

**REVISTA SEMESTRAL DE  
DIREITO EMPRESARIAL**

**Nº 31**

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho  
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro  
**Julho / Dezembro de 2022**



Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

**EDITORES:** Sérgio Campinho (Graduação, UERJ, Brasil) e Mauricio Moreira Menezes (Doutor, UERJ, Brasil).

**CONSELHO EDITORIAL:** Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (Doutor, UERJ, Brasil), Ana Frazão (Doutora, UNB, Brasil), António José Avelãs Nunes (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Carmen Tiburcio (Doutora, UERJ, Brasil), Fábio Ulhoa Coelho (Doutor, PUC-SP, Brasil), Jean E. Kalicki (Doutor, Georgetown University Law School, Estados Unidos), John H. Rooney Jr. (Doutor, University of Miami Law School, Estados Unidos), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Luiz Edson Fachin (Doutor, UFPR, Brasil), Marie-Hélène Monsérié-Bon (Doutora, Université Paris 2 Panthéon-Assas, França), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (Doutor, USP, Brasil), Peter-Christian Müller-Graff (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha) e Werner Ebke (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha).

**CONSELHO EXECUTIVO:** Carlos Martins Neto (Doutorado em andamento, UERJ, Brasil) e Mariana Pinto (Doutora, UERJ, Brasil). Guilherme Vinseiro Martins (Doutorado em andamento, UFMG, Brasil), Leonardo da Silva Sant'Anna (Doutor, FIOCRUZ, Brasil), Livia Ximenes Damasceno (Mestre, Centro Universitário Christus, Brasil), Mariana Campinho (Mestre, Columbia Law School, Estados Unidos), Mariana Pereira (Pós-graduada, UERJ, Brasil), Mauro Teixeira de Faria (Doutorado em andamento, UERJ, Brasil), Nicholas Furlan Di Biase (Mestrado em andamento, UERJ, Brasil) e Rodrigo Cavalcante Moreira (Mestre, UERJ, Brasil).

**PARECERISTAS DESTES NÚMERO:** Carlos Eduardo Koller (Doutor, PUC-PR, Brasil), Fabrício de Souza Oliveira (Doutor, UFJF, Brasil), Fernanda Versiani (Doutora, UFLA, Brasil), Filipe Medon (Doutorado em andamento, UERJ, Brasil), Gerson Branco (Doutor, UFRS, Brasil), Jacques Labrunie (Doutor, PUC-SP, Brasil), Marcelo Lauar Leite (Doutor, UFRSA, Brasil), Maíra Fajardo (Doutorado em andamento, UFJF, Brasil), Pedro Wehrs do Vale Fernandes (Doutorado em andamento, UERJ, Brasil), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Ricardo Villela Mafra Alves da Silva (Doutor, UERJ, Brasil), Rodrigo da Guia Silva (Doutor, UERJ, Brasil), Thalita Almeida (Doutora, UERJ, Brasil), Vitor Butruce (Doutor, UERJ, Brasil) e Uinie Caminha (Doutora, UNIFOR, Brasil).

**Contato:** Av. Rio Branco, nº 151, grupo 801, Centro – Rio de Janeiro-RJ. CEP: 20.040-006. E-mail: [rsde@rsde.com.br](mailto:rsde@rsde.com.br) ou [conselho.executivo@rsde.com.br](mailto:conselho.executivo@rsde.com.br). Telefone (21) 3479-6100.

**PATROCINADORES:**



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte  
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

---

Revista semestral de direito empresarial. — n° 31 (julho/dezembro 2022)  
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ  
Campinho Advogados  
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

---



Obra Licenciada em Creative Commons  
Atribuição - Uso Não Comercial - Compartilhamento  
pela mesma Licença

# VINCULAÇÃO DOS CONSELHEIROS AO ACORDO DE ACIONISTAS SOB A ÓTICA DA COMPANHIA COMO ESTRUTURA ECONÔMICA CONTRATUAL<sup>1</sup>

## SUBJECTION OF DIRECTORS TO SHAREHOLDER'S AGREEMENTS UNDER THE PERSPECTIVE OF CORPORATIONS AS A CONTRACTUAL ECONOMIC STRUCTURE

*Uinie Caminha\**

*João C. de Andrade Uzêda Accioly\*\**

*Resumo:* O artigo propõe trazer ao tema proposto reflexões baseadas na visão econômica da companhia como nexo de contratos. Inicialmente, discutem-se os deveres fiduciários de administradores e controladores, na lei e sob a perspectiva contratual das relações com os (demais) acionistas. Abordam-se então os efeitos da vinculação do conselho de administração a termos pré-determinados conforme o acordo, sobre a companhia e sobre a responsabilidade de administradores. Conclui-se pela adequação da vinculação plena das deliberações, à lei e às funções do conselho. Em conclusão, tem-se que a vinculação não prejudica a companhia, apenas transfere o foco dos deveres fiduciários nas respectivas deliberações.

