company the use of electronic means for the purpose of enabling members to participate in a general meeting may be made subject only to such requirements and restrictions as are— (a) necessary to ensure the identification of those taking part and the security of the electronic communication, and (b) proportionate to the achievement of those objectives. (3) Nothing in subsection (2) affects any power of a company to require reasonable evidence of the entitlement of any person who is not a member to participate in the meeting.

KINGDOM, United. Companies Act 2006. Section 360A. Disponível em: <<https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/section/360A>> Acesso em: 27 de julho de 2018.

¹⁷ CURRIE, Delphine. DELANEY, Nicola. Virtual shareholder meetings – stepping into

Jimmy Choo's shoes or a matter of bad practice? Reed Smith. 31 de maio de 2018. Disponível em: <<https://www.reedsmith.com/en/perspectives/2018/05/virtual-shareholder-meetings>> Acesso em: 27 de julho de 2018.

Diversos outros países costumam ser apontados como expressamente adeptos às assembleias digitais. No entanto, um olhar mais apurado evidencia que, embora muitos ordenamentos tenham previsto alguns mecanismos de participação eletrônica nas assembleias, não o fizeram no que se refere à assembleia *totalmente digital*.

Países como Austrália e Malásia, comumente referidos como ordenamentos adeptos às assembleias digitais, de fato não possuem previsão legal expressa para sua realização¹⁸. Hong Kong, que também carrega a mesma fama, possui expressa previsão legal para a participação eletrônica dos diretores e membros do conselho de administração, mas não dos acionistas¹⁹.

3.3 Cenário no Brasil.

As reflexões sobre a participação do acionista à distância na assembleia geral no Brasil, embora escassas, são anteriores à edição da ICVM 561/2015 e à própria inclusão do parágrafo único do artigo 121 da LSA, feita pela Lei nº 12.431/2011.

Art. 121. A assembléia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento.

Parágrafo único. Nas companhias abertas, o acionista poderá participar e votar a distância em assembleia geral, nos termos da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários.²⁰

¹⁸ ALI, Hasani; ZAINOL, Zinatul; SAMAT, Nor. Some Legal Uncertainties in Electronic Corporate Meetings. International Journal of Computer Theory and Engineering, Vol. 5, No. 2, April 2013. Disponível em: < <http://www.ijcte.org/papers/694-EN20065.pdf> > Acesso em: 08 de julho de 2016.

¹⁹ NEWCOMBE, Lucy. Preparing for your AGM. The Hong Kong Institute of Chartered Secretaries. 07 de março de 2013. Disponível em: < <http://csj.hkics.org.hk/2013/03/preparing-for-your-agm/> > Acesso em: 08 de julho de 2016.

²⁰ BRASIL. Congresso Nacional. Lei nº 6.404. Art. 121, parágrafo único. Brasília: 15 dez. 1976.

Em 2011, após a inclusão desse parágrafo, Nelson Eizirik defendeu abertamente a possibilidade de realização de assembleias digitais e híbridas. O jurista afirmou categoricamente não haver empecilhos, segundo o ordenamento jurídico brasileiro então vigente, para que “as assembleias gerais sejam realizadas virtualmente”, nos termos do trecho abaixo transcrito:

As assembleias gerais podem, a princípio, se realizar de diversas formas: (i) em local designado no edital de convocação e com a presença física dos acionistas participantes; (ii) virtualmente, sem a presença física dos acionistas participantes; ou (iii) em local designado no edital de convocação, contando com a presença física de alguns participantes e com a possibilidade de participação a distância por parte de outros acionistas, por meio de telões, tele ou videoconferência, televisão a cabo ou internet, por exemplo.

(...)

No Brasil, admite-se, com a entrada em vigor, em 27.06.2011, da Lei nº 12.431, a realização de assembleias gerais com presença física de alguns acionistas e/ou de seus procuradores e/ou mediante a participação a distância, com o emprego de recursos digitais, nos termos do parágrafo único do artigo 121. Assim, nada impede que as assembleias gerais sejam realizadas virtualmente. Os estatutos sociais podem prever a realização de assembleias virtuais, regular os procedimentos para o seu funcionamento, bem como do exercício do voto *online*.²¹

Poucos anos antes da edição da Lei nº 12.341/2011, em fevereiro de 2008, Marcos Barbosa Pinto, então diretor da CVM, havia se manifestado em um artigo intitulado ‘Assembleias Virtuais?’ no sentido de que

a realização de uma assembleia exclusivamente pela rede mundial de computadores ou por videoconferência dependeria de uma

²¹ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada, Volume II – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, p. 57-58, 2011.

mudança na legislação, já que o artigo 125 da Lei das S.As exige a presença dos acionistas para a formação do quórum²².

Nota-se, portanto, que Marcos Barbosa Pinto fundamentou a impossibilidade da realização de uma assembleia digital na necessidade legal da *presença* dos acionistas para formação do quórum. Vale dizer que a participação de um acionista por meio eletrônico não configuraria presença na visão do então diretor da CVM.

É certo que, somente em 2011, com a edição da lei 12.431, a LSA passou a contar com previsão *expressa* no sentido de que seria considerado presente o acionista que participasse a distância da assembleia geral. Referida lei, além de prever a participação à distância do acionista no artigo 121 da LSA, incluiu também outro parágrafo único, no artigo 127, que trata justamente do livro de presença de acionista:

Considera-se presente em assembleia geral, para todos os efeitos desta Lei, o acionista que registrar a distância sua presença, na forma prevista em regulamento da Comissão de Valores Mobiliários²³.

Ocorre que, mesmo anteriormente à inclusão do parágrafo único do artigo 124, cabe refletir se já não deveria ser considerado presente o acionista que participasse a distância. Isto porque o conceito jurídico de presença remete à *simultaneidade de declaração de vontades*, e não à presença física no mesmo local. O Código Civil, ao tratar da formação dos contratos, considera como contratação entre presentes a manifestação da vontade *por telefone ou por meio de comunicação semelhante*²⁴. Não se trata de novidade, pois

²² PINTO, Marcos Barbosa. Assembleias Virtuais? Capital Aberto. Edição 54. p. 61. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/pageflip/54/54/assets/basic-html/page60.html>> Acesso em: 06 de julho de 2015.

²³ BRASIL. Congresso Nacional. Lei nº 6.404. Art. 127, parágrafo único. Brasília: 15 dez. 1976, alterada pela Lei nº 13.431. Brasília: 24 jun. 2011.

²⁴ Art. 428. Deixa de ser obrigatória a proposta:

também o antigo Código Civil dos Estados Unidos do Brasil, de 1916, já tratava o tema da mesma forma²⁵.

Nesse sentido, caso os acionistas conseguissem acompanhar as deliberações e ter seus votos conhecidos simultaneamente, não seria razoável que não pudessem ser considerados como presentes. Não obstante, tais discussões perderam o objeto com a edição da lei 12.341/2011, que fez com que a LSA abordasse diretamente o tema.

É curioso notar que, ainda em 2008, Marcos Pinto Barbosa, aproximadamente dois meses depois da publicação do artigo em que apresentou o artigo 125 da LSA como um impeditivo à realização das assembleias digitais, ao ser questionado diretamente a respeito de “uma assembleia totalmente virtual, sem a necessidade de um encontro físico concomitante”, atribuiu a razão da impossibilidade da realização das assembleias digitais ao mercado, e não à legislação: “o mercado ainda não está preparado para enfrentar essa hipótese – quem sabe, daqui a alguns anos”²⁶.

A própria mudança nas justificativas dadas pelo então diretor da CVM em um espaço tão curto de tempo evidencia, de fato, a falta de preparo tanto do mercado quanto da comunidade jurídica em geral para tratar do assunto. E isto não apenas no ano de 2011, porque até hoje há escassez de estudos e trabalhos referentes ao tema. Com efeito, nas pesquisas realizadas pelo autor não se

I - se, feita sem prazo a pessoa presente, não foi imediatamente aceita. Considera-se também presente a pessoa que contrata por telefone ou por meio de comunicação semelhante;

BRASIL. Código Civil. Lei nº 10.406/2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/10406.htm> Acesso em: 28 de novembro de 2018.

²⁵ Art. 1.081. Deixa de ser obrigatória a proposta:

I - Se, feita sem prazo a uma pessoa presente, não foi imediatamente aceita.

Considera-se também presente a pessoa que contrata por meio do telefone.

BRASIL. Código Civil dos Estados Unidos do Brasil. Lei nº 3.071/1916. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/10406.htm> Acesso em: 12 de novembro de 2018. <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L3071.htm> Acesso em: 12 de novembro de 2018.

²⁶ LOUREIRO, Marcelo. Um passo para o mundo virtual. Capital Aberto, ed. 57, 01 de maio de 2008. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/um-passo-para-o-mundo-virtual/#.V3oSflgrLIU>> Acesso em: 06 de julho de 2016.

encontrou outro trabalho acadêmico de mestrado ou doutorado que enfrentasse especificamente esse tema. Em se confirmando tal informação, esta dissertação seria pioneira.

Em 2015, tanto o parágrafo único do artigo 121 quanto do artigo 127 foram regulamentados pela CVM, por meio da ICVM 561. Considera-se que a instrução representou tanto uma evolução quanto um retrocesso no que se refere às deliberações societárias digitais.

Do ponto de vista normativo, representou uma evolução no sentido de consolidar a possibilidade de realização das assembleias híbridas no ordenamento jurídico brasileiro. Em especial, o sistema eletrônico de participação tem o potencial de trazer para o campo concreto as assembleias com suporte relevante da internet e participação expressiva a distância. Por outro lado, representa um retrocesso por não ter tornado o sistema eletrônico de participação obrigatório para as companhias abertas listadas na bolsa de valores. O boletim de voto a distância, por sua vez, embora tenha sido tornado obrigatório, não houve vedação a que as companhias exigissem documentos de papel em suporte ao boletim. Conforme demonstrado no tópico o, o boletim *eletrônico* de voto a distância não foi adotado por nenhuma companhia até a elaboração deste trabalho: todas exigiam documentos em papel.

No que se refere aos efeitos práticos da ICVM 561, é possível notar alguns efeitos colaterais. Ainda que a instrução normativa não tenha revogado o modelo de voto por procuração eletrônica, com a sua edição, as duas plataformas atuantes no mercado brasileiro para proporcionar deliberações societárias digitais nessa modalidade suspenderam suas operações, sob o pretexto de se adequarem à nova legislação. Tal fato, somado à exigência pelas companhias abertas de que o boletim de voto eletrônico fosse remetido em papel, fez com que o acionista brasileiro tenha ficado, na prática, *impossibilitado* de votar pela internet.

Além disso, a instrução normativa falhou em não tratar das assembleias totalmente digitais. Dessa forma, se por um lado não existem dúvidas acerca da necessária fundamentação jurídica para

a realização de assembleias híbridas no ordenamento jurídico brasileiro, por outro lado é igualmente certo que as assembleias digitais *não* possuem previsão expressa na legislação brasileira, como se demonstrará a seguir.

Retomando as discussões sobre a precisão dos termos virtual e digital, estariam as assembleias digitais *virtualmente* presentes no ordenamento jurídico brasileiro? Pergunta-se se seria lícita a realização de uma assembleia digital segundo as normas vigentes.

Considera-se como principal obstáculo normativo para a realização de uma assembleia digital o parágrafo segundo do artigo 124 da LSA. Ao tratar do *modo de convocação e local da assembleia geral*, assim dispõe a lei:

Art. 124. A convocação far-se-á mediante anúncio publicado por 3 (três) vezes, no mínimo, contendo, *além do local*, data e hora da assembleia, a ordem do dia, e, no caso de reforma do estatuto, a indicação da matéria.

§ 2º Salvo motivo de força maior, a assembleia-geral realizar-se-á no *edifício onde a companhia tiver a sede*; quando houver de efetuar-se em outro, os anúncios indicarão, com clareza, o *lugar da reunião, que em nenhum caso poderá realizar-se fora da localidade da sede.*²⁷

Nota-se que os referidos dispositivos legais contam com redação com termos categóricos e incisivos. A convocação deve conter o *local* de sua realização, que salvo por motivo de *força maior*, deve ser realizada no *edifício* de onde a companhia tiver sede. Caso não seja realizada neste local, a convocação deverá mencionar o *lugar da reunião*, que em *nenhuma hipótese* poderá ser fora da *localidade da sede*. Não é difícil notar a preocupação e a atenção do legislador no sentido de que assembleia fosse realizada em um local físico, não diverso da localidade da sede.

²⁷ BRASIL. Congresso Nacional. Lei nº 6.404. Art. 124, parágrafo segundo. Brasília: 15 dez. 1976.

Conforme será exposto a seguir, tal dispositivo legal é antiquado e parece não fazer mais sentido nos dias atuais. No entanto, sustentar a realização de uma assembleia totalmente digital por uma companhia aberta sob sua vigência torna-se uma missão difícil.

O primeiro ponto a ser destacado é que tanto o artigo 124 quanto seu parágrafo segundo datam de 15 de dezembro de 1976, isto é, nunca foram alterados por lei posterior. Dessa forma, vale lembrar qual a situação da internet e do desenvolvimento tecnológico dos meios de comunicação em meados dos anos 70. A ARPA, agência criada pelos Estados Unidos paralelamente à NASA e responsável pelas origens da internet²⁸, contava com meros vinte anos de existência, e as redes de computadores não passavam de universidades locais conectadas em circuitos fechados.

A rede mundial de computadores somente viria a se tornar minimamente comercial e acessível quase trinta anos depois da edição da LSA. Não havia qualquer recurso tecnológico apto a proporcionar participação dos acionistas à distância com mínima segurança e efetividade, razão pela qual essa questão inexistia nas considerações do legislador.

Os próprios termos utilizados na redação do artigo 124 demonstram essa realidade totalmente diversa, tal qual a imposição de que as assembleias sejam realizadas no *edifício* da sede. Conforme se sabe, o cenário da composição acionária de uma companhia se alterou drasticamente desde a edição da LSA: há uma diversidade e um número de acionistas muito maior do que há cinquenta anos. É comum e altamente provável que os edifícios da sede de grande parte das companhias abertas simplesmente *não tenham capacidade* para realização das assembleias caso um determinado número de acionistas resolva comparecer, sendo necessário recorrer à locação de espaços maiores e mais adequados.

²⁸ HAFNER, Katie; LYON, Matthew. Where Wizards Stay Up Late: The origins of the internet. New York: Simon & Schuster, p. 8, 1996.

Nessa linha, independentemente das discussões sobre o uso da tecnologia nas assembleias, a exigência de sua realização no *edifício* da sede não faz mais sentido, tendo sido necessária a flexibilização da interpretação do trecho legal. Ao tratar dessa questão, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa se manifestou da seguinte forma:

A Administração da companhia deve, ainda, avaliar a conveniência de solicitar, preventivamente, autorização à Comissão de Valores Mobiliários para a realização da Assembleia em locais mais amplos (ginásios, teatros ou centros de convenções), porém próximos à sede, quando exista a expectativa de presença de grande número de acionistas.²⁹

Retornando à imposição do artigo 124 de que a assembleia, em *nenhuma hipótese*, poderia ser fora da *localidade da sede*, deduz-se que o legislador estava visando a proteger os acionistas de abusos por parte da companhia, na tentativa de assegurar e facilitar o acesso dos acionistas às reuniões societárias. É algo que fazia sentido em uma época na qual os investidores preferiam investir em companhias próximas de sua residência ou domicílios, mas que perde completamente sua finalidade na realidade contemporânea.

É válido lembrar o emblemático caso da Equatorial Energia, já citado neste trabalho. Em 2008, a companhia contava um total aproximado de mil acionistas, sendo a maioria investidores residentes no eixo Rio-São Paulo e no exterior do país, porém sua sede era em São Luís do Maranhão. A aplicação do parágrafo segundo do artigo 124 simplesmente inviabilizada a obtenção dos quóruns mínimos necessários para deliberação³⁰. Não é necessário ir tão longe, nem enumerar diversos exemplos. Basta lembrar a

²⁹ CORPORATIVA, Instituto Brasileiro de Governança. Código das Boas Práticas para Assembleias de Acionistas, p. 18, São Paulo: 2010. Disponível em: < <http://www.ibgc.org.br/userfiles/8.pdf> > Acesso em: 12 de novembro de 2018.

³⁰ LOUREIRO, Marcelo. *Um clique, um voto*. Capital Aberto, ed. 55, 01 de março de 2008. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/um-clique-um-voto/#.V3ZvfrgrK0o>> Acesso em: 03 de julho de 2016.

grande quantidade de companhias que estão sediadas na cidade de São Paulo, por exemplo, mas que contam com acionistas de diversos estados brasileiros e também estrangeiros. A realidade de investidores locais em companhias abertas já não existe mais, ou ao menos já não é tão predominante como na década de 70, quando foi editada a atual lei de sociedades por ações.

Por outro lado, o dispositivo legal ainda existe e está vigente, com redação clara e impositiva. Além disso, conforme será demonstrado no tópico o, a recepção das assembleias digitais nos países onde acontecem não é pacífica e livre de controvérsias. Pelo contrário, têm enfrentado resistência e oposição severas por diversos setores. Não é difícil imaginar que no Brasil a realização de assembleias digitais também seria marcada por divergências.

Nesse sentido, a força do parágrafo segundo do artigo 124 da LSA, combinada com a natureza controversa das assembleias digitais, parece *inviabilizar* a realização de uma assembleia *totalmente digital* de acordo com o atual ordenamento jurídico brasileiro.

A possibilidade de uma assembleia digital no Brasil dependeria, portanto, de alteração legislativa. Uma boa oportunidade de flexibilização do artigo 124 da LSA foi perdida quando da edição da lei nº 12.431/2011. Esta lei, embora tenha representado avanços na participação à distância do acionista, não tratou da questão da sede de realização das assembleias. Vale lembrar que, naquele ano, o mencionado artigo já podia ser considerado desatualizado, e já havia discussões e casos práticos nos Estados Unidos de assembleias digitais, realizadas, naturalmente, sem um local físico.