*Palavras-chave:* Acordo de Acionistas. Conselho de Administração. Vinculação. Governança.

*Abstract:* The scope of essay is to analyze the proposed subject under the perspective of corporations as contractual economic structures. First, the fiduciary duties of directors, officers and control-

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 07.11.2022 e aceito em 19.12.2022.

\* Professora titular do PPGD da Universidade de Fortaleza - UNIFOR. Professora Associada da Universidade Federal do Ceará - UFC. Doutora em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo - USP. Advogada. E-mail: ucaminha@unifor.br

\*\* Professor convidado da Universidade de Fortaleza - UNIFOR. Mestre em Economia pelo IBMEC/RJ. Advogado. Email: joaoaccioly@gmail.com

ling shareholders are discussed under Brazilian law and under the perspective of contractual relations with the other shareholders. Then, the effects of the subjection of the board of directors to pre-determined terms in shareholders agreements, about the corporation and liability of directors. As a conclusion, such subjection is not harmful to the company, but redirects fiduciary duties in corporate decisions.

*Keywords:* Shareholder's Agreement. Board of Directors. Subjection. Governance.

*Sumário:* Introdução. 1. Deveres fiduciários - administradores e controladores. 2. Responsabilidades dos administradores no exercício de suas funções. 3. Afinal, quem manda? Vinculação dos Conselheiros às cláusulas do acordo de acionistas. Conclusão.

## **Introdução.**

O objetivo deste trabalho é tentar trazer alguns novos elementos às discussões sobre a vinculação dos membros do conselho de administração ao teor dos acordos de acionistas – nomeadamente, focados em aspectos da contratualidade, em sentido amplo, das relações obrigacionais que compõem uma companhia. Analisa-se, assim, em que medida as deliberações dos conselheiros devem observar as decisões dos acionistas baseadas nesses pactos e a compatibilidade dessa vinculação com a natureza das funções e deveres da administração das companhias.

O tema era candente na doutrina e em disputas societárias havidas durante a década de 1990, em que companhias privatizadas tinham acordos de acionistas e signatárias tentavam eximir-se de seguir determinadas deliberações sob a justificativa de que seriam “contrárias ao interesse da companhia”.

Na reforma da Lei 6.404/76 de 2001, a Lei 10.303 trouxe novos dispositivos para fortalecer a segurança jurídica dos acordos de acionistas, especialmente os parágrafos oitavo e novo do artigo 118.

Com a alteração, previu-se expressamente a validade das cláusulas sobre exercício de voto que vinculavam os conselheiros, um dos pontos que vinham sendo objeto de disputas. Mais que isso, o compromisso com a segurança dos contratos passou a contar com expressa previsão da autotutela, cabendo ao presidente do órgão colegiado (como na assembleia) não computar votos proferidos contrariamente ao disposto no acordo de acionistas.<sup>2</sup> Também estipulou que na ausência ou abstenção de quem deveria votar conforme o acordo, a parte prejudicada teria o direito de votar com as ações ou na posição de quem se ausentou ou se absteve de votar. Desde então, as cláusulas de vinculação de membros do conselho às disposições de acordos de acionistas tornaram-se mais comuns entre as companhias brasileiras.<sup>3</sup> Porém, manteve-se viva a discussão sobre a ponderação de dispositivos que parecem antagônicos na Lei das Sociedades por ações: aqueles que preveem a vinculação e uma execução específica administrativa dos termos do acordo; e aquelas que tratam dos deveres dos administradores e sua vinculação aos interesses da companhia.

À época de sua edição, justificava-se incluir as disposições no intuito de dar mais estabilidade e melhor governança às companhias, mas o fato é que mesmo com a expressa tentativa de encerrar o assunto, que já não era consenso na doutrina, continua sendo motivo de discussões. O cerne da questão repousa no fato de que, para alguns, não seria legalmente possível vincular, previamente, as deci-

---

2 As alterações parecem ter sido quase uma instância de interpretação autêntica, já que o *caput* do art. 118 sempre dispôs que os acordos arquivados deveriam ser *observados pela companhia*. Se a companhia deve observá-lo, não poderia computar votos que violem o acordo da mesma forma que não poderia registrar transferência de ações que desrespeitasse acordo de preferência para sua aquisição.

3 Faz-se referência ao estudo empírico elaborado por GORGA, Eirica; GELMAN, Marina. *O Esvaziamento Crescente do Conselho de Administração como Efeito da Vinculação de seu Voto a Acordos de Acionistas no Brasil*. São Paulo: Prêmio IBGC Itaú Academia e Imprensa, 2012. Acerca do mesmo tema, outro trabalho mais atualizado é o artigo por PACHECO, João Marcelo e GRECCO, Renato. Consenso de Sócios e Vinculação de Administradores: Retrato dos Acordos de Acionistas das Companhias Abertas Brasileiras. *In*: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel (Coords). *Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos – Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano*. Vol. 1, 1ª Ed., São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 603 – 620.

sões de administradores de sociedades a deliberações tomadas em outra instância (a de acionistas). Caso se admitisse, poderia haver inobservância dos deveres fiduciários dos administradores e decisões contrárias ao interesse social.

Assim, os autores procuram analisar alguns fundamentos utilizados por aqueles que entendem que não há lugar no sistema societário brasileiro para plena vinculação de conselheiros de administração a acordos de acionistas, contrastá-los com as opiniões opostas e tentar trazer outros elementos para a discussão, a fim de traçar o que entendem ser a posição legalmente correta – e felizmente, neste caso, também a mais desejável.

Inicialmente, trata-se de alguns poderes e deveres dos administradores, assim como da responsabilidade decorrente desses deveres. Passa-se em seguida a analisar o tema central, para ao final apresentar as conclusões dos autores.

## **1. Deveres fiduciários – administradores e controladores.**<sup>4</sup>

Numa companhia, assim como em qualquer relação em que uma pessoa tem a prerrogativa de decidir como agir para trazer benefícios para outra, existem o que se convencionou em Economia chamar de problemas de conflito de interesses entre “agente” e “principal”<sup>5</sup>: o tomador de decisões pode não agir no melhor interesse da companhia (e, portanto, dos acionistas) e sim em seu próprio interes-

---

4 A esse respeito, faz-se referência ao texto escrito por CAMINHA, Uinie. A Responsabilidade de administradores em sociedades anônimas. *Enciclopédia Jurídica da PUC-SP - Tomo Direito Comercial*, São Paulo, Edição 1, jul. 2018. Disponível em: <https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/217/edicao-1/responsabilidade-de-administradores-em-sociedades-anonimas>. Acesso em: 15 out. 2020.

5 JENSEN, Michael C. . *Journal of Applied Corporate Finance*, Nova Iorque, v. 7, n. 2, p. 40-45, summer 1994. (Reprinted in Michael C. Jensen, *Foundations of Organizational Strategy*, (Harvard University Press, 1998).)



se individual. Vale o mesmo quando o tomador de decisões é administrador ou acionista controlador.

Existem diferentes formas diretas de se abordar o problema da relação entre os administradores e a companhia e seus acionistas. Tanto se pode pensar em medidas de incentivo (como participação nos resultados ou opções de compra de ações), como medidas de repressão, ligadas à responsabilidade e sanções em caso de descumprimento dos deveres legais dos administradores de companhias.<sup>6</sup> No caso dos acionistas controladores, o principal incentivo é inerente ao lucro advindo de sua participação societária, e as medidas de repressão são equivalentes às aplicáveis aos administradores. E para ambos, há as dinâmicas dos próprios mercados em que estão inseridos como fortes propulsores de alinhamento de interesses com os investidores.<sup>7</sup>

A responsabilidade dos administradores por danos decorrentes de atos de sua gestão tem fundamento na responsabilidade civil geral, mas possui nuances próprias, decorrentes da relação especial existente entre administradores e a ficção jurídica do ente administrado – que em termos materiais traduz uma relação que envolve de um lado os acionistas, como destinatários dos resultados da atividade econômica, e de outro os que decidem como empregar os recursos postos a sua disposição. Em suma, da impossibilidade de se especificar como estes devem agir, as obrigações que os administradores assumem tomam a forma de deveres amplos, divididos na maior parte dos sistemas jurídicos entre os de diligência e de lealdade: a decisão

---

6 CAMINHA, Unieff. Eficiência alocativa das normas de Direito Societário em relação ao acionista minoritário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 116, p. 194-199, out./dez. 1999.

7 ACCIOLY, João C. de Andrade Uzêda. *Teoria dos Jogos em Questões de Governança Corporativa*. 2011. 62 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito, IBMEC-RJ, Rio de Janeiro, 2011. Disponível em: [http://s3.amazonaws.com/public-cdn.ibmec.br/portalibmec-content/public/arquivos/dis\\_2011\\_31\\_-\\_joao\\_carlos\\_de\\_andrade\\_uzeda\\_accioly.pdf](http://s3.amazonaws.com/public-cdn.ibmec.br/portalibmec-content/public/arquivos/dis_2011_31_-_joao_carlos_de_andrade_uzeda_accioly.pdf). Acesso em: 20 out. 2020.

deve ser fruto de reflexão (diligência) e não impor propositadamente perdas ao patrimônio gerido (lealdade).

São conceitos estruturantes do direito societário: é no mínimo difícil imaginar a viabilidade prática de sua inexistência. No jargão do Direito, acabam sendo tratadas como “de ordem pública”: *“as normas sobre a responsabilidade dos administradores são imperativas, porque estabelecidas no interesse geral, e por isso não podem ser afastadas ou mitigadas pelo estatuto social”*.<sup>8</sup>

O dever de maior relevância para o tema central deste artigo é o de lealdade, em sua dimensão específica de proibir favorecimento a grupo ou classe de acionistas em detrimento dos demais. Encontra-se previsto no parágrafo primeiro do artigo 154.