É interessante retomar que a abordagem normativa conferida às assembleias digitais pelo estado pioneiro de Delaware, nos Estados Unidos da América, partiu justamente da questão do *local* de realização da assembleia. A legislação desse estado foi alterada no ano 2000, para incluir a disposição expressa de que a companhia poderá determinar que a assembleia não acontecerá em *nenhum local*, mas sim ser realizada *somente por meios de comunicação remota*:

If, pursuant to this paragraph or the certificate of incorporation or the bylaws of the corporation, the board of directors is authorized to determine the place of a meeting of stockholders, the board of directors may, in its sole discretion, determine that the meeting shall not be held at any place, but may instead be held solely by means of remote communication as authorized by paragraph (a)(2) of this section.³¹

A redação anterior era omissa, estabelecendo apenas que a companhia poderia fixar o local da assembleia e alteração teve a finalidade específica de autorizar a realização das assembleias digitais³².

Nesse sentido, é importante destacar que os dois países nos quais já foram realizadas assembleias digitais, Estados Unidos e Reino Unido, contam com previsão legal *expressa* para a sua realização.

Diferentemente desses dois países, não se conhece no Brasil sequer uma tentativa de realização de assembleia digital na sua acepção estrita, ou seja, *totalmente* em meio eletrônico.

3.4 A experiência dos Estados Unidos

3.4.1 Panorama

Enquanto no Brasil e em muitos outros países ainda se discute a licitude das assembleias digitais, ou quando muito, as repercussões da realização de uma pioneira e isolada assembleia digital, os Estados Unidos vivenciam outra realidade, baseada em vários anos de experiência prática.

Desde a previsão legislativa pelo estado-membro de Delaware em 2000, até fevereiro de 2012, 22 estados americanos passaram a

³¹ DELAWARE, State of. Delaware Code. Title 8. General Corporation Law. Chapter 1. Section 211. Disponível em: <<http://delcode.delaware.gov/title8/coo1/sco7/index.shtml>> Acesso em: 27 de julho de 2018.

³² BLACK, Lewis S. ALEXANDER, Frederick H. Analysis of the 2000 Ammendment. Aspen: Aspen Law & Business, p-3, 2000. Disponível em: < <https://www.law.upenn.edu/live/files/6779-analysis-2000-amend-del-gen-corp-lawpdf>> Acesso em: 16 de outubro de 2018.

permitir expressamente a realização de assembleias digitais³³. Esse número aumentou modestamente para aproximadamente 25 em dezembro de 2014³⁴ e atingiu 30 em 2017³⁵. Além desses, outros 12 estados-membros permitem a realização de assembleias híbridas.

Em 2009, no ano em que a legislação do Reino Unido passou a permitir a assembleia digital, os Estados Unidos já somavam quatro experiências práticas somente naquele ano, e completavam oito anos desde a primeira assembleia digital realizada. Em 2016, quando a companhia Jimmy Choo estreou a prática no Reino Unido, a assembleia digital já havia sido considerada como tendência nos Estados Unidos³⁶, e naquele ano foram realizadas 155 assembleias³⁷.

Por essa razão, o estudo de casos das assembleias digitais nos Estados Unidos é de suma importância para este trabalho. Além do fato de terem realizado a primeira assembleia digital em 2001, desde 2009 contam com um expressivo prestador de serviço que tem explorado e oferecido soluções para a implantação e realização de assembleias digitais, fazendo com que a prática venha ganhando espaço.

Nesse sentido, da mesma forma que as plataformas Assembleias Online e Assembleias na Web foram relevantes para o estudo de caso do voto por procuração eletrônica no Brasil, também o estudo do prestador de serviços *Broadridge Financial Solutions* é

³³ Op. cit.

³⁴ COUNSEL, Association of Corporate. Top ten things to remember when considering virtual shareholder meetings. 23 de dezembro de 2014. Disponível em: < <http://www.acc.com/legalresources/publications/topten/considering-virtual-shareholder-meetings.cfm> > Acesso em: 06 de julho de 2016.

³⁵ BROADRIDGE. Virtual Shareholder meetings 2017 facts and figures. Nova Iorque, 2018, p. 3. Disponível em: < https://www.broadridge.com/_assets/pdf/broadridge-vsm-brochure.pdf > Acesso em: 07 de agosto de 2018.

³⁶ MCGREGOR, Jena. More companies are going virtual for their annual shareholder meetings. Washington Post, 17 de março de 2015. Disponível em: < <https://www.washingtonpost.com/news/on-leadership/wp/2015/03/17/more-companies-are-going-virtual-for-their-annual-shareholder-meetings/> > Acesso em: 15 de junho de 2016.

³⁷ BROADRIDGE. Virtual Annual Shareowner Meetings Study Group Announces Best Practices. Nova Iorque, 11 de abril de 2018. Disponível em: < <https://www.broadridge.com/press-release/2018/virtual-annual-shareowner-meetings-study-group-announces-best-practices> > Acesso em: 25 de julho de 2018.

emblemático para a compreensão da experiência dos Estados Unidos com as assembleias digitais.

A Broadridge Solutions é uma companhia aberta *fintech* estadunidense, que, entre outros serviços, fornece soluções em tecnologia para comunicação entre as companhias e seus acionistas³⁸. Foi a pioneira em oferecer serviços não só de assembleia digital, mas também de voto por procuração eletrônica, e domina de forma incontroversa o mercado norte-americano nesses tipos de soluções³⁹.

A tecnologia para a realização de assembleias digitais foi disponibilizada ao mercado pela Broadridge em 2009⁴⁰, ano no qual apenas uma companhia conduziu uma assembleia digital, e outras três realizaram assembleias híbridas. Em 2010, foram dezenove assembleias digitais e nove assembleias híbridas.

No mês de junho de 2018, foi realizada a *milésima* assembleia digital pela plataforma. No primeiro semestre desse ano, um total de 212 companhias realizaram assembleias digitais e outras 24 conduziram assembleias híbridas⁴¹. Para fins de comparação, esses foram os números exatos de assembleias digitais e híbridas realizadas na plataforma durante todo o ano de 2017⁴².

O gráfico abaixo compila o número de assembleias digitais e híbridas realizadas ano a ano, de 2009 até 2017:

³⁸ MEETINGS, The Best Practices Committee For Shareowner Participation In Virtual Annual. Principles and Best Practices for Virtual Annual Shareowner Meetings, p. 12, 2018. Disponível em: <https://www.broadridge.com/_assets/pdf/broadridge-vasm-guide.pdf> Acesso em: 24 de julho de 2018.

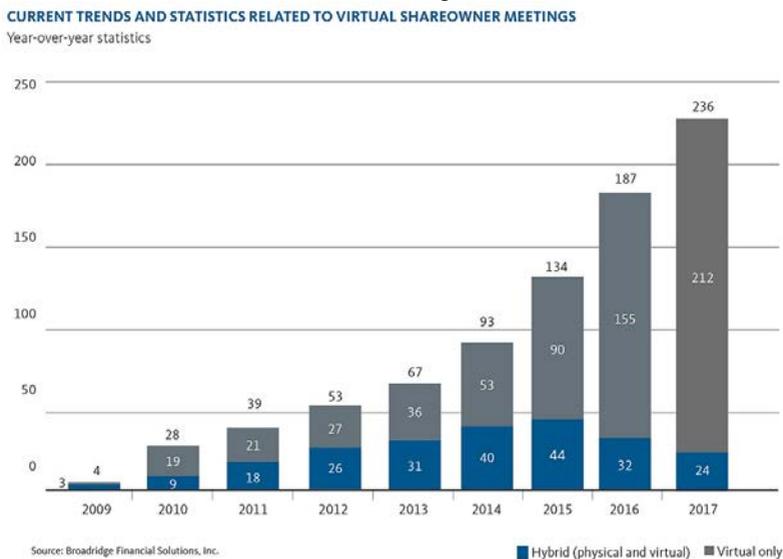
³⁹ Nas pesquisas conduzidas pelo autor não foi encontrado nenhum concorrente relevante da Broadridge nas soluções de assembleia digital e voto por procuração eletrônica.

⁴⁰ PRNewswire. Shareholder Engagement is Increasing via Technology. Nova Iorque, 9 de julho de 2018. Disponível em: <<https://www.prnewswire.com/news-releases/shareholder-engagement-is-increasing-via-technology-broadridge-hosts-its-1-000th-virtual-shareholder-meeting-300677512.html>> Acesso em: 25 de julho de 2018.

⁴¹ Op. cit.

⁴² BROADRIDGE. Virtual Annual Shareowner Meetings Study Group Announces Best Practices. Nova Iorque, 11 de abril de 2018. Disponível em: <<https://www.broadridge.com/press-release/2018/virtual-annual-shareowner-meetings-study-group-announces-best-practices>> Acesso em: 25 de julho de 2018.

Gráfico 2 – Assembleias digitais 2009 a 2017



Fonte: Broadridge Financial Solutions, Inc.⁴³

Importante registrar que, embora o crescimento tenha sido expressivo ano a ano, o número total de assembleias digitais realizadas em 2017 ainda é inexpressivo se comparado às aproximadas 4.400 assembleias de acionistas realizadas anualmente nos Estados Unidos⁴⁴: apenas 5% das assembleias de acionistas foram realizadas em formato digital.

Interessante notar que, entre as companhias que aderiram à prática, encontram-se não somente empresas ligadas ao setor de tecnologia e inovação, como Intel, Hewlett-Packard, Microsoft Corporation, mas também grandes corporações de setores diversos, tais quais Ford, Duke Energy, Best Buy, SeaWorld Entertainment,

⁴³ BROADRIDGE. Virtual Annual Shareowner Meetings Study Group Announces Best Practices. Nova Iorque, 11 de abril de 2018. Disponível em: < <https://www.broadridge.com/press-release/2018/virtual-annual-shareowner-meetings-study-group-announces-best-practices> > Acesso em: 25 de julho de 2018.

⁴⁴ Op. cit.

GoPro, PayPal, Yelp, e Warner Music Group⁴⁵. Os motivos que levaram as companhias à adesão extrapolam a simples redução de custos e o incentivo à participação dos acionistas.

A Sea World Entertainment, por exemplo, permeada pelas polêmicas envolvendo os maus tratos aos animais, enfrentou problemas decorrentes de protestos organizados por ativistas em sucessivas assembleias gerais. Os manifestantes não só tumultuavam os arredores da reunião, como também prejudicavam o andamento das deliberações de dentro dos recintos, tendo em vista que muitos adquiriam ações da companhia apenas para terem acesso ao conclave⁴⁶.

Problema semelhante tem sido enfrentado pelas grandes instituições financeiras. Em 2012, os acionistas da Wells Fargo & Co. necessitaram de auxílio de força policial para atravessar uma barreira de mais de 500 manifestantes em frente à entrada da assembleia geral ordinária da companhia⁴⁷. No ano de 2013, foi a vez do Citigroup passar por dificuldades similares. A onda de protestos desencadeou um movimento de migração das assembleias dos grandes bancos para locais cada vez mais distantes: JPMorgan, para o interior de Tampa, Florida; Wells Fargo para o Texas; Citigroup para Saint Louis; e Goldman Sachs para Salt Lake City.

⁴⁵ BRAITHWAITE, Tom. US companies embrace virtual annual meetings. Financial Times, 11 de março de 2016. Disponível em: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/874879co-e664-11e5-bc31-138df2ae9ee6.html#axzz4Bq7zCOIR>> Acesso em: 15 de junho de 2016.

CURRIE, Delphine. DELANEY, Nicola. Virtual shareholder meetings – stepping into

Jimmy Choo's shoes or a matter of bad practice? Reed Smith. 31 de maio de 2018. Disponível em: <<https://www.reedsmith.com/en/perspectives/2018/05/virtual-shareholder-meetings>> Acesso em: 27 de julho de 2018.

ASSOCIATION OF CORPORATE COUNSEL. Top ten things to remember when considering virtual shareholder meetings. 23 de dezembro de 2014. Disponível em: <<http://www.acc.com/legalresources/publications/topten/considering-virtual-shareholder-meetings.cfm>> Acesso em: 06 de julho de 2016.

⁴⁶ PEDICINI, Sandra. SeaWorld joins trend of taking shareholder meetings strictly online. Orlando Sentinel, Orlando, 09 de junho de 2015. Disponível em: <<http://www.orlandosentinel.com/business/tourism/os-seaworld-shareholder-meeting-20150609-story.html>> Acesso em: 08 de julho de 2016.

⁴⁷ CAMPBELL, Dakin; CHEDIAK, Mark. Wells Fargo Protesters Disrupt Stumpf Speech at Meeting. Bloomberg, 24 de abril de 2012. Disponível em <<http://www.bloomberg.com/news/articles/2012-04-24/wells-fargo-protesters-impede-shareholders-at-annual-meeting>>. Acesso em: 08 de julho de 2016.

Nenhuma dessas instituições aderiu (ainda?) às assembleias digitais⁴⁸.

3.4.2 Possibilidades e desafios.

A adoção das assembleias digitais como meio das companhias escaparem das dificuldades típicas dos encontros presenciais pode ser considerada como um dos desdobramentos da principal crítica feitas a esse modelo: a ausência do “*face a face*” e o consequente receio de práticas abusivas e restritivas de direitos dos acionistas. Em última análise, todos os argumentos contrários às assembleias digitais derivam desse.

Em artigo de abril de 2018, Nathan Sisodia apontou três *potenciais* desvantagens das assembleias digitais. Na visão do autor, a supressão da reunião presencial diminuiria a comunicação face a face e poderia deixar os acionistas incapazes de confrontarem os administradores diretamente. A segunda preocupação refere-se à possibilidade de a companhia visualizar previamente as questões submetidas pelos acionistas e até mesmo filtrá-las, evitando os pontos mais controversos ou polêmicos. Por último, sob a ótica da companhia e não mais dos acionistas, o autor considera também como uma desvantagem a possibilidade de resultados imprevisíveis de votação, devido a votos de última hora nas assembleias que permitam o voto em tempo real⁴⁹.

Por outro lado, o autor aponta também uma série de vantagens das assembleias digitais. A primeira delas se refere à conveniência e praticidade de participação: os acionistas não precisam viajar ou se deslocar, aumentando a presença, e os

⁴⁸BRAITHWAITE, Tom. US companies embrace virtual annual meetings. Financial Times, 11 de março de 2016. Disponível em: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/874879c0-e664-11e5-bc31-138df2ae9ee6.html#axzz4Bq7zCOIR>> Acesso em: 15 de junho de 2016.

⁴⁹SISODIA, Nathan. Virtual shareholder meetings: advantages, disadvantages and practical considerations. Federal Securities Law Source. 11 de abril de 2018. Disponível em: <<https://www.fedseclaw.com/2018/04/articles/general-business-news/virtual-shareholder-meetings-advantages-disadvantages-and-practical-considerations/>> Acesso em: 25 de outubro de 2018.

executivos e conselheiros de administração conseguem otimizar melhor suas ocupadas agendas.

A segunda, e também muito citada por outros autores, é a redução de custos no modelo digital. Não há necessidade de gastos com locação de espaço, recepção, alimentação, decoração, materiais impressos, brindes, segurança e, em alguns casos, até mesmo equipe médica⁵⁰.

Outra vantagem apontada pelo autor é a possibilidade de envio de perguntas antecipadamente, na medida em que possibilitaria à companhia organizar melhor a dinâmica das perguntas e respostas. O fato de as perguntas poderem ser anônimas também seria uma vantagem, pois deixaria os acionistas mais confortáveis⁵¹.

Na mesma linha, Lisa Fontenot defendeu em 2017 que as assembleias digitais podem estimular a participação durante as reuniões, na medida em que alguns acionistas poderiam se sentir investidos de poder pela possibilidade de fazer perguntas mediante uma plataforma digital⁵².

Ainda com relação às desvantagens, preocupa o fato de que as assembleias digitais possam potencialmente permitir que as companhias limitem a influência de ativistas de governança corporativa⁵³. Sobre esse, ponto, destaca-se o caso do Sea World

⁵⁰ FONTENOT, Lisa. Public Company Virtual-Only Annual Meetings. *The Business Lawyer*; Vol. 73, Winter 2017-2018, p. 44. Disponível em: < <https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/2018/01/Fontenot-Public-Company-Virtual-Only-Annual-Meetings-ABA-Journal-Jan-2018.pdf> > Acesso em: 23 de outubro de 2018.

⁵¹ SISODIA, Nathan. Virtual shareholder meetings: advantages, disadvantages and practical considerations. *Federal Securities Law Source*. 11 de abril de 2018. Disponível em: <<https://www.fedseclaw.com/2018/04/articles/general-business-news/virtual-shareholder-meetings-advantages-disadvantages-and-practical-considerations/>> Acesso em: 25 de outubro de 2018.

⁵² FONTENOT, Lisa. Public Company Virtual-Only Annual Meetings. *The Business Lawyer*; Vol. 73, Winter 2017-2018, p. 44. Disponível em: < <https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/2018/01/Fontenot-Public-Company-Virtual-Only-Annual-Meetings-ABA-Journal-Jan-2018.pdf> > Acesso em: 23 de outubro de 2018.

⁵³ FONTENOT, Lisa. DANG, Linda. Annual Shareholder Meeting: Selected Considerations for a Virtual-Only Meeting. *Annual Shareholder Meeting: Selected Considerations for a Virtual-Only Meeting*. 9 de dezembro

mencionado nos parágrafos anteriores, no qual a motivação dos ativistas não era exclusivamente governança corporativa, mas principalmente ambiental e de maus tratos aos animais. Apesar das justificativas formais da companhia para a adoção das assembleias digitais terem sido o amplo alcance online e a redução de custos, a mudança parece claramente ter tido a finalidade de limitar a influência dos ativistas⁵⁴. Só não se sabe até que ponto essa limitação visou simplesmente a evitar o desgaste e desconforto no confronto face a face com os ativistas ou se de fato se mostrou necessária para viabilizar a realização das assembleias, tendo em vista o grau de tumulto por eles causado.

Nesse ponto, a preocupação de gerar ativismo de acionistas está relacionada entre os fatores que deveriam influenciar a decisão de uma companhia de adotar ou não as assembleias digitais⁵⁵.