## **2. Responsabilidades dos administradores no exercício de suas funções.**

Descumpridos os deveres, há obrigação de indenizar a companhia – sob a ótica da contratualidade, pode-se compreender o descumprimento como violações às obrigações assumidas perante a coletividade dos acionistas. A regra geral, na LSA inscrita no artigo 158, é a de que o administrador não é pessoalmente responsável pelos atos que pratica no exercício regular de sua gestão, que são considerados como atos da sociedade e, portanto, a ela imputáveis; na relação entre fiduciantes e fiduciários, são equivalentes a atos praticados dentro dos poderes de um mandato.

Seria o caso de se aplicar ao caso dos administradores de sociedade anônima a regra geral de responsabilidade civil por prejuízos derivados de ilícitos prevista no Código Civil. Para o tema deste artigo se trata de discutir sobre o aspecto objetivo dos atos, pode-se abstrair

---

8 CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luis Bulhões (Coords.) *Direito das Companhias*, Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 1203

a análise de serem necessários dolo ou culpa. As conclusões seriam as mesmas em qualquer hipótese. Mas a pergunta que vem da análise da relação econômica do administrador com a coletividade dos acionistas é se o cumprimento da determinação de voto pelo bloco de controle, ainda que venha a privilegiar o último, poderia ser considerada violação aos termos explícitos e implícitos dessa relação: se ela violaria o dever de lealdade, neste caso sob o art. 154, §1º.

Ressalte-se que a responsabilidade de que trata a Lei 6.404/76 restringe-se à esfera civil, tendo as esferas administrativa e penal sistemas próprios. O alcance da responsabilidade dos administradores tem relevância na exploração do tema deste artigo, pois deve considerar a extensão dessa responsabilidade quando da vinculação dos conselheiros a um acordo. Afinal, a manifestação do voto, quando previamente definida no acordo ou em reunião prévia, tem o condão de responsabilizar o administrador?

É possível enxergar diferentes interpretações. Mesmo sob a tese de completa inafastabilidade da deliberação do acordo, há quem sustente<sup>9</sup> que o administrador tem o dever de votar segundo o que entende ser o interesse social – prevaleceria a regra do art. 156, §1º sobre o art. 118, caput. Se ele tem esse dever e o descumpre, deve ser responsabilizado. Mas daí se chega a uma curiosa situação de responsabilidade sem nexo de causalidade: tivesse agido de forma diferente, ou seja, não votado ou votado contra o determinado pelo acordo, a deliberação seria a mesma. Sendo o teor do voto irrelevante para o resultado, não haveria base, sob esta linha de raciocínio, para responsabilização no âmbito patrimonial.

Questão distinta é se haveria base para responsabilização punitiva em âmbito administrativo, no caso das companhias abertas.

---

9 Por exemplo, CAMARGO, João Laudo de; BOCATER, Maria Isabel do Prado. Conselho de Administração: seu Funcionamento e Participação de Membros Indicados por Acionistas Minoritários e Preferencialistas. In: LOBO, Jorge. *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Editora Forense: Rio de Janeiro, 2002, p. 395 e ss.

Uma inconsistência, porém, é que não há distinção prevista na LSA para o regime dos acordos de acionistas entre as companhias abertas e as fechadas; se punível tal ato, estaríamos diante de um caso em que uma conduta seria isenta de sanção em âmbito patrimonial, e ainda assim sujeita a penalidade, algo que em princípio pressupõe conduta mais grave. Seria análogo a punir a tentativa, ou o crime impossível, se o bem tutelado for o patrimônio. Parece razoável sustentar, assim, que uma tal conduta não seria punível.<sup>10</sup>

Apesar de não parecer haver diferença relevante para a companhia caso se entenda que os conselheiros estejam ou não vinculados ao acordo de acionistas, pelas razões apontadas, os autores entendem na prática, a conduta recomendável ao administrador que entenda ser contrária ao interesse da companhia a deliberação conforme o acordo seria ou de se abster ou mesmo de votar contrariamente ao que lhe for determinado, mas de modo algum seu voto poderá ser contabilizado pela companhia. É que pode haver diferença quanto a responsabilização eventual dos administradores por deliberações que sejam posteriormente consideradas – não pela companhia, mas por quem julgue o caso – materialmente conflitantes com os interesses da companhia. Essa diferença decorreria do fato de haver efetivamente o exercício do voto nos termos do acordo, ou abstenção, ou ainda a consignação de voto divergente.