Outra vantagem comumente destacada, relacionada ao aumento de participação, refere-se à possibilidade de tanto os acionistas quanto alguns membros do conselho de administração participarem de mais de uma assembleia, no mesmo dia ou em datas próximas. Conforme se sabe, devido ao prazo legal para sua realização, as assembleias gerais ordinárias costumam se concentrar em poucas semanas no ano, e a participação à distância pode facilitar a presença em mais assembleias digitais do que físicas⁵⁶.

de 2016. Disponível em: < <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/09/annual-shareholder-meeting-selected-considerations-for-a-virtual-only-meeting/> > Acesso em: 30 de outubro de 2018.

⁵⁴ PEDICINI, Sandra. SeaWorld joins trend of taking shareholder meetings strictly online. Orlando Sentinel, Orlando, 09 de junho de 2015. Disponível em: < <http://www.orlandosentinel.com/business/tourism/os-seaworld-shareholder-meeting-20150609-story.html> > Acesso em: 08 de julho de 2016.

⁵⁵ FONTENOT, Lisa. DANG, Linda. Annual Shareholder Meeting: Selected Considerations for a Virtual-Only Meeting. Annual Shareholder Meeting: Selected Considerations for a Virtual-Only Meeting. 9 de dezembro de 2016. Disponível em: < <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/09/annual-shareholder-meeting-selected-considerations-for-a-virtual-only-meeting/> > Acesso em: 30 de outubro de 2018.

⁵⁶ FONTENOT, Lisa. DANG, Linda. Annual Shareholder Meeting: Selected Considerations for a Virtual-Only Meeting. Annual Shareholder Meeting: Selected Considerations for a Virtual-Only Meeting. 9 de dezembro de 2016. Disponível em: < <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/09/annual-shareholder-meeting-selected-considerations-for-a-virtual-only-meeting/> > Acesso em: 30 de outubro de 2018.

As assembleias digitais têm sido apontadas também como menos impactantes no cotidiano operacional das companhias, uma vez que os administradores, gerentes e outros funcionários importantes poderiam retornar para as atividades rotineiras mais rapidamente⁵⁷.

Dialogando com temas atuais, como terrorismo e meio-ambiente, outras vantagens atribuídas às assembleias digitais são a maior facilidade de se garantir controle e segurança física e o menor impacto ambiental, tendo em vista que haveria menos viagens e menos material impresso para os participantes⁵⁸.

No que se refere à transparência e publicidade, a logística para ampliar o número de participantes é muito mais fácil nas assembleias digitais do que nas presenciais. Nesse sentido, o modelo das assembleias digitais facilita e viabiliza a participação de terceiros interessados, não acionistas, caso a companhia assim deseje. Em 2016, a grande maioria das assembleias digitais realizadas permitiu a participação de não acionistas⁵⁹.

De todas as possibilidades relacionadas às assembleias digitais, a *redução dos custos* e a *maior oportunidade de participação* são pacificamente apontadas, até mesmo por alguns opositores do modelo.

Do outro lado, a preocupação com a *redução do contato face a face* e com a *censura de questões controvertidas* submetidas pelos acionistas são incontroversamente apontadas como potenciais

⁵⁷ FONTENOT, Lisa. DANG, Linda. Annual Shareholder Meeting: Selected Considerations for a Virtual-Only Meeting. Annual Shareholder Meeting: Selected Considerations for a Virtual-Only Meeting. 9 de dezembro de 2016. Disponível em: < <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/09/annual-shareholder-meeting-selected-considerations-for-a-virtual-only-meeting/> > Acesso em: 30 de outubro de 2018.

⁵⁸ FONTENOT, Lisa. DANG, Linda. Annual Shareholder Meeting: Selected Considerations for a Virtual-Only Meeting. Annual Shareholder Meeting: Selected Considerations for a Virtual-Only Meeting. 9 de dezembro de 2016. Disponível em: < <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/09/annual-shareholder-meeting-selected-considerations-for-a-virtual-only-meeting/> > Acesso em: 30 de outubro de 2018.

⁵⁹ FONTENOT, Lisa. Public Company Virtual-Only Annual Meetings. The Business Lawyer; Vol. 73, Winter 2017-2018, p. 44. Disponível em: < <https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/2018/01/Fontenot-Public-Company-Virtual-Only-Annual-Meetings-ABA-Journal-Jan-2018.pdf> > Acesso em: 23 de outubro de 2018.

desvantagens das assembleias digitais. No entanto, o mesmo não se pode dizer sobre a questão da pré-visualização das perguntas pelas companhias: não há consenso se isto de fato representa uma desvantagem. Inclusive, não raro essa pré-visualização das perguntas e comentários é apontada como uma vantagem, na medida em que possibilitaria à companhia organizar melhor a agenda, eliminando itens duplicados e se preparando para fornecer esclarecimentos mais satisfatórios e bem fundamentados⁶⁰.

Por fim, é válido notar que as desvantagens são sempre apresentadas como potenciais, ao passo que as vantagens não são acompanhadas dessa ressalva. Apresenta-se, a seguir, um quadro resumo das principais vantagens e desvantagens identificadas:

⁶⁰ YOO, Meena. The Trend Towards Virtual-Only Meetings. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*. 2 de abril de 2018. Disponível em: < <https://news.law.fordham.edu/jcfl/2018/04/02/the-trend-towards-virtual-only-meetings/>> Acesso em: 30 de outubro de 2018.

FONTENOT, Lisa. DANG, Linda. Annual Shareholder Meeting: Selected Considerations for a Virtual-Only Meeting. *Annual Shareholder Meeting: Selected Considerations for a Virtual-Only Meeting*. 9 de dezembro de 2016. Disponível em: < <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/09/annual-shareholder-meeting-selected-considerations-for-a-virtual-only-meeting/>> Acesso em: 22 de outubro de 2018.

Quadro 4 – Possibilidades e desafios das assembleias digitais

Desafio	A supressão da reunião presencial diminuiria a comunicação face a face e poderia deixar os acionistas incapazes de confrontarem os administradores diretamente.
Desafio	Possibilidade da companhia filtrar previamente as perguntas e matérias da assembleia, evitando os pontos mais controversos.
Desafio	Abertura para resultados imprevisíveis de votação, devido a votos de última hora nas assembleias que permitam o voto em tempo real.
Possibilidade	Aumento da participação dos acionistas: desnecessidade de viagens e deslocamentos.
Possibilidade	Conveniência e praticidade de participação: otimização do tempo e agenda dos executivos e conselheiros de administração.
Possibilidade	Redução de custos com locação de espaço e estrutura de recepção, alimentação, segurança, material impresso entre outros.
Possibilidade	Melhor organização da dinâmica de perguntas e respostas.
Possibilidade	Possibilidade de realização de perguntas anônimas.
Possibilidade	Menor impacto no cotidiano empresarial das companhias, pois os administradores e funcionários importantes retornariam às atividades mais rapidamente.
Possibilidade	Maior participação nas assembleias: acionistas encorajados a formularem perguntas mediante uma plataforma digital.
Possibilidade	Publicidade e transparência: maior facilidade para permitir a participação de não-acionistas.

Fonte: Elaborado pelo autor

3.4.3 Recepção e oposição pelo mercado.

Apesar das possibilidades e oportunidades proporcionadas pelas assembleias digitais, sua utilização prática tem sido controversa e enfrentado severa oposição por diversos setores, principalmente por fundos de pensão e aposentadoria e outros grandes investidores institucionais.

A cidade de Nova Iorque, por exemplo, conta com cinco grandes fundos de pensão e aposentadoria, a saber: (i) fundo do sistema de aposentadoria do conselho de educação; (ii) fundo do sistema de aposentadoria dos empregados; (iii) fundo de pensão dos bombeiros; (iv) fundo de pensão da polícia; e (v) fundo do sistema

de aposentadoria dos professores⁶¹. Juntos, os fundos somam aproximadamente *cento e sessenta bilhões de dólares* em ativos⁶² e são administrados pelo *New York City Comptroller's Office* – o gabinete da controladoria da cidade de Nova Iorque, cujo chefe atua como um diretor financeiro das questões municipais.

O gabinete da controladoria da cidade de Nova Iorque é radicalmente contra as assembleias digitais, e tem tomado medidas concretas para coibir sua utilização pelas companhias investidas dos fundos de pensão.

No ano de 2017, o gabinete notificou dezessete companhias investidas que haviam realizado assembleias digitais em 2016, solicitando que abandonassem a prática ou no mínimo passassem a utilizar assembleias híbridas⁶³.

Por orientação do gabinete, no mesmo ano os fundos aprovaram uma política formal, na qual se comprometeram a votar contra os administradores das companhias que apoiassem as assembleias digitais. A política consta em tópico específico e autônomo do relatório anual das iniciativas dos quotistas dos fundos, com a seguinte redação:

HOLDING BOARDS ACCOUNTABLE FOR “VIRTUAL-ONLY” SHAREOWNER MEETINGS.

In response to the surge in public companies holding “virtual-only” annual meetings, the NYC Funds amended their voting guidelines in spring 2017 to affirm their expectation that companies hold “in-person” annual meetings and only hold “virtual” meetings to supplement, not replace, in-person meetings. In-person meetings enable shareowners, regardless of their size, to have a face-to-face

⁶¹ NEW YORK CITY COMPTROLLER. 2017 Shareowner Initiatives Post Season Report. Disponível em: <
https://comptroller.nyc.gov/wp-content/uploads/documents/2017_Shareowner_Initiatives_Postseason_Report.pdf> Acesso em: 17 de outubro de 2018.

⁶² NEW YORK CITY COMPTROLLER. Duties of the Comptroller. Disponível em: <
<https://comptroller.nyc.gov/about/duties-of-the-comptroller/>> Acesso em: 17 de outubro de 2018.

⁶³ LARKIN, Gary. The Conference Board. On Governance: Are virtual-only annual meetings really what shareholders want? 26 de março de 2018. Disponível em: <<https://www.conference-board.org/blog/postdetail.cfm?post=6736>> Acesso em: 17 de outubro de 2018.

opportunity to engage and ask questions of senior management and directors in the presence of other investors at least once per year.

Under the new guideline, the NYC Funds will vote against incumbent members of the governance/nominating committee at any company that holds a “virtual-only” annual meeting. This new guideline was implemented immediately for S&P 500 companies holding virtual-only annual meetings in 2017, with an exception for those companies that agreed in advance of their 2017 meeting dates to revert to in-person annual meetings in 2018; the voting guideline will extend to all U.S. portfolio companies in 2018.⁶⁴

É possível notar que a política adotada pelos fundos configura um mecanismo claro de pressão nos administradores das companhias, e vale indagar se tal prática não poderia levar à limitação do administrador em atuar de acordo com os melhores interesses da própria companhia, colocando em risco a observância do dever de diligência.

Não obstante, tal postura não se limita aos fundos de pensão da cidade de Nova Iorque. O maior fundo público de pensão dos Estados Unidos, o sistema de aposentaria dos funcionários públicos da Califórnia - *CalPERS*, também se posicionou contra a adoção das assembleias digitais⁶⁵. O fundo, que gere cerca de *trezentos e cinquenta bilhões de dólares*⁶⁶, parte do princípio de que a participação remota deveria ser utilizada somente de forma complementar à assembleia presencial, e não substitutiva⁶⁷.

⁶⁴ NEW YORK CITY COMPTROLLER. 2017 Shareowner Initiatives Post Season Report. Disponível em: < https://comptroller.nyc.gov/wp-content/uploads/documents/2017_Shareowner_Initiatives_Postseason_Report.pdf> Acesso em: 17 de outubro de 2018.

⁶⁵ FONTENOT, Lisa. DANG, Linda. Annual Shareholder Meeting: Selected Considerations for a Virtual-Only Meeting. Annual Shareholder Meeting: Selected Considerations for a Virtual-Only Meeting. 9 de dezembro de 2016. Disponível em: < <https://corp.gov.law.harvard.edu/2016/12/09/annual-shareholder-meeting-selected-considerations-for-a-virtual-only-meeting/>> Acesso em: 22 de outubro de 2018.

⁶⁶ INVESTOPEDIA. CaiPERS. Disponível em: <<https://www.investopedia.com/terms/c/calpers.asp>> Acesso em: 22 de outubro de 2018.

⁶⁷ FONTENOT, Lisa. DANG, Linda. Annual Shareholder Meeting: Selected Considerations for a Virtual-Only Meeting. Annual Shareholder Meeting: Selected Considerations for a Virtual-Only Meeting. 9 de dezembro de 2016. Disponível em: < <https://corp.gov.law.harvard.edu/2016/12/09/annual-shareholder-meeting-selected-considerations-for-a-virtual-only-meeting/>>

A posição dos investidores institucionais mencionados acima parece convergir com a maioria dos investidores institucionais dos Estados Unidos, considerando as manifestações do Conselho dos Investidores Institucionais. Trata-se de uma organização sem fins econômicos fundada em 1985, que reúne grandes fundos de pensão, fundos corporativos, fundos de benefícios de empregados, entre outros. Os ativos dos membros da organização ultrapassam *quatro trilhões de dólares*⁶⁸.

Em carta endereçada ao Comitê de Melhores Práticas das Assembleias Digitais da Broadridge, em junho de 2017, o Conselho defendeu que *os acionistas continuam a merecer a opção de comparecerem pessoalmente às assembleias* e que as companhias que aderissem à participação remota *deveriam se abster de abandonar a reunião presencial no curto e médio prazo*⁶⁹.

É importante destacar que, sob o pretexto de proteger a participação do acionista, os investidores institucionais acima mencionados se posicionam de forma contrária às assembleias digitais, mas não se opõem às assembleias realizadas exclusivamente no formato presencial.

A assembleia, quando realizada sem o apoio de tecnologia que viabilize a participação à distância do acionista, tem o condão de ser mais excludente que uma assembleia totalmente digital. Não é de difícil concluir que, nos dias atuais, é mais fácil para um acionista ter acesso à internet do que deslocar-se fisicamente para outro bairro, cidade ou mesmo país.

Dessa forma, já que a preocupação desses investidores institucionais, em tese, residiria em preservar a participação dos

shareholder-meeting-selected-considerations-for-a-virtual-only-meeting/> Acesso em: 22 de outubro de 2018.

⁶⁸ COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS. About Us. Disponível em: <https://www.cii.org/about_us> Acesso em: 17 de outubro de 2018.

⁶⁹ COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS. Letter to the Members of the Broadridge Committee for Best Practices for Annual Shareholder Meetings. 8 de junho de 2017. Disponível em: <https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2017/06_o8_17_letter_best_practic_es_shareholder_meetings.pdf> Acesso em: 17 de outubro de 2018.

acionistas, seria de se esperar que atacassem também a realização de assembleias exclusivamente presenciais, com empenho equivalente ou maior com o que se opõem às assembleias digitais. Tornar-se-iam, portando, ávidos defensores das assembleias híbridas, teoricamente as mais aptas a expandir as oportunidades de participação dos acionistas.

Não é, entretanto, o que se observa. Não se vê grandes investidores institucionais pressionando as companhias para abandonarem o formato exclusivamente presencial e adotarem assembleias híbridas, por exemplo. As críticas são direcionadas exclusivamente às assembleias digitais, o que levou o autor a questionar se a proteção do direito de participação dos acionistas é de fato o real motivador dessa oposição...

Conforme mencionado, essa resistência é movida por grandes investidores institucionais, com recursos financeiros suficientes para participarem das assembleias seja qual for o seu formato. Por outro lado, os pequenos e dispersos acionistas podem enfrentar mais dificuldades em participar de uma assembleia presencial do que de uma assembleia digital. Ressalte-se que diversos estudos já concluíram que a participação das minorias tende a ser menor em encontros face a face, promovendo inibição em grupos heterogêneos e participação desigual entre os presentes⁷⁰.

Nesse sentido, parece que os grandes investidores institucionais podem estar enxergando na descontinuidade das assembleias presenciais uma ameaça ao *status quo* e ao seu poder exercido nas companhias, na medida em que, ao contrário do que defendem publicamente, as assembleias digitais ou híbridas teriam o condão de aumentar a participação e o poder dos pequenos acionistas dispersos. Interessaria, portanto, a esse grupo de

⁷⁰ HELLER, Rebecca. A cost-benefit analysis of face-to-face and virtual communication: overcoming the challenges. Ithaca, NY: Cornell University, ILR School, Center for Advanced Human Resource

Studies, 2010. Disponível em: < <https://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1011&context=cahrwhitepapers> >

investidores, a manutenção das assembleias presenciais, em detrimento das digitais ou híbridas.

Fora do campo dos fundos de pensão e aposentadoria, as assembleias digitais também têm enfrentado resistência por parte de grandes investidores do setor financeiro privado. O chefe do setor de governança corporativa da gestora de recursos *JPMorgan Asset Management*, que gerencia ativos de aproximadamente *dois trilhões de dólares*, manifestou-se no início do ano de 2018 de forma curiosa. Nas palavras de Robert Hardy, uma assembleia geral (presencial), embora pudesse *soar ultrapassada*, seria o *evento mais imprevisível da vida de um diretor executivo moderno* e que ele gostava do fato de que, uma vez por ano, *a administração tivesse que suar frio e enfrentar os proprietários da companhia*⁷¹.

De forma surpreendente, e até mesmo cômica, uma organização de freiras investidoras se posicionou abertamente contra a realização das assembleias digitais. A comunidade de aproximadamente quatrocentas freiras Irmãs de São Francisco da Filadélfia – *Sisters of St. Francis of Philadelphia*⁷² não só investe no mercado acionário, mas suas integrantes também se mostram verdadeiras ativistas. Baseadas no argumento de ausência do face a face e receio da redução das interações entre acionistas e administradores, as freiras têm se mostrado verdadeiras opositoras das assembleias digitais.

Nesse sentido, a administração de companhias investidas pela organização das freiras que optaram por descontinuar suas assembleias presenciais enfrentaram considerável resistência das Irmãs, como foi o caso da grande companhia de petróleo e energia ConocoPhillips e da Comcast, atuante na área de telecomunicações.

⁷¹ MOONEY, Attracta. Shift to virtual meetings sets stage for shareholder rebellion. Financial Times, 14 de janeiro de 2018. Disponível em: <https://www.ft.com/content/ace58bc2-f7a2-11e7-88f7-5465a6ce1a00>. Acesso em: 21 de outubro de 2018.

⁷² MOONEY, Attracta. Fund managers stand with nuns in fight against virtual AGMs. Financial Times, 15 de janeiro de 2018. Disponível em: < <https://www.ft.com/content/16e88ef2-f6b8-11e7-88f7-5465a6ce1a00> > Acesso em: 22 de outubro de 2018.

A Comcast, sediada na mesma cidade que as Irmãs, aderiu às assembleias totalmente digitais em 2017. Na ocasião, as freiras enviaram um comunicado aos demais acionistas da companhia, convidando-os a apoiarem um pedido para que a administração adotasse políticas de governança corporativa que afirmassem a continuidade das assembleias presenciais, de forma complementar ao modelo digital adotado.

Em seguida, ingressaram com uma propositura formal na companhia para que a decisão de realizar assembleias totalmente digitais fosse submetida à deliberação da assembleia de acionistas. A administração da companhia entendeu que a matéria não era de competência da assembleia geral, e não atendeu ao pedido de deliberação.

A discussão foi então levada pelas freiras à apreciação da SEC, entidade reguladora do mercado de capitais nos Estados Unidos (semelhante à CVM brasileira), que entendeu *não* ser o caso de intervir para impor a inclusão da matéria na pauta da assembleia geral: ou seja, ratificou a posição da administração da companhia de que a decisão de adotar ou não assembleias digitais é uma prerrogativa dos administradores e não da assembleia geral⁷³.

Provocada em outras situações idênticas, a SEC reafirmou que é de competência do conselho de administração, e não da assembleia geral, decidir se a companhia realizará as assembleias em formato presencial, híbrido ou digital⁷⁴. As companhias, portanto, não estariam obrigadas a analisar as propostas para a realização de

⁷³ COMMISSION, United States Securities and Exchange. Shareholder Proposal No-Action Letters Issued Under Exchange Act Rule 14a-8. 28 de fevereiro de 2018. Disponível em: <<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2018/sistersstfranciso22818-14a8.pdf>> Acesso em: 22 de outubro de 2018.

⁷⁴ SISODIA, Nathan. Virtual shareholder meetings: advantages, disadvantages and practical considerations. Federal Securities Law Source. 11 de abril de 2018. Disponível em: <<https://www.fedseclaw.com/2018/04/articles/general-business-news/virtual-shareholder-meetings-advantages-disadvantages-and-practical-considerations/>> Acesso em: 25 de outubro de 2018.

assembleias presenciais e poderiam continuar realizando as assembleias digitais⁷⁵.

No que se refere à ConocoPhillips, a batalha com as freiras não se estendeu tanto. A companhia havia realizado sua primeira assembleia totalmente digital no ano de 2017, que foi seguida pela campanha pública e aberta das freiras contra sua realização⁷⁶. Em dezembro do mesmo ano, a administração recuou, e em já 2018 retornou com a reunião presencial⁷⁷.

Em matéria de reversão das assembleias em formato digital para assembleias presenciais ou híbridas, a ConocoPhillips não está sozinha. A companhia ferroviária Union Pacific não resistiu à pressão de alguns acionistas, e também voltou a realizar assembleias com base presencial no ano de 2018, após ter realizado uma assembleia totalmente digital no ano de 2017⁷⁸.

Mesmo com a oposição mencionada nos parágrafos anteriores, ainda é cedo para se estabelecer conclusões acerca da aceitabilidade das assembleias digitais. A maior parte do mercado em geral ainda não se posicionou, há setores com ponto de vista neutro, como o dos *proxy advisors*.

É comum que os investidores institucionais dos Estados Unidos contem com prestadores de serviços de facilitação e integração com suas companhias investidas, os chamados *proxy advisors*. Além de gerenciar e representar os investidores nas deliberações, tais facilitadores pesquisam sobre as investidas e

⁷⁵ YOO, Meena. The Trend Towards Virtual-Only Meetings. Fordham Journal of Corporate & Financial Law. 2 de abril de 2018. Disponível em: < <https://news.law.fordham.edu/jcfl/2018/04/02/the-trend-towards-virtual-only-meetings/>> Acesso em: 30 de outubro de 2018.

⁷⁶ MOONEY, Attracta. Fund managers stand with nuns in fight against virtual AGMs. Financial Times. 15 de janeiro de 2018. Disponível em: < <https://www.ft.com/content/16e88ef2-f6b8-11e7-88f7-5465a6ce1a00>> Acesso em: 22 de outubro de 2018.

⁷⁷ MOONEY, Attracta. Shift to virtual meetings sets stage for shareholder rebellion. Financial Times, 14 de janeiro de 2018. Disponível em: <https://www.ft.com/content/ace58bc2-f7a2-11e7-88f7-5465a6ce1a00>. Acesso em: 21 de outubro de 2018.

⁷⁸ CHASAN, Emily. Investors Opposing Virtual Shareholder Meetings Notch Wins. Bloomberg. 9 de janeiro de 2018. Disponível em: < <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-09/investors-opposing-online-only-shareholder-meetings-notch-wins>> Acesso em: 22 de outubro de 2018.

assessoram os acionistas em matérias de governança, prestação de contas, questões jurídicas e contábeis das investidas.

Os dois maiores e mais renomados *proxy advisors* são a *Glass, Lewis & Co.* e o *ISS*, que emergiram de meros prestadores de serviço a investidores institucionais para se tornarem sólidas referências de mercado. Suas recomendações são amplamente utilizadas pelos investidores ao decidirem como votar nas assembleias de acionistas⁷⁹.

O posicionamento da Glass Lewis e do ISS com relação às assembleias digitais é menos radical e mais razoável em relação aos investidores institucionais mencionados nos parágrafos anteriores, embora tenham nesse setor sua principal clientela.

O ISS, em 2016, havia sinalizado que faria recomendações adversas a companhias que utilizassem assembleias digitais para impedir discussões ou proposições de acionistas⁸⁰. Nota-se, portanto, que *a oposição do ISS não se deu com relação à assembleia digital em si, mas sim com relação à sua má utilização pela companhia com a finalidade de restringir direitos dos acionistas.*

Em relatório anual de abril de 2018, o ISS parece ter adotado posição ainda mais favorável com relação às assembleias digitais. O boletim reforçou, de forma resumida e objetiva, parte das vantagens e desvantagens apresentadas neste trabalho: maior participação, custos menores e facilidade na submissão de questões; e, por outro lado, risco *potencial* de menor comunicação direta e pré-visualização ou filtro das questões submetidas⁸¹.

⁷⁹ MOONEY, Attracta. Shift to virtual meetings sets stage for shareholder rebellion. Financial Times, 14 de janeiro de 2018. Disponível em: <https://www.ft.com/content/ace58bc2-f7a2-11e7-88f7-5465a6ce1a00>. Acesso em: 22 de março de 2018.

⁸⁰ FONTENOT, Lisa. DANG, Linda. Annual Shareholder Meeting: Selected Considerations for a Virtual-Only Meeting. Annual Shareholder Meeting: Selected Considerations for a Virtual-Only Meeting, 9 de dezembro de 2016. Disponível em: < <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/09/annual-shareholder-meeting-selected-considerations-for-a-virtual-only-meeting/> > Acesso em: 22 de outubro de 2018.

⁸¹ PAPADOPOULOS, Kosmas. ISS Analytics. An Early Look at the US 2018 Proxy Season Trends, 26 de abril de 2018. Disponível em: < <https://www.issgovernance.com/file/publications/early-look-us-proxy-season-trends.pdf> > Acesso em: 30 de outubro de 2018.

No que tange às recomendações diretas e expressas, favoráveis ou desfavoráveis, o boletim foi omissivo, mas alertou para que as companhias e seus investidores considerassem e gerenciassem os potenciais riscos. A íntegra do tópico que trata do tema segue abaixo:

Virtual-only meetings are on the rise

In the first five months of the year, we observe a growing number of companies favoring virtual shareholder meetings, continuing a trend from the past three years. A review of ISS Analytics data identified 127 virtual-only U.S. meetings taking place from January to May of 2018, compared to 99 virtual-only meetings during the same period last year. Virtual meetings present a number of advantages to both shareholders and the company, such as wider participation, lower costs, and ease of submission of questions. However, companies and investors will have to also consider and manage potential risks, such as less direct communication and lack of transparency in filtering or pre-screening of questions.⁸²

É curioso que, no que se refere ao Reino Unido, Irlanda e Europa em geral, o posicionamento do ISS é diverso do defendido nos Estados Unidos. Para essas localidades, a recomendação expressa do ISS é votar favoravelmente a propostas que permitam a realização de assembleias híbridas, mas *contra* as que permitam assembleias digitais⁸³.

No que tange ao outro grande *proxy advisor*, o posicionamento da *Glass Lewis* é muito similar ao defendido pelo ISS no ano de 2016. A assessoria recomenda que se vote contra os membros do comitê de governança das companhias que planejem realizar assembleias digitais e *não tenham previamente fornecido*

⁸² PAPAPOPOULOS, Kosmas. ISS Analytics. An Early Look at the US 2018 Proxy Season Trends. 26 de abril de 2018. Disponível em: < <https://www.issgovernance.com/file/publications/early-look-us-proxy-season-trends.pdf> > Acesso em: 23 de outubro de 2018.

⁸³ INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES. UK/Ireland Policy and European Policy1-Virtual/Hybrid Shareholder Meeting Proposals. Disponível em: < <https://www.issgovernance.com/file/policy/8-2017-comment-period-template-ukireland-and-europe-virtualhybrid-shareholder-meeting-proposals.pdf> > Acesso em: 23 de outubro de 2018.

*garantias de que os acionistas teriam os mesmos direitos e oportunidades de participar que em uma assembleia presencial*⁸⁴.

Apesar da subjetividade e imprecisão relativas ao que seria garantir os *mesmos* direitos e oportunidades de participação de uma assembleia presencial, é possível notar que a Glass Lewis não se opôs radicalmente às assembleias digitais, mas apenas buscou evitar que o formato pudesse ser utilizado em prejuízo do acionista.

A recomendação constou nas diretrizes da Glass Lewis para o ano de 2018, com vigência para o ano de 2019. Anteriormente, a assessoria não recomendava votos contrários ou favoráveis às assembleias digitais. O tópico foi assim tratado:

VIRTUAL SHAREHOLDER MEETINGS

Glass Lewis is aware that a relatively small but growing contingent of companies have elected to hold shareholder meetings by virtual means only. We believe that virtual meeting technology can be a useful complement to a traditional, in-person shareholder meeting by expanding participation of shareholders who are unable to attend a shareholder meeting in person (i.e. a “hybrid meeting”). However, we also believe that virtual-only meetings have the potential to curb the ability of a company’s shareholders to meaningfully communicate with the company’s management.

In 2018, we will not make voting recommendations solely on the basis that a company is holding a virtual-only meeting. When analyzing the governance profile of companies that choose to hold virtual-only meetings, we look for robust disclosure in a company’s proxy statement which assures shareholders that they will be afforded the same rights and opportunities to participate as they would at an in-person meeting. Beginning in 2019, however, Glass Lewis will generally recommend voting against members of the governance committee of a board where the board is planning

⁸⁴ FRIEDMAN, Abe M. Analysis of New Glass Lewis Guidelines. Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation. 6 de dezembro de 2017. Disponível em: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/12/06/analysis-of-new-glass-lewis-guidelines/>> Acesso em: 24 de outubro de 2018.

to hold a virtual-only shareholder meeting and the company does not provide such disclosure.⁸⁵

É interessante registrar que os principais sócios da Glass Lewis são o fundo de pensão dos professores de Ontário - *Ontario Teachers' Pension Plan Board* e o grande gestor canadense de fundos de investimentos institucionais *Alberta Investment Management Corp.*⁸⁶.

Em primeira análise, considerando principalmente os pontos trazidos nos parágrafos anteriores, seria de se esperar da Glass Lewis uma postura menos solícita às assembleias digitais, já que tem como proprietários *players* relacionados diretamente aos grandes investidores institucionais e fundos de pensão e aposentadoria que, como visto, são contrários a esse tipo de assembleia. Ocorre que no próprio setor dos fundos de pensão, que tem se mostrado um dos mais ferrenhos opositores das assembleias digitais, é possível notar posicionamentos menos extremistas e mais abertos a esse novo formato.

O fundo de aposentadoria dos professores do estado da Califórnia - *CalSTRS*, por exemplo, que gerencia aproximadamente duzentos e trinta bilhões de dólares⁸⁷, manifestou mera *preferência* pelos formatos híbridos, mas reconheceu que a tecnologia está avançando⁸⁸.

Lisa Fontenot, em análise publicada em janeiro de 2018, lembrou que *muitos outros grandes investidores institucionais dos Estados Unidos ainda não haviam adotado uma posição pública*

⁸⁵ GLASS LEWIS. 2018 Proxy Paper US Guidelines. Disponível em: < http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2017/11/US_Guidelines_2018.pdf> Acesso em: 24 de outubro de 2018.

⁸⁶ GLASS LEWIS. Company Overview. Disponível em: < <http://www.glasslewis.com/company-overview/>> Acesso em: 23 de outubro de 2018.

⁸⁷ CALSTRS. CalSTRS at a glance. Disponível em: < <https://www.calstrs.com/calstrs-glance>> Acesso em: 23 de outubro de 2018.

⁸⁸ FONTENOT, Lisa. Public Company Virtual-Only Annual Meetings. *The Business Lawyer*; Vol. 73, Winter 2017-2018, p. 44. Disponível em: < <https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/2018/01/Fontenot-Public-Company-Virtual-Only-Annual-Meetings-ABA-Journal-Jan-2018.pdf>> Acesso em: 23 de outubro de 2018.

*favorável ou contra as assembleias digitais*⁸⁹. De fato, a autora parece ter razão.

Em dezembro de 2017, os Estados Unidos possuíam aproximadamente *dezesesseis trilhões de dólares em fundos de aposentadoria e de pensão*⁹⁰. Os fundos que já se posicionaram acerca das assembleias digitais, identificados por este estudo, não ultrapassam *cinco trilhões* em ativos, do total de dezesseis trilhões acima mencionado.

Nesse sentido, nota-se que grandes investidores institucionais dos Estados Unidos, principalmente no setor de fundos de aposentadoria de pensão, atraíram grande atenção ao se posicionarem de forma desfavorável às assembleias digitais. Embora gerenciem trilhões de dólares em investimentos, representam *menos de um terço* dos ativos do setor.

Vale dizer, portanto, que a maioria do grupo apontado como maior opositor das assembleias digitais, qual seja, investidores institucionais de fundos de aposentadoria e pensão, ainda não se manifestou publicamente sobre o tema. Nesse ponto, importante lembrar a conclusão de Samat e Ali no estudo realizado em 2015: *ainda é cedo para afirmar se as assembleias digitais serão bem recebidas pelo mercado*⁹¹.

O quadro a seguir resume o posicionamento dos *players* envolvidos, no que se refere à realização das assembleias digitais.

⁸⁹ FONTENOT, Lisa. Public Company Virtual-Only Annual Meetings. The Business Lawyer; Vol. 73, Winter 2017-2018, p. 44. Disponível em: < <https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/2018/01/Fontenot-Public-Company-Virtual-Only-Annual-Meetings-ABA-Journal-Jan-2018.pdf> > Acesso em: 23 de outubro de 2018.

⁹⁰ OECD. The Organisation for Economic Co-operation and Development. OECD Data. Pension funds' assets. Disponível em: < <https://data.oecd.org/pension/pension-funds-assets.htm> > Acesso em: 08 de janeiro de 2019.

⁹¹ SAMAT, Nor. ALI, Hasani. A legal perspective of shareholders' meeting in the globalised and interconnected business environment. Procedia - Social and Behavioral Sciences 172, p. 767, 2015. Disponível em: < <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S187704281500467X> > Acesso em: 08 de julho de 2016.

Quadro 5 – Posicionamento nos Estados Unidos sobre as assembleias digitais

Entidade:	Categoria/setor:	Ativos sob gestão:	Posicionamento:	Medidas adotadas:
New York City Comptroller's Office	Administrador dos cinco grandes fundos de pensão da cidade de Nova Iorque	160 bilhões de dólares	Contra as assembleias digitais. Tolerante com as assembleias híbridas.	Notificação de companhias investidas dos fundos que realizam assembleias digitais. Política formal de votar contra os administradores das companhias investidas que apoiassem as assembleias digitais.
California Public Employees' Retirement System - CalPERS	Fundos de pensão e aposentaria	350 bilhões de dólares	Contra as assembleias digitais. Tolerante com as assembleias híbridas.	Política formal de que a tecnologia deve complementar a assembleia presencial, não substituí-la.
Conselho dos Investidores Institucionais	Organização não lucrativa que reúne grandes fundos de pensão, fundos corporativos, fundos de benefícios de empregados, entre outros.	4 trilhões de dólares	Contra as assembleias digitais. Tolerante com as assembleias híbridas.	Manifestação formal de que as companhias se abstenham de abandonar as assembleias presenciais no curto e médio prazos.
California State Teachers' Retirement System - CalSTRS	Fundos de pensão e aposentaria	230 bilhões de dólares	Neutra com relação às assembleias digitais. Favorável às assembleias híbridas. Não se posicionaram quanto a assembleias digitais ou híbridas, à exceção dos específicos mencionados acima.	-
Mercado de fundos de pensão e aposentadoria	Fundos de pensão e aposentaria	19 trilhões de dólares	Contra as assembleias digitais.	-
JPMorgan Asset Management	Gestora de recursos	2 trilhões de dólares	Contra as assembleias digitais.	-

Sisters of St. Francis of Philadelphia	Comunidade de freiras investidoras	-	Contra as assembleias digitais. Tolerante com as assembleias híbridas.	Comunicados aos demais acionistas as investidas para se oporem às assembleias digitais. Proposições formais nas companhias para que a adoção ou não das assembleias digitais fosse submetida à apreciação da assembleia de acionistas. Requerimentos à SEC para que a matéria fosse incluída na pauta das assembleias de acionistas.
Institutional Shareholder Services	Assessores de investidores institucionais em deliberações societárias, matérias de governança, prestação de contas e outros.	-	Tolerante com as assembleias digitais, desde que não limitem direitos dos acionistas. Favorável às assembleias híbridas.	Até 2016, recomendação adversa a companhias que utilizassem assembleias digitais para impedir discussões ou proposições de acionistas. A partir de 2018, substituiu a recomendação adversa por um alerta de atenção.
Glass, Lewis & Co.	Assessores de investidores institucionais em deliberações societárias, matérias de governança, prestação de contas e outros.	-	Tolerante com as assembleias digitais, desde que não limitem direitos dos acionistas. Favorável às assembleias híbridas.	-
Securities and Exchange Commission	Regulação	-	-	Quando provocada por acionistas para determinar a inclusão na pauta da assembleia de acionistas da matéria de migração ou não para assembleias digitais, entendeu que não deveria intervir. Indiretamente, reconheceu que a deliberação sobre o formato das assembleias não era de competência da assembleia geral de acionistas.