### **3. Afinal, quem manda? Vinculação dos Conselheiros às cláusulas do acordo de acionistas.**

Apesar de as discussões sobre o tema já ocuparem a doutrina há algum tempo, não há, ainda, consenso quanto aos limites da vin-

---

<sup>10</sup> Note-se que se está aqui falando de manifestações do “voto de vontade”. Como nos “de verdade” acabaria prevalecendo o voto em detrimento da disposição do acordo de acionistas, haveria dano e nexa de causalidade, e portanto decorreria o dever de indenizar a companhia, bem como a ilicitude administrativa se demonstrado o dolo.

culação dos membros do conselho de administração às determinações dos acordos de acionistas. Thiago José da Silva<sup>11</sup> faz um apanhado de opiniões em sua dissertação de mestrado, que variam entre a impossibilidade simples, passando por teóricos mistas, a depender da natureza da matéria sobre a qual se delibera, até a vinculação completa.

Trabalho recente que expõe de maneira clara e minudente o tema é o artigo de Marcelo Trindade na coletânea de estudos em homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano,<sup>12</sup> de que podem ser transcritos alguns trechos (negritos adicionados):

A norma do §8º do art. 118 é, de fato, compatível com o papel do acionista controlador reconhecida pragmaticamente pela Lei das S.A., o qual não se limita à participação em assembleias de acionistas, mas inclui, como visto, ‘dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia’ (art. 116, b).”

---

11 SILVA, Thiago José da. *Limites à Vinculação De Administradores a Acordo de Acionistas*. 2014. 145 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: [https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-27012015-164557/publico/Dissertacao\\_ThiagoJose\\_da\\_Silva.pdf](https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-27012015-164557/publico/Dissertacao_ThiagoJose_da_Silva.pdf). Acesso em: 15 out. 2020. p. 102-3: “Com relação à vinculação de administradores, ressaltamos que há diversas posições doutrinárias a respeito do tema. Apesar de não ser tão fácil alocar as diferentes correntes, elas incluem: (i) aqueles favoráveis à vinculação dos administradores ao acordo de acionistas, de maneira (a) absoluta ou genérica (sem menção a eventuais limites), seja pela força da atual redação do art. 118, pelo fato de a vontade dos sócios ser a própria representação do interesse social e os acionistas serem soberanos para decidir sobre quaisquer assuntos sociais; ou (b) relativa, executando as hipóteses de infração à lei, ao estatuto e ao interesse social (i.e., a vontade dos sócios não necessariamente representaria o melhor interesse da companhia), tais como situações de abuso de poder de controle ou abuso de voto, delegação de competências privativas etc.; e (ii) aqueles contrários à vinculação dos administradores ao acordo de acionistas, pelo fato de, entre outras razões, os §§8º e 9º serem incompatíveis com o regime de governança até então previsto pela LSA, eminentemente os arts. 154 e 139.

12 TRINDADE, Marcelo. A Eficácia dos Acordos de Voto e o Interesse Social. In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel (Coords). *Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos* – Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano. Vol. 2, 1ª Edição. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 143-168.

[...]

*A relativização da aplicação dos §§8º e 9º do art. 118, com base em um suposto risco para o interesse social, atribuindo-se ao presidente da assembleia ou da reunião da administração a decisão sobre quais votos melhor refletem aquele interesse, com base em sua convicção pessoal, não encontra amparo nem na letra nem no sistema da Lei das S.A.”*

[...]

Não se trata, portanto, de defender a submissão dos interesses sociais ao arbítrio de acionista controlador. O que se defende é *que a lei, clara e acertadamente, não investiu o presidente do conselho de administração das companhias brasileiras (ou o acionista que o indique) de poderes para proceder ao juízo de valor sobre a legalidade da orientação de voto e a eficácia de acordos validamente celebrados e arquivados na companhia, as quais presumem-se alinhadas ao interesse social.”*

Em sentido oposto, há opiniões mais extremadas, que condenam inclusive a reforma legislativa sob pretexto de que seriam contrárias ao que entendem ser “boas práticas de governança” (do tipo *one-size-fits-all*):

A vinculação da vontade dos conselheiros à vontade expressa no acordo de acionistas é um retrocesso, criando incentivos para que os acionistas se sintam no direito de interferir na vontade dos conselheiros, formalizando a total dependência do conselheiro na governança corporativa nacional.”<sup>13</sup>

---

13 GORGA, Érica. A Cultura Brasileira como Fator Determinante na Governança Corporativa e no Desenvolvimento do Mercado de Capitais. *R. Adm.*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 309-326, out./nov./dez. 2004. No mesmo sentido, há artigo de João Laudo de Camargo e Maria Isabel

Todavia, numa ponderação mais equilibrada no sentido de que poderia haver limites à vinculação baseados no interesse social, chama atenção o trabalho publicado por Otávio Yazbek,<sup>14</sup> no qual apresenta elemento descritivo do direito como é aplicado hoje pelo Judiciário: a regra segundo a qual o voto de declaração de verdade não pode ser vinculado ao teor da deliberação dos signatários. Há aí uma exceção posta, não apenas proposta. Trata-se de regra consolidada a partir do acórdão paradigma no REsp 1.152.849-MG, de relatoria do Min. João Otávio de Noronha.