Fonte: Elaborado pelo autor

3.4.4 Melhores práticas.

Como toda e qualquer ferramenta, a assembleia digital pode ser bem ou mal utilizada. Frente a toda oposição enfrentada, e frente às oportunidades e aos desafios apresentados, cumpre buscar quais seriam as diretrizes e requisitos para que a assembleia digital seja uma boa ferramenta.

Em matéria de melhores práticas e recomendações, destaca-se o documento intitulado Diretrizes para Proteção e Aumento da Participação Online de Acionistas nas Assembleias Anuais. A primeira versão deste documento foi elaborada em 2012, por um grupo de trabalho sob a coordenação do CalSTRS. Contou com a participação de representantes de gestores de fundos de investimento, escritórios de advocacia, bolsa de valores NASDAQ e da *fintech* Broadridge Solutions⁹². Em 2018, o grupo elaborou uma nova versão, com o intuito de substituir a anterior⁹³.

Antes de adentrar a análise das duas versões das Diretrizes de melhores práticas para as assembleias digitais, cumpre destacar que nem mesmo esse documento restou livre de controvérsias.

Timothy Smith, representante de um grande investidor institucional e participante como membro do comitê na elaboração dos documentos de 2012 e 2018, manifestou-se imediatamente após a divulgação do relatório mais recente no sentido de que o conteúdo não representava o que o grupo pensava.

Na visão do participante, o documento teria omitido as desvantagens das assembleias digitais e deixado de registrar que

⁹² MEETINGS, The Best Practices Working Group for Online Shareholder Participation in Annual. Guidelines for Protecting and Enhancing Online Shareholder Participation in Annual Meetings. Junho de 2012. Disponível em: < http://www.calstrs.com/sites/main/files/file-attachments/shareholder_participation_annual_meetings.pdf> Acesso em: 06 de novembro de 2018.

⁹³ MEETINGS, The Best Practices Committee For Shareowner Participation In Virtual Annual. Principles and Best Practices for Virtual Annual Shareowner Meetings, p. 3, 2018. Disponível em: < https://www.broadridge.com/_assets/pdf/broadridge-vasm-guide.pdf> Acesso em: 24 de julho de 2018.

diversos membros se opunham fortemente à sua adoção pelas companhias⁹⁴. Em suas palavras:

The release is neither a fair nor accurate representation of the thinking of the Group nor the nuances in the report,” he said in an email about the release. (...) After reviewing the release, I regret to say that it has become a promotional piece for Broadridge singing the praises of Virtual-Only meetings and referring to best practices for running them (...). Nowhere is there even a hint in the release of the downside of VO meetings and the fact that several participants in the Study group had strong positions opposing them as the best choice for a company.⁹⁵

Apesar da alegação de Smith de que o relatório teria sufocado a posição dos membros do Comitê que eram contrários às assembleias digitais, seus questionamentos foram isolados e não ecoaram entre os demais participantes. Nesse ponto, é importante destacar que o grupo contava com outros representantes de grandes opositores das assembleias digitais, como Ken Bertsch, do Conselho de Investidores Institucionais⁹⁶. Conforme mencionado anteriormente neste trabalho, este Conselho instituiu a política de votar contra administradores que adotassem as assembleias digitais. É válido também destacar que em alguns pontos do relatório constam ressalvas sobre o posicionamento divergente e contrário às assembleias digitais de membros do comitê.

Apontada a controvérsia inicial com relação aos relatórios, cumpre analisar inicialmente o conteúdo do documento de 2012,

⁹⁴ HODGSON, Paul. Virtual-Only Shareholder Meetings: Anathema or Convenience? (Part I). Corporate Governance. Disponível em: < <https://www.corpgov.net/2018/08/virtual-only-shareholder-meetings-anathema-or-convenience-part-i/> > Acesso em: 17 de outubro de 2018.

⁹⁵ MEETINGS, The Best Practices Committee For Shareowner Participation In Virtual Annual. Principles and Best Practices for Virtual Annual Shareowner Meetings, p. 3, 2018. Disponível em: < https://www.broadridge.com/_assets/pdf/broadridge-vasm-guide.pdf > Acesso em: 24 de julho de 2018.

⁹⁶ MEETINGS, The Best Practices Committee For Shareowner Participation In Virtual Annual. Principles and Best Practices for Virtual Annual Shareowner Meetings, p. 3, 2018. Disponível em: < https://www.broadridge.com/_assets/pdf/broadridge-vasm-guide.pdf > Acesso em: 24 de julho de 2018.

que se aplica tanto para as assembleias digitais como para as híbridas. O relatório apresenta três princípios que deveriam ser observados pelas companhias⁹⁷:

- (i) *Proteção da participação online nas assembleias*: adoção de mecanismos de proteção para proteger os interesses dos acionistas e assegurar que as companhias não utilizarão a tecnologia para evitar oportunidades de diálogo que estariam disponíveis em uma assembleia presencial.
- (ii) *Uso da tecnologia deve maximizar a participação online nas assembleias*: garantia de que a tecnologia utilizada será acessível para todos os acionistas da companhia, na medida do possível. Exemplos: disponibilizar linhas telefônicas para que os acionistas possam ligar para fazer perguntas e, no futuro, considerar a utilização de videoconferência, à medida que os avanços tecnológicos ocorrerem e se tornarem menos custosos; assegurar que a transmissão via web seja acessível por diversas plataformas e sistemas operacionais; disponibilizar um suporte técnico para os acionistas; disponibilizar previamente os sites e linhas telefônicas para que os acionistas possam testar seu funcionamento.
- (iii) *Análise do custo benefício*: as companhias devem considerar o peso dos custos e dos benefícios ao optarem por assembleias presenciais, híbridas ou digitais.

Além dos princípios, o documento recomenda também nove melhores práticas, a saber⁹⁸:

- (i) Adotar os mesmos princípios da participação online para a participação presencial.
- (ii) Publicar tais princípios com antecedência.
- (iii) Estabelecer procedimentos para validar os participantes como acionistas.

⁹⁷ MEETINGS, The Best Practices Working Group for Online Shareholder Participation in Annual. Guidelines for Protecting and Enhancing Online Shareholder Participation in Annual Meetings. Junho de 2012. Disponível em: < http://www.calstrs.com/sites/main/files/file-attachments/shareholder_participation_annual_meetings.pdf> Acesso em: 06 de novembro de 2018.

⁹⁸ MEETINGS, The Best Practices Working Group for Online Shareholder Participation in Annual. Guidelines for Protecting and Enhancing Online Shareholder Participation in Annual Meetings. Junho de 2012. Disponível em: < http://www.calstrs.com/sites/main/files/file-attachments/shareholder_participation_annual_meetings.pdf> Acesso em: 06 de novembro de 2018.

- (iv) Estabelecer procedimentos razoáveis para permitir que qualquer um possa acessar, e determinar se não acionistas poderão participar da assembleia como ouvintes.
- (v) Estabelecer procedimentos para o voto remoto e para seu adequado registro.
- (vi) Estabelecer diretrizes razoáveis para o mecanismo de perguntas, incluindo: procedimentos de postar todas as perguntas recebidas antecipadamente e abrir espaço antes da reunião para que os acionistas manifestem se desejam se pronunciar; definição prévia de tempos razoáveis para as perguntas e manifestações; e diretrizes razoáveis para a exibição das perguntas e respostas. Sobre essa última, lista-se: exibir todas as perguntas realizadas, exceto as repetidas, maliciosas ou jocosas; organizar as perguntas em grupos por tema e por momento em que foram enviadas; alternar as respostas às perguntas realizadas por meios diferentes; estabelecer procedimentos para perguntas por telefone ou vídeo conferência; estabelecer procedimentos para resposta de perguntas recebidas, mas não respondidas durante a assembleia; estabelecer procedimentos para que um acionista possa retirar uma pergunta realizada; estabelecer procedimentos para divulgação de todas as perguntas e respostas após a reunião, incluindo dados e estatísticas sobre o teor das perguntas realizadas, ex.: quantas perguntas foram recebidos sobre um tema específico.
- (vii) Permitir que um acionista apresente sua propositura por telefone ou vídeo conferência, desde que requerido com antecedência mínima razoável.
- (viii) Divulgar com antecedência o modelo de assembleia a ser utilizado no ano seguinte.
- (ix) Arquivar a reunião em um website acessível ao público por um período de tempo específico e razoável.

É interessante destacar que, naquele momento, havia preocupação sobre a capacidade tecnológica para que as assembleias fossem realizadas com suporte de vídeo conferência. Algumas das orientações são baseadas em ligações telefônicas, com sugestão de que fossem futuramente substituídas por vídeo conferência, quando a tecnologia assim o permitisse.

Naturalmente, o relatório de 2018, além de corresponder às tecnologias mais recentes, trata das matérias com grau maior de

sofisticação. Para que se tenha uma ideia da mudança no cenário, em relação ao documento original de 2012, até esse ano haviam sido realizadas apenas 27 assembleias digitais, menos de 15% das 212 realizadas em 2017⁹⁹.

Os princípios apontados pelo novo documento são¹⁰⁰:

- (i) *Ampla participação deve ser valorizada e encorajada*: o uso da tecnologia nas assembleias deve ser uma ferramenta para ampliar e não limitar a participação dos acionistas – por essa razão, alguns membros do comitê são contrários ao término da assembleia presencial, defendendo as assembleias híbridas, mas não as digitais.
- (ii) *Tratamento imparcial e igualitário entre os participantes*: a companhia deve assegurar que os acionistas que terão os mesmos direitos e oportunidades que teriam em uma assembleia presencial.
- (iii) *Engajamento de qualidade entre acionistas e membros da administração*: a companhia deve proporcionar oportunidades para que ocorra engajamento de qualidade entre os acionistas e os membros da administração.
- (iv) *Comunicação dos benefícios da assembleia digital*: a companhia deve divulgar previamente e claramente aos acionistas os benefícios de uma assembleia virtual, e orientá-los em como participar.
- (v) *Canal de diálogo significativo entre acionistas e a companhia*: a assembleia digital deve proporcionar as mesmas oportunidades de perguntas e diálogo que uma assembleia presencial.

Por sua vez, o relatório elenca doze melhores práticas para as assembleias digitais¹⁰¹:

- (i) Reconhecer que o formato da assembleia precisa ser determinado e comunicado com antecedência, e constar nos editais de convocação.

⁹⁹ MEETINGS, The Best Practices Committee For Shareowner Participation In Virtual Annual. Principles and Best Practices for Virtual Annual Shareowner Meetings, 2018. Disponível em: <https://www.broadridge.com/_assets/pdf/broadridge-vasm-guide.pdf> Acesso em: 24 de julho de 2018.

¹⁰⁰ Op. cit.

¹⁰¹ MEETINGS, The Best Practices Committee For Shareowner Participation In Virtual Annual. Principles and Best Practices for Virtual Annual Shareowner Meetings, 2018. Disponível em: <https://www.broadridge.com/_assets/pdf/broadridge-vasm-guide.pdf> Acesso em: 24 de julho de 2018.

A companhia deve avaliar solicitações de acionistas que desejem que a assembleia seja realizada presencialmente.

- (ii) Considerar o teor da pauta ao escolher o formato da assembleia. A decisão de migrar para o modelo digital em assembleias com pautas que contenham deliberações controversas ou sensíveis deve ser mais cuidadosamente analisada do que em assembleias com pautas rotineiras ou incontroversas.
- (iii) Avaliar constantemente a mudança da tecnologia e dos processos. Com o objetivo de garantir a máxima oportunidade de participação dos acionistas, a companhia deve revisar anualmente e integralmente as tecnologias e os processos empregados, avaliando se atenderam às expectativas e buscando atualizações.
- (iv) Garantir acesso igualitário. A companhia deve permitir que os acionistas proponentes apresentem suas proposições por meio de vídeo pré-gravado, ao vivo ou por telefone. Esses meios de comunicação devem ser previamente disponibilizados para teste pelos acionistas. Se a companhia for responder a perguntas após o término do período oficial da assembleia, deve permitir acesso aos acionistas.
- (v) Criar regras de conduta formais e universais para participação, que proporcionem suficientes oportunidades para que os acionistas façam perguntas ou breves comentários sobre as matérias em votação, sem prejuízo do respeito ao tempo de todos os participantes. Deve incluir, por exemplo: a possibilidade de envio de perguntas antecipadamente, ao vivo e por telefone, no qual os acionistas ficariam e em espera e seriam atendidos por ordem de ligação; e a alternância desses meios na escolha pela administração das perguntas a serem respondidas.
- (vi) Estabelecer e divulgar previamente regras para promover transparência em como as perguntas são organizadas, evitando dúvidas a respeito de manipulação na exibição, combinação, priorização ou desconsideração de perguntas recebidas.
- (vii) Estabelecer regras para alteração da ordem da escolha das perguntas. As situações em que a companhia pode alterar a ordem das perguntas devem ser previamente divulgadas. Alguns casos seriam perguntas e comentários: não relacionados à matéria em discussão, que sejam exclusivamente preocupações pessoais ou genéricas de acionistas, que contenham linguagem ofensiva ou que sejam provenientes de acionistas que já tiveram a chance de participar, enquanto outros ainda não.
- (viii) Estabelecer limites razoáveis de tempo para as proposituras, perguntas e comentários. Três a cinco minutos para apresentação

das proposituras, e dois minutos para perguntas e comentários são considerados como apropriados.

- (ix) Divulgar no site de relacionamento com investidores da companhia todas as perguntas recebidas durante a assembleia.
- (x) Garantir acesso dos acionistas aos administradores, de forma que possam vê-los, escutá-los e endereçar perguntas.
- (xi) Disponibilizar suporte técnico para acionista que enfrem dificuldades no acesso remoto.
- (x) Arquivar a reunião em um website acessível ao público por um período de tempo específico e razoável, idealmente no mínimo um ano.

Frente às diretrizes destacadas nos relatórios, às críticas e preocupações dos opositores e às possibilidades e objetivos das assembleias digitais, cumpre registrar quais seriam, na visão do autor deste trabalho, as melhores práticas para o modelo da assembleia digital. É importante destacar que houve limitação ao conteúdo compilado nos tópicos anteriores: há orientações acima que o autor não considera essenciais para o sucesso das assembleias digitais e outras das quais inclusive discorda. Nas sugestões a seguir, serão apresentadas apenas as práticas consideradas como *indispensáveis* para o modelo ideal de assembleia: alguns pontos são inéditos e refletem as próprias ideias do autor, desenvolvidas ao longo deste trabalho.

Partindo dos pilares de que, em comparação a uma assembleia presencial, a assembleia digital deve *maximizar a participação do acionista e reduzir custos* para a companhia, a assembleia digital respeitaria as melhores práticas descritas nos parágrafos seguintes.

Inicialmente, é fundamental que a assembleia seja realizada em uma plataforma digital *segura*, porém com uma estrutura que não sobrecarregue a rede de dados e que seja compatível com variados sistemas operacionais. Nesse sentido, no que se refere à *tecnologia utilizada*, a companhia deve:

- (i) Garantir que todos os participantes da assembleia sejam identificados, mediante acesso individualizado, privado e seguro, sendo recomendado o uso de certificação digital.
- (ii) Garantir um sistema de envio de votos de forma segura e na qual seja possível atribuir um voto ao acionista que o manifestou. Caso seja de interesse do acionista, o voto deve permanecer sigiloso até sua revelação voluntária ou até a apuração pela administração.
- (iii) Permitir a transmissão da assembleia ao vivo, por áudio e vídeo, com fórum para o envio de perguntas e comentários escritos, em tempo real.
- (iv) Garantir que a plataforma suporte um número de acessos simultâneos superior à expectativa do número de participantes, com uma margem não inferior a 20% (vinte por cento).
- (v) Manter um registro sequencial e inviolável de todos atos ocorridos durante a assembleia, criptografado e com controle de acesso.
- (vi) Revisar anualmente se as ferramentas utilizadas corresponderam às necessidades da assembleia e se existem atualizações ou outras ferramentas mais adequadas.

No que se refere à *participação dos acionistas*, ponto extremamente sensível, controverso e principal alvo das críticas dos opositores, é indispensável que a companhia estabeleça previamente *regras claras para as formas e procedimentos das perguntas e respostas*.

O principal desafio é transmitir segurança para os participantes, no sentido de que as perguntas não serão discriminadas ou manipuladas conforme a conveniência da administração ou de alguns grupos de acionistas. Paralelamente, é necessário conciliar esse objetivo com os aspectos práticos operacionais da assembleia, de forma que eventual excesso de perguntas e compromisso de respostas não inviabilize sua realização.

- (i) Disponibilizar, com antecedência, um fórum no ambiente digital da assembleia, para que os participantes possam submeter, previamente e/ou durante a assembleia, perguntas e comentários, *por escrito*. Destaca-se que, em função do grande volume, o conhecimento e resposta a perguntas enviadas por outros meios que não escritos (vídeo ou áudio) pode comprometer o andamento da

assembleia, razão pela qual a companhia deve analisar sua viabilidade antes de disponibilizá-los.

- (ii) O registro do fórum de perguntas deverá ser inalterável. Uma vez enviadas, as perguntas ou respostas não podem ser apagadas, nem pela administração nem pelos formuladores. O registro das perguntas será arquivado pela Companhia, de forma integral, criptografada e acessível aos participantes, com controle de acesso.
- (iii) A forma como as perguntas dos participantes são selecionadas para resposta e debate é um ponto crucial. A Companhia deve, portanto, estabelecer *previamente* regras claras e inclusivas para a seleção de perguntas, utilizando-se de critérios variados, que podem ser aplicados isoladamente ou de forma combinada. Alguns dos critérios sugeridos: ordem cronológica de postagem pelos participantes; representatividade da participação acionária do formulador da pergunta; sorteio de perguntas; perguntas mais votadas por outros participantes.
- (iv) Estabelecer regras para discriminação e desconsideração de perguntas inadequadas. Perguntas com conteúdo agressivo, malicioso ou impróprio serão marcadas pela administração com uma etiqueta no próprio fórum e desconsideradas para fins de resposta, mas não desaparecerão: continuarão visíveis e acessíveis por todos os participantes. Como o registro do fórum será mantido, os responsáveis por tais perguntas e comentários poderão posteriormente questionar a ação da administração, caso entendam ter sido abusiva ou indevida, ou a administração poderá buscar responsabilizá-los pelo conteúdo impróprio (devem ser vedadas perguntas anônimas). De um lado ou de outro, tanto a pergunta como a marcação de inadequação permanecerão registradas.
- (v) Estabelecer regras claras para a resposta de perguntas submetidas antes ou durante a assembleia que não puderam ser respondidas por questão de tempo. A companhia pode optar por responder posteriormente a todas as perguntas, a algumas delas segundo os mesmos critérios de seleção para resposta ao vivo ou até mesmo não responder. Todas as respostas posteriores devem ser por escrito, publicadas no fórum.
- (vi) Diferentemente dos participantes em geral, os acionistas ou grupos de acionistas que tenham suas proposituras incluídas na pauta, devem poder escolher entre apresentá-las mediante vídeo, áudio e/ou texto, ao vivo ou preparados antecipadamente, desde que seja respeitado o limite de tempo previamente determinado. Dada a potencial relevância de uma ou outra propositura, é necessário que os acionistas possam se

valer da imagem para apresentá-la. Ademais, ao contrário das perguntas em geral, o número de proposituras tende a ser limitado, em função dos próprios requisitos legais. Dessa forma, entende-se que não há prejuízo do regular andamento da assembleia em se permitir sua apresentação por vídeo ou áudio.

Uma das principais críticas das assembleias digitais é a ausência do face a face. Nesse sentido, considera-se crucial que a assembleia tente, ao máximo, *aproximar a experiência de um encontro presencial*. Nesse sentido, deve a companhia:

- (i) Realizar as assembleias digitais com, no mínimo, suporte de vídeo e áudio. Sempre que os avanços tecnológicos permitirem, avaliar a incorporação de novas técnicas aptas a aproximar a experiência digital de um encontro presencial, como hologramas¹⁰² ou realidade aumentada (*augmented reality*)¹⁰³.
- (ii) Disponibilizar múltiplas tomadas de vídeo de forma simultânea, de forma que os acionistas possam, a qualquer momento de toda a assembleia, visualizar um ou mais membros da mesa, do Conselho de Administração e Diretoria. Recomenda-se que esses participantes importantes tenham uma tomada exclusiva ininterrupta, permitindo que suas reações e expressões faciais sejam acompanhadas pelos participantes.
- (iii) Garantir que o fórum de perguntas e comentários seja atualizado em tempo real, e permitir que seja exibido concomitantemente com as transmissões de vídeo.
- (iv) As transmissões de áudio e vídeo devem ser realizadas de forma integral, sem cortes ou edições.

¹⁰² Em abril de 2018, reportagem da grande rede de televisão BBC constatou que quase metade da força de trabalho estadunidense em 2020 irá trabalhar de forma remota, e que os hologramas são prováveis substitutos das reuniões por vídeo conferências.

LIMAYE, Yogita. Why holograms could replace conference calls. BBC Capital. 20 de abril de 2018. Disponível em: < <http://www.bbc.com/capital/story/20180419-why-holograms-could-replace-conference-calls>> Acesso em: 07 de novembro de 2018.

¹⁰³ Realidade aumentada é uma tecnologia que sobrepõe informações e objetos digitais em cenários reais, em tempo real. Em linhas gerais, a tecnologia reconhece e utiliza um ambiente real para adicionar informações, criando um ambiente artificial que combina elementos digitais e reais.

MARR, Bernard. 9 Powerful Real-World Applications Of Augmented Reality (AR) Today. Forbes. 30 de julho de 2018. Disponível em: < <https://www.forbes.com/sites/bernardmarr/2018/07/30/9-powerful-real-world-applications-of-augmented-reality-ar-today/>> Acesso em: 11 de janeiro de 2019.

Por fim, no que se refere à *publicidade*, caso seja de interesse da companhia permitir o acesso por não acionistas, a participação deve ser restrita à condição de ouvintes, sem que possam se manifestar no fórum de perguntas e comentários e, logicamente, sem participar das votações. Considerando ainda que os registros da assembleia conterão informações de todos os participantes, os que não forem acionistas deverão previamente e expressamente autorizar a Companhia a coletar e armazenar seus dados pessoais, nos termos da legislação vigente e aplicável.

Após o término, a companhia deve arquivar e disponibilizar, de forma segura e com controle de acesso, uma cópia (reprise) da assembleia em seu website por um razoável período de tempo, não inferior a cinco anos

3.5 Perspectivas.

Mais de dez anos atrás, Anatoli van der Krans afirmou que as assembleias digitais não poderiam ser consideradas um grande sucesso¹⁰⁴. Naquele ano, as assembleias digitais já realizadas ainda não completavam uma mão. De 2007 a 2017, a adesão às assembleias digitais cresceu expressivamente, atingindo 212 assembleias¹⁰⁵. Embora a curva de expansão seja acentuada, o número do ano de 2017 ainda representa menos que dez por cento das 3.600 companhias abertas dos Estados Unidos¹⁰⁶, o que faz com que a questão colocada pelo autor permaneça atual.

¹⁰⁴ KRANS, Anatoli. The Virtual Shareholders Meeting: How to make it work? Journal of International Commercial Law and Technology Vol.2, Issue 1, p.35, 2007. Disponível em: <<http://www.jiclt.com/index.php/jiclt/article/viewFile/16/15>>. Acesso em: 01 de julho de 2016.

¹⁰⁵ Disponível em: <<https://www.prnewswire.com/news-releases/shareholder-engagement-is-increasing-via-technology-broadridge-hosts-its-1-000th-virtual-shareholder-meeting-300677512.html>> Acesso em: 25 de julho de 2018.

¹⁰⁶ MOONEY, Attracta. Shift to virtual meetings sets stage for shareholder rebellion. Financial Times, 14 de janeiro de 2018. Disponível em: <https://www.ft.com/content/ace58bc2-f7a2-11e7-88f7-5465a6ce1a00>. Acesso em: 22 de março de 2018.

Na época, Krans atribuiu ao denominado *cold feet* das companhias a maior causa desse insucesso: o receio e a insegurança da mudança para o modelo digital, apesar das possíveis vantagens. Segundo o autor:

Although advantages may be achieved, corporations are still somewhat reluctant to switch to a virtual shareholders meeting. The unclear and uncertain advantages combined with the negative opinions have resulted in corporations deciding to wait and see which way the wind blows.¹⁰⁷

Não é difícil perceber que o receio apontado pelo autor em 2007 tem ainda mais espaço em 2018 e 2019, com a recente adoção de políticas por grandes investidores institucionais dos Estados Unidos de votarem contra os administradores das companhias que apoiassem as assembleias digitais¹⁰⁸.

Nesse sentido, vale destacar que os próximos anos serão cruciais para uma melhor leitura do futuro das assembleias digitais nos EUA, uma vez que será possível averiguar quantos e quais investidores de fato votaram contra os administradores que as autorizaram. Também por este motivo, espera-se que várias companhias que estejam considerando adotar o formato adiem a decisão para o final do ano de 2019 ou 2020¹⁰⁹.

Além das questões do momentâneo insucesso e do *cold feet*, as considerações de Krans permanecem atuais também com relação ao *futuro e às perspectivas* das assembleias digitais. No mesmo artigo, reconhece-se o enorme potencial das assembleias digitais:

¹⁰⁷ KRANS, Anatoli. The Virtual Shareholders Meeting: How to make it work? Journal of International Commercial Law and Technology Vol.2, Issue 1, p.35, 2007. Disponível em: <<http://www.jiclt.com/index.php/jiclt/article/viewFile/16/15>>. Acesso em: 01 de julho de 2016.

¹⁰⁸ Vide tópico o deste trabalho.

¹⁰⁹ HAAS, Seteven M., BREWER, Charles L. Virtual-only shareholder meetings: A practical guide. Ethical Boardroom. 2018. Disponível em: < <https://ethicalboardroom.com/virtual-only-shareholder-meetings-a-practical-guide/>> Acesso em: 25 de julho de 2018.

Organizing shareholders meetings entirely online *does* have enormous potential.¹¹⁰

O autor não está isolado em sua impressão. Em 2015, Samat e Ali concluíram que ainda era cedo para afirmar se as assembleias digitais seriam bem recebidas pelo meio corporativo. Não obstante, defenderam que, considerando a crescente obsessão por ferramentas resultantes dos avanços na área da tecnologia da informação e comunicação, é bem provável que uma grande onda de assembleias digitais venha ser presenciada nas próximas décadas¹¹¹.

Nesse sentido, também Lisa Fontenot reforçou o modo como o desenvolvimento da tecnologia expandiu o potencial das assembleias digitais na última década. Não há mais uma única opção de tecnologia para servir como suporte a essas assembleias, além do que os meios de comunicação evoluíram e continuam evoluindo para se aproximarem cada vez mais das interações físicas¹¹². Nesse ponto, como exemplo, vale lembrar as aplicações práticas que a tecnologia da realidade aumentada já possui¹¹³.

¹¹⁰ KRANS, Anatoli. The Virtual Shareholders Meeting: How to make it work? Journal of International Commercial Law and Technology Vol.2, Issue 1, p.35, 2007. Disponível em: <<http://www.jiclt.com/index.php/jiclt/article/viewFile/16/15>>. Acesso em: 01 de julho de 2016.

¹¹¹ SAMAT, Nor. ALI, Hasani. A legal perspective of shareholders' meeting in the globalised and interconnected business environment. Procedia - Social and Behavioral Sciences 172, p. 767, 2015. Disponível em: < <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S187704281500467X>> Acesso em: 08 de julho de 2016.

¹¹² FONTENOT, Lisa. Public Company Virtual-Only Annual Meetings. The Business Lawyer; Vol. 73, Winter 2017-2018, p. 44. Disponível em: < <https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/2018/01/Fontenot-Public-Company-Virtual-Only-Annual-Meetings-ABA-Journal-Jan-2018.pdf>> Acesso em: 23 de outubro de 2018.

¹¹³ O aeroporto Gatwick, de Londres, ganhou um prêmio de aplicativo do ano, por ter desenvolvido uma ferramenta de realidade aumentada que guia facilmente os passageiros pelos seus terminais. A companhia de cosméticos *Sephora* utiliza uma ferramenta de realidade aumentada que aplica diferentes maquiagens à face digital dos clientes. Na medicina, a realidade aumentada tem sido utilizada em cirurgias e em diagnósticos, como por exemplo no mapeamento dos vasos sanguíneos.

MARR, Bernard. 9 Powerful Real-World Applications Of Augmented Reality (AR) Today. Forbes. 30 de julho de 2018. Disponível em: < <https://www.forbes.com/sites/bernardmarr/2018/07/30/9-powerful-real-world-applications-of-augmented-reality-ar-today/>> Acesso em: 11 de janeiro de 2019.

As evidências de que as assembleias digitais são capazes de replicar a experiência presencial e ao mesmo tempo oferecer benefícios como aumento de participação, redução de custos e tornar mais eficiente a experiência dos participantes são apontados pela autora como fortes argumentos para sua utilização¹¹⁴.

Fontenot, por fim, destaca que embora a decisão de adoção seja individual de cada companhia, as assembleias digitais têm o condão de representar o início de uma verdadeira reviravolta nas práticas corporativas em geral¹¹⁵.

Haas e Brewer, em 2018, também defenderam publicamente que, apesar da oposição de alguns investidores, acreditam que a tendência uso das assembleias digitais provavelmente continuará:

Last year [2017], a record number of US public companies held virtual-only shareholder meetings and, despite some shareholder opposition, we believe this trend is likely to continue.

Embora o debate sobre as assembleias digitais esteja apenas no início, e sua consolidação esteja sujeita à superação de alguns obstáculos, há mais razões para se concordar com a perspectiva de *expansão* apontada pelos autores acima do que para acreditar em um movimento de retorno aos tradicionais meios presenciais de deliberações societárias.

Os caminhos das transformações causadas pela tecnologia ao longo do tempo são de difícil interrupção ou reversão. A assembleia digital não representa mais o único ou o mais moderno instrumento de deliberação societária viabilizado pelo desenvolvimento da tecnologia: *já foram disponibilizadas outras novas formas de deliberações societárias digitais, ainda mais inovadoras e distantes da tradicional assembleia presencial de acionistas.*

¹¹⁴ FONTENOT, Lisa. Public Company Virtual-Only Annual Meetings. The Business Lawyer; Vol. 73, Winter 2017-2018, p. 44. Disponível em: < <https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/2018/01/Fontenot-Public-Company-Virtual-Only-Annual-Meetings-ABA-Journal-Jan-2018.pdf> > Acesso em: 23 de outubro de 2018.

¹¹⁵ Op. cit.

Ou seja, antes mesmo do amadurecimento do modelo das assembleias totalmente digitais, surgiram outras ferramentas para potenciais deliberações societárias, baseadas em tecnologia mais avançada.

Lisa Fontenot, ao estudar as assembleias digitais, já havia apresentado a possibilidade de utilização de outros mecanismos para as deliberações societárias, em função tanto de mudanças no ambiente corporativo quanto do desenvolvimento da tecnologia:

Changing corporate circumstances may also make the correct choice a different mechanism in certain years, as could continued enhancements in technology.

Como exemplo, as discussões mais recentes tratam de se dispensar não só a *reunião presencial* de acionistas, mas sim *qualquer forma de reunião* de acionistas.

Na proposta de Van der Elst e Lafarre, a assembleia de acionistas, seja ela digital ou presencial, poderia ser substituída por deliberações societárias tomadas individualmente, isoladamente e a qualquer momento, sem a necessidade de agendamento, convocação e organização de uma reunião¹¹⁶. Trata-se das *deliberações societárias descentralizadas*, sem a ocorrência de qualquer assembleia de acionistas.

O modelo sugerido se sustenta na tecnologia do *blockchain*. Em função das características comumente apontadas de eficiência e imutabilidade das transações registradas, a tecnologia permitiria uma alteração significativa no processo de votação. Em vez de serem convocados para participar de uma assembleia na qual uma ou mais matérias seriam objeto de deliberação, os acionistas seriam notificados através de um aplicativo de cada propositura incluída no *blockchain*, para exercerem seu direito de voto sobre aquela matéria específica,

¹¹⁶ ELST, Chrisoph Van der. LAFARRE, Anne. Bringing the AGM to the 21st Century: Blockchain and Smart Contracting Tech for Shareholder Involvement, Tilburg: ECGI Working Paper Series in Law, p. 26, 2017.

durante um período pré-determinado. Uma vez esgotado esse prazo, o resultado seria inserido como um bloco no registro, e se tornaria imutável¹¹⁷. Além da votação em si, a tecnologia também poderia oferecer uma função de discussão digital sobre deliberações¹¹⁸.

Na visão dos autores, o *blockchain* não somente reduz os custos das atuais formas de deliberação, mas também confere maior confiabilidade e segurança ao processo de votação. Tratar-se-ia também de uma forma mais eficiente de deliberação, na medida em que não está vinculada ao caráter anual das assembleias gerais ordinárias e ao mesmo tempo evita os custos e procedimentos burocráticos de uma assembleia geral extraordinária:

Companies currently face a trade-off between delayed decision making in the AGM and calling an expensive EGM that is also not that fast because of existing regulation. A blockchain application can take away this inefficiency and makes it possible to submit proposals, either management or shareholder proposals, directly to the shareholders, thereby removing its static annual nature. As proposed, shareholders may use their tokenized voting rights during a relatively short period, eventually depending on the decision that needs to be made.¹¹⁹

As discussões sobre o modelo sequer se iniciaram, mas certamente serão marcadas por controvérsias e resistências. Se as assembleias digitais enfrentam considerável oposição, que dirá uma forma de deliberação na qual sequer existe uma assembleia de acionistas?

É possível já antecipar alguns aspectos questionáveis e polêmicos, como a ausência de um debate conjunto em “tempo real”

¹¹⁷ Embora os autores utilizem a expressão imutável, tecnicamente se trata de efeitos similares à imutabilidade, tendo em vista que, em tese, poderiam ser alterados, no entanto os recursos necessários para modificação não justificam. Como cada bloco de informações é inserida em cadeia, de forma atrelada ao bloco anterior, para que uma transação fosse modificada, seria necessário alterar todos os blocos seguintes.

¹¹⁸ Op. cit. p. 23.

¹¹⁹ Op. cit. p. 27.

antes da votação. Isto é, deliberar de forma descentralizada significa que não há um *momento* no qual os acionistas e os administradores expressam suas opiniões e discutem sobre determinada matéria, mas sim que cada um registra se manifesta em momentos distintos, quando melhor lhe convier. Ao invés de uma reunião, com data única para ser realizada, bem como horário de início e encerramento, haveria apenas um lapso temporal (de alguns dias, por exemplo), no qual qualquer acionista poderia lançar seus votos em sistema eletrônico. Ao final desse lapso haveria a contagem dos votos, proclamação dos resultados e demais providências típicas de uma assembleia societária. Ou seja, não haveria mais votação simultânea. Importante refletir se a ausência deste momento comum de discussão não teria o condão de prejudicar a qualidade das deliberações em si.