Como se trata de uma exceção não prevista na literalidade da lei – aliás, as palavras do §8º do art. 118 são contrárias a tal exceção – existe, como mostra Yazbek, ao menos algum limite à vinculação. Seja qual for a base legal para essa exceção (estes autores desconhecem exercício de subsunção normativa para distinguir a vinculabilidade do voto de verdade daquela do voto de vontade, a não ser baseada em interpretação de deveres genéricos aplicáveis aos administradores), o fato é que o direito hoje aplicado revela limite ao alcance das palavras do dispositivo.<sup>15</sup>

Deste modo, se há uma fronteira, o questionamento que se levanta é onde ela estaria situada. Remanesce, pois, a discussão quan-

---

do Prado Bocater: DE CAMARGO, José Laudo; BOCATER, Maria Isabel do Prado. Conselho de Administração: seu Funcionamento e Participação de Membros Indicados por Acionistas Minoritários e Preferencialistas. In: LOBO, Jorge. *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Forense: Rio de Janeiro, 2002 (2ª Ed), p. 395 e ss.

14 Yazbek, Otávio. A Vinculação dos Administradores das sociedades aos acordos de acionistas. *Revista do Direito das Sociedades e dos valores mobiliários*, Lisboa, v. 11, p. 17-38, 2020.

15 Incidentalmente, parece haver uma distinção de resultados práticos para a companhia entre os §§8º e 9º, conforme o voto seja de “vontade” ou “verdade”. Enquanto no primeiro caso é indiferente se o conselheiro vota ou deixa de votar, no segundo está claro que o voto contrário ao deliberado conforme o acordo de acionistas é contabilizado; porém, é possível que a abstenção possa ser suprida pelo voto da parte prejudicada ou do conselheiro eleito com os votos desta? Os autores entendem que sim. Abstenção não significa discordância. Poderia decorrer de dúvida, falta de opinião, impossibilidade de comparecimento.

to aos votos de vontade. Haveria, em relação a estes, uma linha – por mais que a priori seja dificilmente definível em abstrato – a partir da qual o voto contrário ao disposto no acordo de acionistas não poderia ser afastado? Haveria casos em que o interesse social estaria sendo tão claramente violado que justificaria a prevalência deste sobre as disposições do acordo?

Essa discussão pode-se dar ao menos em dois campos: o da definição da deliberação e o da responsabilização dos envolvidos em caso de violação dos deveres a que estão sujeitos. Sobre a responsabilização, tratou-se mais acima. Quanto à definição da deliberação, expande-se o tema a seguir.

Existe um entendimento de que o administrador teria o dever de votar conforme sua consciência, independentemente da determinação tomada conforme o acordo. A decisão do acordo seria como uma recomendação.<sup>16</sup> Abstraindo-se a hipótese – como a que propõe Yazbek – de que uma contraposição extrema do acordo ao ‘interesse social’ possa justificar a prevalência deste sobre a deliberação do acordo, o efeito prático para a companhia é o mesmo: o administrador vota de qualquer maneira (ou deixa de votar), e prevalece a deliberação nos termos do acordo.

Esse também é o resultado para a companhia, sob a premissa de que não se pode afastar a disposição do acordo com base em eventual contraposição ao interesse social: este seria definido nos termos do acordo, e em qualquer hipótese em que se possa identificar o voto como sendo ‘de vontade’, ele prevaleceria, qualquer que seja a postura do administrador.

---

16 Conforme se extrai da Carta Diretriz n. 1 do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que tem por objeto a “Independência dos Conselheiros de Administração – Melhores Práticas e o Artigo 118 da Lei das Sociedades Anônimas”, 2008, p; 18: “[...] a compatibilização dos novos §§8º e 9º, do art. 118, com o §2º, do mesmo artigo, conduz à conclusão de que o conselheiro de administração deve tomar a orientação de voto recebida pelo bloco de controle como mera recomendação de conduta, que somente deverá ser seguida caso o conselheiro, efetivamente, com ela concorde. Na visão do IBGC, esta é a única interpretação cabível deste dispositivo legal, ainda que resulte na invalidação do voto”.



Parte das discussões baseia-se na indelegabilidade das funções dos órgãos societários. Aqui se poderia focar em alguns elementos pouco explorados nas exposições a que se fez referência anteriormente: a estrutura econômica das relações de uma companhia, como um conjunto interligado de ‘contratos’, e a leitura desses contratos por uma ótica obrigacional.

A companhia é uma entidade fictícia, um polo núcleo de organização de relações obrigacionais: em parte regidas por documentos negociados, mais próximos do que usualmente se classifica como contratos no sentido mais estrito da linguagem jurídica, e em parte definidas em regras pré-estabelecidas em lei, a que as partes aderem voluntariamente – ‘contratos’ numa acepção econômica, não necessariamente jurídica<sup>17</sup>. Supondo que as regras serão cumpridas, economicamente não parece haver distinção entre o resultado concreto da adesão a tais relações: há obrigações e os direitos correspondentes. Há credores e devedores dessas obrigações.