Nesse sentido, os próprios autores alertam que a matéria ainda está em um estágio inicial e apontam desafios não somente do ponto de vista jurídico, mas também técnico:

Using a blockchain technology, corporate decision-making can be faster and cheaper for companies and shareholders. However, it is important to bear in mind that the new technology is still in an exploratory stage and that there are many (technical) legal aspects that need to be taken into consideration and, not unimportantly, need to be further studied.

Embora ainda não haja experiências práticas do *blockchain* sendo utilizado para viabilizar deliberações societárias descentralizadas, *em substituição* às assembleias de acionistas, já é realidade a sua utilização como uma tecnologia *suporte* para as assembleias digitais. Com efeito, em 2017 a Broadridge realizou uma assembleia digital com um modelo piloto em paralelo, no qual o *blockchain* era utilizado em segundo plano para produzir um registro digital das votações que ocorriam na assembleia. Nota-se, portanto, que até mesmo os intermediários – os grandes ameaçados

pelo *blockchain* – estão investindo, investigando e aplicando as possibilidades decorrentes dessa tecnologia¹²⁰.

O *blockchain* é apenas um exemplo de tecnologia que pode tanto aprimorar as ferramentas para a realização das assembleias digitais quanto viabilizar outras novas formas de deliberações societárias. Já existem outras ferramentas que podem desempenhar o mesmo papel e a tendência é que o outras sejam desenvolvidas e aprimoradas nos próximos anos.

¹²⁰ Op. cit. p. 19.

Conclusão

A estrutura acionária das companhias abertas mudou significativamente nas últimas décadas, passando de um cenário majoritariamente de controle concentrado para um panorama de dispersão acionária e de pulverização de acionistas. Os custos de participação e votação nas assembleias presenciais passou a ser representativo se comparado à expressividade das ações detidas por muitos acionistas minoritários, levando a uma queda na participação nas deliberações societárias. Não raro, obstáculos como o absentismo e a dificuldade de atingimento dos quóruns mínimos exigidos por lei passou a ser realidade para muitas companhias.

Paralelamente, a tecnologia, notadamente através da internet, passou a representar uma saída para promover maior participação dos acionistas, viabilizando o exercício do direito de voto com pouco ou nenhum custo. As companhias acessaram ferramentas capazes de viabilizar que seus acionistas participassem e votassem à distância e, em alguns casos, até mesmo dispensar integralmente uma reunião presencial e conduzir as *assembleias em formato totalmente digital*. Embora a tecnologia atual já seja suficiente para tanto, acredita-se que o desenvolvimento digital não será desacelerado, sugerindo que não só as ferramentas atuais serão aprimoradas, mas que novos instrumentos surgirão, expandindo ainda mais o horizonte das deliberações societárias digitais.

No Brasil, foram introduzidas alterações recentes na legislação societária, no caminho das deliberações digitais. Embora a assembleia totalmente digital ainda dependa de previsão normativa, a introdução de instrumentos como o boletim eletrônico de voto à distância e o sistema eletrônico de participação representam um indicativo importante de adequação ao novo

cenário de deliberações societárias. Na prática, entretanto, a experiência ainda não foi bem-sucedida. Até a data de conclusão deste trabalho, nenhuma companhia adotou o boletim de voto à distância em seu formato *eletrônico*, posto que exigiram o envio por correspondência do boletim em papel, muitas vezes acompanhados de cópia física de vários documentos dos acionistas. Além disso, o sistema eletrônico de participação também não foi implantando por nenhuma companhia.

Realidade diferente é a dos Estados Unidos da América, único país no qual são efetivamente realizadas assembleias totalmente digitais¹. A primeira assembleia digital realizada no mundo, no estado-membro de Delaware, completa quase vinte anos, e desde 2009 o número de assembleias anuais digitais tem crescido significativamente, atingindo 236 em 2017. Apesar disso, o número ainda é inexpressivo se comparados às aproximadas 4.400 assembleias de acionistas realizadas anualmente nos Estados Unidos: apenas 5% das assembleias de acionistas foram realizadas em formato digital.

Apesar da baixa proporcionalidade de adesão, inerente ao próprio estágio de amadurecimento, as assembleias digitais têm gerado reações significativas no meio corporativo. Por um lado, realçam-se suas vantagens e diversas companhias cogitam e preparam a sua implantação. Por outro lado, parte dos grandes investidores institucionais do mercado se opõem fortemente à prática, sob o argumento de que poderia reduzir as oportunidades de participação. No entanto, sabe-se que a tecnologia tem o condão de aumentar as oportunidades de participação comparativamente às assembleias exclusivamente presenciais. Embora haja discussão se as assembleias totalmente digitais aumentam ou restringem tais oportunidades, é consenso que, no mínimo, as assembleias híbridas são preferíveis neste aspecto do que as assembleias exclusivamente presenciais.

¹ O Reino Unido realizou uma única assembleia totalmente digital, em 2017, da companhia Jimmy Choo.

Nesse sentido, seria de se esperar que os investidores institucionais defendessem abertamente as assembleias híbridas, por ser em tese a mais apta a aumentar as oportunidades de participação. As críticas, todavia, são restritas e direcionadas às assembleias totalmente digitais, mas não às assembleias exclusivamente presenciais, o que leva ao questionamento da real motivação por trás dos opositores das assembleias digitais. Parece que, ao contrário do defendido publicamente, a preocupação não é de as assembleias digitais possam restringir as oportunidades de participação dos acionistas, mas sim expandi-las, ameaçando uma situação atual de controle ou influência exercida por parte dos investidores institucionais nas companhias.

Ademais, entende-se que a adoção pelas companhias de boas práticas e diretrizes para as assembleias digitais é suficiente para não só preservar, mas expandir as oportunidades de participação dos acionistas, superando todos os obstáculos e potenciais desvantagens apresentadas pelos opositores. A tecnologia atual já é suficiente para garantir que a assembleia digital seja uma boa ferramenta, a favor da companhia e dos acionistas. Os esforços do mercado e da comunidade acadêmica devem, portanto, estar concentrados em identificar e aprimorar essas melhores práticas, e não em criticar a ferramenta em si, já que sua utilização será inevitável.

Os reflexos causados pela tecnologia na forma de deliberação societária fazem parte de um processo maior, de *transformação da própria sociedade*. O rápido desenvolvimento nos últimos dez a vinte anos permitiu o surgimento de uma série de produtos e serviços inovadores, que transformaram e estão transformando o mundo atual. Embora antes inimagináveis, mas largamente utilizadas nos dias de hoje, várias ferramentas são consideradas pela sociedade como indispensáveis, ou no mínimo, como grandes facilitadoras. É válido destacar que a internet transformou radicalmente e continua transformando as relações sociais, tendo iniciado uma *revolução* cultural e social ainda em andamento, cujos

limites não são possíveis de serem conhecidos, devido à sua própria velocidade da transformação. O início dos anos 2000 foi e está sendo marcado por mudanças estruturais na sociedade, aptas a formar uma base conceitual e organizacional para uma *nova era*.

Não é necessário grande esforço para se notar os efeitos práticos desta revolução cultural, social e conceitual causada pela tecnologia e pela internet, uma vez que seus reflexos atingem praticamente todos os aspectos do cotidiano contemporâneo. Destaca-se, portanto, que as transformações causadas pela tecnologia e pela internet nas deliberações societárias são apenas uma pequena parte dos seus reflexos gerais e sociais.

Nesse sentido, faltam fundamentos para defender que as deliberações societárias serão exceção e permanecerão incólumes em seu tradicional formato secular. Por outro lado, acredita-se que continuarão sendo profundamente alteradas e que a tendência é a utilização crescente das tecnologias atuais e das futuras, de forma que solenidades tradicionais, tal qual a assembleia presencial de acionistas, se tornarão raridade: o futuro das deliberações societárias será em formato totalmente digital.

Referências

- ALI, Hasani; ZAINOL, Zinatul; SAMAT, Nor. Some Legal Uncertainties in Electronic Corporate Meetings. International Journal of Computer Theory and Engineering, Vol. 5, No. 2, April 2013. Disponível em: < <http://www.ijcte.org/papers/694-EN20065.pdf>> Acesso em: 08 de julho de 2016.
- ASSEMBLEIA NA WEB. O que é uma Assembleia na Web? Disponível em: < <https://www.assembleianaweb.com.br/ass/CiasIndex.aspx?>>. Acesso em 05 de julho de 2016.
- ASSEMBLEIAS ONLINE. Nossos serviços. Disponível em: < <https://www.assembleiasonline.com.br/wfPublicaNossosServicos.aspx>>. Acesso em 05 de julho de 2016.
- ASSEMBLEIAS ONLINE. Razão de investir – facilidade eletrônica. 13 de outubro de 2010. Disponível em: < <https://www.assembleiasonline.com.br/wfNoticiaVisualiza.aspx?Noticia=103466>> Acesso em: 03 de julho de 2016.
- ASSEMBLEIAS ONLINE. Empresas e entidades cadastradas. Disponível em: < <https://www.assembleiasonline.com.br/wfEmpresasCadastradas.aspx>>. Acesso em: 18/06/2016.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE TELECOMUNICAÇÕES – TELEBRASIL. Consulta a base de dados. Disponível em: <<http://www.telebrasil.org.br/panorama-do-setor/consulta-a-base-de-dados>> Acesso em: 21 de junho de 2017.
- B3, Institucional. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/institucional/sobre-a-bm-fbovespa/quem-somos/>. Acesso em 23 de julho de 2018.
- BERMUDA. Companies Act 1981. Section 75 A. Disponível em: < <http://www.bermudalaws.bm/Laws/Consolidated%20Laws/Companies%20Act%201981.pdf>> Acesso em: 08 de julho de 2018.

BEUTHEL, Bernd. Electronic Corporate Governance: Online and Virtual Shareholder Meetings and Shareholder Participation in Switzerland and Germany. University of St. Gallen, Zurich, 2006. Disponível em: < [https://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3195/\\$FILE/dis3195.pdf](https://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3195/$FILE/dis3195.pdf)> Acesso em: 23 de julho de 2018.

MARR, Bernard. 9 Powerful Real-World Applications Of Augmented Reality (AR) Today. Forbes. 30 de julho de 2018. Disponível em: < <https://www.forbes.com/sites/bernardmarr/2018/07/30/9-powerful-real-world-applications-of-augmented-reality-ar-today/>> Acesso em: 11 de janeiro de 2019.

BLACK, Lewis S. ALEXANDER, Frederick H. Analysis of the 2000 Amendment. Aspen: Aspen Law & Business, p-3, 2000. Disponível em: < <https://www.law.upenn.edu/live/files/6779-analysis-2000-amend-del-gen-corp-lawpdf>> Acesso em: 16 de outubro de 2018.

BMF&Bovespa. Empresas Listadas. Disponível em: < http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em: 03 de julho de 2016.

BRAITHWAITE, Tom. US companies embrace virtual annual meetings. Financial Times, 11 de março de 2016. Disponível em: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/874879co-e664-11e5-bc31-138df2aegee6.html#axzz4Bq7zCOIR>> Acesso em: 15 de junho de 2016.

BRASIL. Código Civil dos Estados Unidos do Brasil. Lei nº 3.071/1916. Rio de Janeiro: 1º de janeiro de 1916. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm> Acesso em: 12 de novembro de 2018. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L3071.htm> Acesso em: 12 de novembro de 2018.

BRASIL. Código Civil. Lei nº 10.406/2002. Brasília: 10 de janeiro de 2002. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm> Acesso em: 28 de novembro de 2018.

BRASIL. Congresso Nacional. Lei nº 6.404. Brasília: 15 dez. 1976.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Instrução CVM nº 480. Brasília: 7 de dezembro de 2009.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Instrução CVM nº 481. Brasília: 17 dez. 2009.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Instrução CVM nº 561. Brasília: , 7 de abril de 2015.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Instrução CVM nº 570. Brasília: 18 de novembro de 2015.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Ofício-Circular/CVM/SEP/nº02/2016. Item 7.1.6. 'd'. Brasília: 29 de fevereiro de 2016.

BROADRIDGE. Virtual Annual Shareowner Meetings Study Group Announces Best Practices. Nova Iorque, 11 de abril de 2018. Disponível em: < <https://www.broadridge.com/press-release/2018/virtual-annual-shareowner-meetings-study-group-announces-best-practices>> Acesso em: 24 de julho de 2018.

BROADRIDGE. Virtual Shareholder meetings 2017 facts and figures. Nova Iorque, 2018. Disponível em: < https://www.broadridge.com/_assets/pdf/broadridge-vsm-brochure.pdf> Acesso em: 07 de agosto de 2018.

BROADRIDGE. 2017 Proxy Season Review. Disponível em: < <https://www.broadridge.com/press-release/2017/2017-proxy-season-review>> Acesso em: 05 de fevereiro de 2018.

BRYNJOLFSSON, ERIK. The Second Machine Age: Work, Progress, and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies. First Edition. New York: W. W. Norton & Company, 2014.

CALSTRS. CalSTRS at a glance. Disponível em: < <https://www.calstrs.com/calstrs-glance>> Acesso em: 23 de outubro de 2018.

CAMPBELL, Dakin; CHEDIAK, Mark. Wells Fargo Protesters Disrupt Stumpf Speech at Meeting. Bloomberg, 24 de abril de 2012. Disponível em <<http://www.bloomberg.com/news/articles/2012-04-24/wells-fargo-protesters-impede-shareholders-at-annual-meeting>>. Acesso em: 08 de julho de 2016.

CAPITAL ABERTO. Anuário de governança corporativa das companhias abertas 2017-2018. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/category/edicoes/especial/anuario-2017-2018/>> Acesso em: 14 de maio de 2018.

CASTELLS, Manuel. La Galaxia Internet. Tradução: Raúl Quintana. Barcelona: Plaza& Janés Editores, 2001.

CHASAN, Emily. Investors Opposing Virtual Shareholder Meetings Notch Wins. Bloomberg. 9 de janeiro de 2018. Disponível em: < <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-09/investors-opposing-online-only-shareholder-meetings-notch-wins>> Acesso em: 22 de outubro de 2018.

COELHO, Fábio Ulhôa. Assembleias Gerais de Sociedade Anônima em meio eletrônico. Revista eletrônica da Faculdade de Direito da PUC-SP: São Paulo. Disponível em: < <http://www.revistas.pucsp.br/index.php/red/article/view/737/504>> Acesso em: 15 de junho de 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Decisão do Colegiado de 24/06/2008. Processo RJ2008/1794. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2008/20080624_R1/20080624_Do2.html> Acesso em: 27 de junho de 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Notícias. Voto a distância em assembleias. 18 de novembro de 2015. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2015/20151118-1.html>>. Acesso em: 30 jun. 2016.

COMMISSION, United States Securities and Exchange. Shareholder Proposal No-Action Letters Issued Under Exchange Act Rule 14a-8. 28 de fevereiro de 2018. Disponível em: < <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2018/sistersstfranciso22818-14a8.pdf>> Acesso em: 22 de outubro de 2018.

CORPORATIVA, Instituto Brasileiro de Governança. Código das Boas Práticas para Assembleias de Acionistas, São Paulo: 2010. Disponível em: < <http://www.ibgc.org.br/userfiles/8.pdf>> Acesso em: 12 de novembro de 2018.

COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS. About Us. Disponível em: < https://www.cii.org/about_us> Acesso em: 17 de outubro de 2018.

COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS. Letter to the Members of the Broadridge Committee for Best Practices for Annual Shareholder Meetings. 8 de junho de 2017. Disponível em: < https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2017/06_08_17_letter_best_practices_shareholder_meetings.pdf> Acesso em: 17 de outubro de 2018.

COUNSEL, Association of Corporate. Top ten things to remember when considering virtual shareholder meetings. 23 de dezembro de 2014. Disponível em: < <http://www.acc.com/legalresources/publications/topten/considering-virtual-shareholder-meetings.cfm>> Acesso em: 06 de julho de 2016.

CURRIE, Delphine. DELANEY, Nicola. Virtual shareholder meetings – stepping into Jimmy Choo’s shoes or a matter of bad practice? Reed Smith. 31 de maio de 2018. Disponível em: < <https://www.reedsmith.com/en/perspectives/2018/05/virtual-shareholder-meetings>> Acesso em: 27 de julho de 2018.

CURRIE, Delphine. DELANEY, Nicola. Virtual shareholder meetings – stepping into

DELAWARE, State of. Delaware Code. Title 8. General Corporation Law. Chapter 1. Section 211. Disponível em: <<http://delcode.delaware.gov/title8/coo1/sco7/index.shtml>> Acesso em: 27 de julho de 2018.

EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada, Volume II – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. O mito do controle gerencial. Alguns dados empíricos. Revista de Direito, Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro. São Paulo: RT, n. 66, 1987.

ELST, Crispoh Van der. LAFARRE, Anne. Bringing the AGM to the 21st Century: Blockchain and Smart Contracting Tech for Shareholder Involvement, Tilburg: ECGI Working Paper Series in Law, 2017.

ETERNIT S.A. Ata de AGOE realizada em 08 de abril de 2010. Disponível em: < <http://ri.eterunit.com.br/Mobile/Download.aspx?Arquivo=eliLRJbMg3bO V6eOhk7oaA==>> Acesso em: 03 de julho de 2016.

ETERNIT S.A. Eternit adota assembleia na web. 28 de janeiro de 2010. Disponível em: < <http://eterunit.riweb.com.br/Show.aspx?IdMateria=pMn3ijzsjKk O7HokGJRMiw==&IdCanal=7YXl+5wfvULr1atVpZ3Fmw==>> Acesso em: 03 de julho de 2016

EXAME. 7 empresas listadas na Bovespa que não tem controle definido. 13 de setembro de 2016. Disponível em: < <https://exame.abril.com.br/mercados/7-empresas-listadas-na-bovespa-que-nao-tem-controle-definido/>> Acesso em: 12 de julho de 2018.

FELTRIN, Luciano. Colegiado da CVM libera uso de procurações eletrônicas. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 14 de julho de 2008. Disponível em: <https://www.mzweb.com.br/assembleias/web/arquivos/GM_Colegiado_eletronicas_20080714_pt.pdf>. Acesso em: 01 de julho de 2016.