Nessa perspectiva, pode ser bem-vinda uma abordagem fundada nos conceitos e regras aplicáveis às relações do direito contratual, para examinar como que por uma lente de aumento o que se dá concretamente entre os titulares dos patrimônios envolvidos, entre os devedores e os credores de cada relação obrigacional (que em sentido estrito pode ser contratual, estatutária, legal, mas que aqui sugerimos serem compreendidas como “contratual”, num sentido mais amplo voltado à dimensão econômica do fenômeno).

Tem-se em mente, no caso, a possibilidade que o titular de um direito em princípio tem de cedê-lo. O direito integra o patrimônio do seu titular, constitui sua propriedade; diferentemente, a obrigação, geralmente, não pode ser cedida sem o consentimento de seu credor.

---

17 Sob conceituação jurídica mais estrita, as relações intersubjetivas que compõem uma companhia têm sua contratualidade negada por alguns sob rótulos de “relações orgânicas”, “atos unilaterais ainda que sujeitos a aceitação” etc. Chame-se como quiser, nada disso nega o aspecto real a que aqui se refere: que pessoas *aceitam* sujeitar-se a obrigações devidas a outras, em troca de direitos.

Faz sentido, portanto, que numa estrutura complexa de relações como as que compõem uma companhia, aquele a quem é confiada a gestão dos recursos (devedores de fidúcia) não possa delegá-la fora dos termos aceitos pelos investidores (credores da fidúcia).

Neste ponto, a LSA revela uma de suas restrições indesejáveis ao impedir no art. 139 a outorga de atribuições e poderes a outro órgão “criado por lei ou estatuto”.<sup>18</sup> Ora, se o estatuto assim estabelecesse, isto seria apenas uma atribuição de parte dos deveres fiduciários para outro grupo, com consentimento dos “credores” desses deveres. Mas o fato é que a previsão está lá; uma tal outorga no mínimo não pode ser indiscriminadamente realizada.

Em todo caso, será que a deliberação pela assembleia, órgão hierarquicamente superior ao conselho, constituiria uma ‘outorga’ de atribuições a outro órgão vedada pelo art. 139, e, portanto, inadmissível?

Uma leitura possível é que isto seria uma norma geral sobre a qual prevaleceriam aquelas mais específicas do art. 118. Não poderia o conselho outorgar por deliberação própria competência à diretoria, ou esta àquele, ou a algum órgão diferente; porém, submeter a decisão de realizar uma operação à assembleia geral, por exemplo, encontra-se dentro das atribuições do conselho.

A crítica à vinculação absoluta do conselho parece aferrar-se a uma visão do órgão como o instrumento de governança por excelência, em que necessariamente se devem concentrar as responsabilidades de definir a orientação dos negócios, nomear a diretoria e fiscalizar sua gestão, e demais competências, no direito brasileiro previstas no art. 142 da LSA.

---

18 Acordos voluntários que deixam de ser realizados representam, *ex ante*, perdas líquidas. A organização interna de uma entidade é um dos aspectos do empreendedorismo; formas mais eficientes de administração constituem melhor aproveitamento dos recursos disponíveis, aumentando a eficiência e a lucratividade das organizações empresariais.

Aqui parece haver uma certa inversão de papéis, um excessivo apego à forma como mais importante que a função. Em cenários de capital disperso, em que a figura dos acionistas é dissociada da figura do empreendedor, estes têm no conselho um instrumento de fiscalização da diretoria e um centro decisório mais relevantes na definição do que deve ser a empresa e como é gerida. Os investidores passivos são credores dos deveres fiduciários devidos pelo conselho e pela diretoria.

Economicamente, temos destinatários do resíduo da atividade econômica (investidores), cujo benefício econômico depende das decisões de um grupo de pessoas, que eles podem influenciar em alguma medida. Na terminologia da Economia das Organizações, os acionistas são aí os “principals”; em relação aos acionistas, os conselheiros e os diretores são “agents”.<sup>19</sup>

Numa estrutura de controle concentrado, em que parte dos acionistas tenha o poder de determinar o teor das decisões que noutras circunstâncias caberiam aos órgãos da administração, a descrição econômica do fenômeno não difere muito daquela do parágrafo anterior: temos destinatários do resíduo da atividade econômica (investidores), cujo benefício econômico depende das decisões de um grupo de pessoas, que eles podem influenciar em alguma medida. Só mudam um pouco quem são os “agents”, no que tange às estipulações de como obtêm seus resultados econômicos.

A premissa subjacente às críticas à vinculação irrestrita dos administradores às determinações do acordo de acionistas é a de que o conselho deveria ter mais poder decisório que os titulares de seus deveres fiduciários. Parece haver aí uma idealização de um modelo, em que as categorias jurídicas parecem querer sobrepor-se à realidade fática.