FIGO, Anderson. Assembleia on-line viabiliza voto de acionista. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 27 de outubro de 2014. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2014/10/1538405-assembleia-on-line-viabiliza-voto-de-acionista.shtml>>. Acesso em: 03 de julho de 2016.

FILGUEIRAS, Maria Luíza. Bematech adere à assembleia on-line para elevar quórum. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 26 de janeiro de 2010. Disponível em: < <https://www.assembleiasonline.com.br/wfNoticiaVisualiza.aspx?Noticia=64233>>. Acesso em: 03 julho de 2016.

FILGUEIRAS, Maria Luíza. CVM avança na regulação do voto por procuração. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 02 de abril de 2009. Disponível em: < <https://www.assembleiasonline.com.br/wfNoticiaVisualiza.aspx?Noticia=67478>> Acesso em: 03 de julho de 2016.

FONTENOT, Lisa. DANG, Linda. Annual Shareholder Meeting: Selected Considerations for a Virtual-Only Meeting. Annual Shareholder Meeting: Selected Considerations for a Virtual-Only Meeting. 9 de dezembro de 2016. Disponível em: < <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/09/annual-shareholder-meeting-selected-considerations-for-a-virtual-only-meeting/>> Acesso em: 30 de outubro de 2018.

FONTENOT, Lisa. Public Company Virtual-Only Annual Meetings. *The Business Lawyer*; Vol. 73, Winter 2017-2018, Disponível em: < <https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/2018/01/Fontenot-Public-Company-Virtual-Only-Annual-Meetings-ABA-Journal-Jan-2018.pdf>> Acesso em: 23 de outubro de 2018.

FRIEDMAN, Abe M. Analysis of New Glass Lewis Guidelines. Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation. 6 de dezembro de 2017. Disponível em: < <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/12/06/analysis-of-new-glass-lewis-guidelines/>> Acesso em: 24 de outubro de 2018.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. Pesquisa Anual do Uso de TI nas Empresas, GVcia, FGV-EAESP, 27ª edição, 2016. Disponível em: <<http://eaesp.fgvsp.br/sites/eaesp.fgvsp.br/files/pesti2016gvciappt.pdf>> Acesso em: 21 de junho de 2017

- GAVAÇA, Adriana. Voto a distância começa a ser testado. Revista RI, nº 202, abr 2016. Disponível em: <<http://www.revistari.com.br/202/1092>>. Acesso em: 30 de junho de 2016.
- GICO JÚNIOR, Ivo Teixeira. O Arquivo Eletrônico como meio de prova. Repertório IOB de Jurisprudência. Belo Horizonte, n. 15, 1a. quinzena, ago. 2000. Caderno 3.
- GLASS LEWIS. 2018 Proxy Paper US Guidelines. Disponível em: <http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2017/11/US_Guidelines_2018.pdf> Acesso em: 24 de outubro de 2018.
- GLASS LEWIS. Company Overview. Disponível em: <<http://www.glasslewis.com/company-overview/>> Acesso em: 23 de outubro de 2018.
- GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emergin countries. American Law & Economics Annual 18th Association Meeting. Cornell Law Faculty Working Papers. Paper 42, 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1121037> Acesso em: 28 de julho de 2016.
- HAAS, Seteven M., BREWER, Charles L. Virtual-only shareholder meetings: A practical guide. Ethical Boardroom. 2018. Disponível em: <<https://ethicalboardroom.com/virtual-only-shareholder-meetings-a-practical-guide/>> Acesso em: 25 de julho de 2018.
- HAFNER, Katie; LYON, Matthew. Where Wizards Stay Up Late: The origins of the internet. New York: Simon & Schuster, 1996.
- HELLER, Rebecca. A cost-benefit analysis of face-to-face and virtual communication: overcoming the challenges. Ithaca, NY: Cornell University, ILR School, Center for Advanced Human Resource Studies, 2010. Disponível em: <<https://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1011&context=cahrwhitepapers>>
- HIPOLITO, Lucas. Boletim de voto aumenta participação de pessoas físicas em assembleias. Capital Aberto. 19 de maio de 2016. Disponível em: <http://www.seniorsolution.com.br/seniorsolution/web/conteudo_pti.asp?idioma=0&tipo=59468&conta=45&id=225903> Acesso em: 30 de junho de 2016.

HODGSON, Paul. Virtual-Only Shareholder Meetings: Anathema or Convenience? (Part I). Corporate Governance. Disponível em: <<https://www.corpgov.net/2018/08/virtual-only-shareholder-meetings-anathema-or-convenience-part-i/>> Acesso em: 17 de outubro de 2018.

INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES. UK/Ireland Policy and European Policy1- Virtual/Hybrid Shareholder Meeting Proposals. Disponível em: <<https://www.issgovernance.com/file/policy/8-2017-comment-period-template-ukireland-and-europe-virtuallyhybrid-shareholder-meeting-proposals.pdf>> Acesso em: 23 de outubro de 2018.

INTERNATIONAL TELECOMMUNICATION UNION, ICT Facts and Figures 2016, Geneva, Junho 2016. Disponível em: <<http://www.itu.int/en/ITU-D/Statistics/Pages/stat/default.aspx>> Acesso em: 21 de junho de 2017.

INVESTOPEDIA. CaiPERS. Disponível em: <<https://www.investopedia.com/terms/c/calpers.asp>> Acesso em: 22 de outubro de 2018.

ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A. Manual assembleias gerais Extraordinárias e Ordinária de 20 de Abril de 2012. Disponível em: <https://www.itau.com.br/_arquivosstaticos/RI/pdf/pt/cvmManualAssembleiaAcionistas2012.pdf> Acesso em: 03 de julho de 2016.

Jimmy Choo's shoes or a matter of bad practice? Reed Smith. 31 de maio de 2018. Disponível em: <<https://www.reedsmith.com/en/perspectives/2018/05/virtual-shareholder-meetings>> Acesso em: 27 de julho de 2018.

JÚNIOR, Ivo Teixeira Gico. O Conceito de Documento Eletrônico. Repertório IOB de Jurisprudência, n.14/2000, caderno 3. Belo Horizonte: jul. 2000. Disponível em: <https://works.bepress.com/ivo_teixeira_gico_junior/13/>. Acesso em: 09 de julho de 2016.

JÚNIOR, Walfrido Jorde Warde; LEITÃO, Cláudio Sá. O desafio de deliberar em companhias sem controlador. Capital Aberto, ed. 114, 01 de fevereiro de 2013. Disponível em< <https://capitalaberto.com.br/boletins/o-desafio-de-deliberar-em-companhias-sem-controlador/#.V3zkirgrLIU>>. Acesso em: 06 de julho de 2016.

KINGDOM, United. Companies Act 2006. Section 360A. Disponível em: <<https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/section/360A>> Acesso em: 27 de julho de 2018.

- KRANS, Anatoli. The Virtual Shareholders Meeting: How to make it work? Journal of International Commercial Law and Technology Vol.2, Issue 1, 2007. Disponível em: <<http://www.jiclt.com/index.php/jiclt/article/viewFile/16/15>>. Acesso em: 01 de julho de 2016.
- LACORTE, Christiano Vítor de Campos. A validade jurídica do documento digital. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/266336277_A_Validade_Juridica_do_Documento_Digital>. Acesso em: 08 de julho de 2016.
- LAMY, A. PEDREIRA, J. Função empresarial e ações preferenciais. Jornal do Brasil, 28 de março de 1976.
- LARKIN, Gary. The Conference Board. On Governance: Are virtual-only annual meetings really what shareholders want? 26 de março de 2018. Disponível em: <<https://www.conference-board.org/blog/postdetail.cfm?post=6736>> Acesso em: 17 de outubro de 2018.
- LIMAYE, Yogita. Why holograms could replace conference calls. BBC Capital. 20 de abril de 2018. Disponível em: < <http://www.bbc.com/capital/story/20180419-why-holograms-could-replace-conference-calls>> Acesso em: 07 de novembro de 2018.
- LOUREIRO, Marcelo. Um clique, um voto. Capital Aberto, ed. 55, 01 de março de 2008. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/um-clique-um-voto/#.V3ZvfrgrKoo>> Acesso em: 03 de julho de 2016.
- LOUREIRO, Marcelo. Um passo para o mundo virtual. Capital Aberto, ed. 57, 01 de maio de 2008. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/um-passo-para-o-mundo-virtual/#.V3oSfLgrLIU>> Acesso em: 06 de julho de 2016.
- MARSHAL, Jason. The Math Dude – What is exponential growth? Disponível em: <<http://www.quickanddirtytips.com/education/math/what-is-exponential-growth?page=1>>. Acesso em: 21 de junho de 2017.
- MARTES, Camilla Ribeiro. Sobre o controle minoritário nas companhias listadas no Novo Mercado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

MCGINNIS, John O., PEARCE, Russell G. The Great Disruption: How Machine Intelligence Will Transform the Role of Lawyers in the Delivery of Legal Services. *Fordham Law Review* 3041, *Northwestern Public Law Research Paper No. 14-17*, *Fordham Law Legal Studies Research Paper No. 339387*, 2014. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=2436937>>

MCGREGOR, Jena. More companies are going virtual for their annual shareholder meetings. *Washington Post*, 17 de março de 2015. Disponível em: <<https://www.washingtonpost.com/news/on-leadership/wp/2015/03/17/more-companies-are-going-virtual-for-their-annual-shareholder-meetings/>> Acesso em: 15 de junho de 2016.

MEETINGS, The Best Practices Committee For Shareowner Participation In Virtual Annual. Principles and Best Practices for Virtual Annual Shareowner Meetings, 2018. Disponível em: < https://www.broadridge.com/_assets/pdf/broadridge-vasm-guide.pdf> Acesso em: 24 de julho de 2018.

MOONEY, Attracta. Fund managers stand with nuns in fight against virtual AGMs. *Financial Times*. 15 de janeiro de 2018. Disponível em: < <https://www.ft.com/content/16e88ef2-f6b8-11e7-88f7-5465a6ce1a00>> Acesso em: 22 de outubro de 2018.

MORENO, Felipe. Bovespa tem a mesma quantidade de empresas que bolsa da Mongólia e Vietnã. *Infomoney*, São Paulo, 24 de maio de 2013. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/mercados/acoes-e-indices/noticia/2785114/bovespa-tem-mesma-quantidade-empresas-que-bolsa-mongolia-vietna>> Acesso em: 03 de julho de 2016.

NATURA S.A. Manual para participação nas assembleias gerais ordinária e extraordinária 14 de abril de 2015. Disponível em: <<http://natu.infoinvest.com.br/ptb/5237/Manual.pdf>> Acesso em: 05 de julho de 2016.

NEW YORK CITY COMPTROLLER. 2017 Shareowner Initiatives Post Season Report. Disponível em: < https://comptroller.nyc.gov/wp-content/uploads/documents/2017_Shareowner_Initiatives_Postseason_Report.pdf> Acesso em: 17 de outubro de 2018.

NEW YORK CITY COMPTROLLER. Duties of the Comptroller. Disponível em: < <https://comptroller.nyc.gov/about/duties-of-the-comptroller/>> Acesso em: 17 de outubro de 2018.

- NEWCOMBE, Lucy. Preparing for your AGM. The Hong Kong Institute of Chartered Secretaries. 07 de março de 2013. Disponível em: < <http://csj.hkics.org.hk/2013/03/preparing-for-your-agm/>> Acesso em: 08 de julho de 2016.
- NUNES, Vivian Pereira. Petrobras realiza primeira assembleia de acionistas online. Extra Globo, 22 de abril de 2010. Disponível em: < <http://extra.globo.com/noticias/economia/petrobras-realiza-primeira-assembleia-de-acionistas-online-117719.html>>. Acesso em: 03 de julho de 2016.
- OECD. The Organisation for Economic Co-operation and Development. OECD Data. Pension funds' assets. Disponível em: < <https://data.oecd.org/pension/pension-funds-assets.htm>> Acesso em: 08 de janeiro de 2019.
- PAPADOPOULOS, Kosmas. ISS Analytics. An Early Look at the US 2018 Proxy Season Trends. 26 de abril de 2018. Disponível em: < <https://www.issgovernance.com/file/publications/early-look-us-proxy-season-trends.pdf>> Acesso em: 30 de outubro de 2018.
- PARENTONI, Leonardo. A Duplicata Virtual e os Títulos de Crédito Eletrônicos. Revista da Faculdade de Direito da UFMG. Belo Horizonte, n. 65, jul./dez. 2014.
- PARENTONI, Leonardo. Documento Eletrônico: Aplicação e Interpretação pelo Poder Judiciário; Electronic documents according to Brazilian laws, Belo Horizonte, 2007. Disponível em: < https://www.researchgate.net/publication/299859625_Documento_Eletronico_Aplicacao_e_Interpretacao_pelo_Poder_Judiciario_Electronic_documents_according_to_Brazilian_laws> Acesso em: 23 de julho de 2018.
- PEDICINI, Sandra. SeaWorld joins trend of taking shareholder meetings strictly online. Orlando Sentinel, Orlando, 09 de junho de 2015. Disponível em: < <http://www.orlandosentinel.com/business/tourism/os-seaworld-shareholder-meeting-20150609-story.html>> Acesso em: 08 de julho de 2016.
- PINTO, Marcos Barbosa. Assembleias Virtuais? Capital Aberto. Edição 54. Disponível em: < <https://capitalaberto.com.br/pageflip/54/54/assets/basic-html/page60.html>> Acesso em: 06 de julho de 2015.

PRNewswire. Shareholder Engagement is Increasing via Technology. Nova Iorque, 9 de julho de 2018. Disponível em: <<https://www.prnewswire.com/news-releases/shareholder-engagement-is-increasing-via-technology-broadridge-hosts-its-1-00oth-virtual-shareholder-meeting-300677512.html>> Acesso em: 25 de julho de 2018.

RIFKIN, Jeremy. A Era do Acesso. Trad.: Maria Lucia G. L. Rosa. São Paulo: Makron Books, 2001.

ROBINSON, Roger. Runner's World. Eliud Kipchoge Crushes Marathon World Record at Berlin Marathon. 16 de setembro de 2018. Disponível em: <<https://www.runnersworld.com/news/a23244541/berlin-marathon-world-record/>> . Acesso em: 29 de outubro de 2018.

SAMAT, Nor. ALI, Hasani. A legal perspective of shareholders' meeting in the globalised and interconnected business environment. Procedia - Social and Behavioral Sciences 172, 2015. Disponível em: < <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S187704281500467X>> Acesso em: 08 de julho de 2016.

SENIOR SOLUTION. Ata da assembleia geral ordinária realizada em 29 de abril de 2016. Disponível em: <http://www.seniorsolution.com.br/seniorsolution/web/download_arquivos.asp?id_arquivo=40A646E7-5602-4B5B-96E0-351D5567AEFD> . Acesso em: 08 de julho de 2016.

SISODIA, Nathan. Virtual shareholder meetings: advantages, disadvantages and practical considerations. Federal Securities Law Source. 11 de abril de 2018. Disponível em: <<https://www.fedseclaw.com/2018/04/articles/general-business-news/virtual-shareholder-meetings-advantages-disadvantages-and-practical-considerations/>> Acesso em: 25 de outubro de 2018.

SOMOS EDUCAÇÃO. Edital de Convocação para a Assembleia Geral Extraordinária. Disponível em: < [http://ri.somoseducacao.com.br/pt-br/governanca/Documents/Edital%20de%20Convoca%C3%A7%C3%A3o%20-%20AGE%20\(v07082014\)_rev%20ABRE.pdf](http://ri.somoseducacao.com.br/pt-br/governanca/Documents/Edital%20de%20Convoca%C3%A7%C3%A3o%20-%20AGE%20(v07082014)_rev%20ABRE.pdf)> . Acesso em: 03 de julho de 2016.

TANQUE, LUCIANA. A um clique da assembleia. Capital Aberto, ed. 79, 01 de março de 2010. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/a-um-clique-da-assembleia/#.V3ks2rgrKoo>> Acesso em: 03 de julho de 2016.

TEMPLETON, Graham. What is Moore's Law? Extreme Tech. 29 de julho de 2015. Disponível em: < <https://www.extremetech.com/extreme/210872-extremetech-explains-what-is-moores-law>> Acesso em: 21 de junho de 2017.

UDAY I/O, Thoughts on computers and things. Predicting the Future and Exponential Growth. 15 de outubro de 2015. Disponível em: < <http://uday.io/2015/10/15/predicting-the-future-and-exponential-growth/>> Acesso em: 21 de junho de 2017. Disponível em https://www.youtube.com/watch?v=s1C9DyIi_8.

UOL NOTÍCIAS. Natura e Eternit fazem Assembleia na Web. 15 de março de 2010. Disponível em: < <http://economia.uol.com.br/ultimas-noticias/prnewswire/2010/03/15/natura-e-eternit-fazem-assembleia-na-web.jhtm>>. Acesso em: 16 de junho de 2016.

VALENTI, Graziella; FREGONI, Silvia. Colegiado da CVM libera o uso de internet para assembleias. Valor Econômico, São Paulo, 30 de junho de 2008. Disponível em: < https://www.mzweb.com.br/assembleias/web/arquivos/AssembleiasOnline_CVM_Libera_20080307_pt.pdf> Acesso em: 01 de julho de 2016.

YOKOI, Yuki. Clicou, votou. Seis questões sobre as assembleias com voto a distância a serem regulamentadas pela CVM neste ano. Capital Aberto, ed. 101, 01 de janeiro de 2012. Disponível em < <https://capitalaberto.com.br/temas/governanca-corporativa/clicou-votou/#.V3kNnLgrKoo>> Acesso em: 03 de julho de 2016.

YOO, Meena. The Trend Towards Virtual-Only Meetings. Fordham Journal of Corporate & Financial Law. 2 de abril de 2018. Disponível em: < <https://news.law.fordham.edu/jcfl/2018/04/02/the-trend-towards-virtual-only-meetings/>> Acesso em: 30 de outubro de 2018.

ZEALAND, New. Companies Act 1993. Schedule 1. Clause 3. Disponível em: < <http://www.legislation.govt.nz/act/public/1993/0105/latest/DLM323288.html>> Acesso em: 08 de julho de 2018.