---

19 Ou “principal” e “agente”, como se consolidou em português a partir de uma tradução meio literal, meio torta, uma vez que a terminologia vem do contrato de mandato (“agency”); traduzidas as expressões para o equivalente jurídico, talvez fosse mais preciso falar em mandante e mandatário, respectivamente.

O conselho é o centro nervoso das companhias? Reside nele o “nexus of contracts” constituinte da entidade empresarial? Ou todo poder emana da assembleia geral, tendo os acionistas uma ‘soberania política’ donde delegam poderes aos órgãos de administração?

Eis aí a questão: não há apenas uma resposta. Historicamente, as companhias surgem tendo o conselho como seu polo decisório; ali se manifesta o papel econômico do empreendedor, que reúne os fatores necessários para realizar a atividade empresarial – contrata com investidores a obtenção de capital, contrata com diretores a representação da entidade fictícia, determina-lhes como realizar o objeto social e daí por diante.

Faz todo sentido que numa companhia de capital pulverizado isto se dê desta forma; essa é a estrutura econômica das relações concretas que a compõem. Assim, há teorias que criticam a transferência de poder do conselho para uma espécie de democracia direta do capital acionário, o que realmente pode implicar uma diversidade de dificuldades relativas a custos de transação, desalinhamento de interesses dentre outros. Numa estrutura assim, a centralização do poder no conselho é vital para viabilizar a tomada de decisão e a coordenação dos fatores envolvidos, em benefício da geração de riqueza para os próprios acionistas.<sup>20</sup>

Porém, é também uma realidade o modelo de companhia em que o nexu das relações reside em detentores da maioria do capital acionário. O fato é que os indivíduos concretos que comandam a criação e a operação dessas entidades organizam os negócios dife-

---

20 Ver, por exemplo, a teoria de “*director primacy*” de Stephen Bainbridge, que a opõe à “*shareholder primacy*”. Note-se que defender a centralidade do conselho não nega que este tenha o dever de maximizar a riqueza dos acionistas. Esta é a referência pela qual se deve pautar a atuação do conselho. O conceito encontra-se em diversos escritos no autor, mas como exemplo pode-se encontrar apresentação sintética em BAINBRIDGE, Stephen Mark, *Director Primacy. Law-Econ Research Paper*, Los Angeles, n. 10, v. 06, 25 mai. 2010. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1615838>; também em BAINBRIDGE, Stephen Mark. *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, fev. 2002. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=300860> e <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.300860>.

rentemente daquelas que deram origem às categorias jurídicas do direito das companhias. Nessas entidades, o papel econômico do empreendedorismo, que nas estruturas de capital pulverizado reside no polo da administração detentora de participação percentualmente pequena, situa-se no polo de quem detém percentual alto ou majoritário do capital votante.

Em ambos os modelos, os destinatários do resultado econômico residual continuam dependendo da atuação de gestores, em larga medida discricionária, pela absoluta e evidente impossibilidade de predeterminação de todos os termos e condições em que cada decisão deve ser tomada na administração de uma empresa. Em ambos os casos, há ineficiências de desalinhamento de interesses: gestores têm interesse próprio que podem querer priorizar em detrimento dos investidores, seja qual for o chapéu jurídico que cada um esteja vestindo (“gestor” em sentido amplo abrange aqui o acionista ou grupo de acionistas detentor do comando dos negócios).

Os acionistas de participação individual reduzida, que numa companhia de capital pulverizado são credores diretos dos deveres fiduciários do conselho e credores indiretos daqueles devidos pela diretoria, numa estrutura de capital concentrado são credores diretos do acionista ou grupo detentor do controle majoritário, a quem cabe determinar em última análise o que a companhia fará.

Parecem falhas, assim, críticas a um suposto esvaziamento das funções do conselho de administração, quando as deliberações deste são predeterminadas pelo polo do controle majoritário, como em disposições de acordo de voto. É que discussão não acaba aí: determinar o que um conselheiro irá decidir não extingue deveres, apenas transfere-os para outro devedor. O conselho, numa estrutura em que o poder acionário é identificável, tem o papel de fiscalizar e supervisionar a diretoria em prol dos acionistas. A crítica desmedida à realização das funções tipicamente atribuídas aos conselhos diretamente pelo bloco de controle faz lembrar da figura do rabo que quer abanar o cachorro. Se os acionistas apontam um conselho para exercer cer-

tas funções, qual o problema de exercê-las diretamente quando a estrutura o justifica?

## **Conclusão.**

Analise-se, pois, o impacto de tais reflexões aos limites da vinculação dos administradores às disposições do acordo de acionistas.

Os autores entendem que, exceção feita à regra jurisprudencial atualmente consolidada segundo a qual o voto de declaração de vontade não pode ser vinculado, tal limite se baseado em entendimento sobre a definição do interesse da companhia não teria respaldo na lei, nem justificativa econômica para que fosse buscado por interpretação. Onde a decisão for tomada residirá a responsabilidade de observância dos deveres de maximização do resultado para a coletividade dos acionistas. Afinal, a quem caberia a verificação do que está ou não de acordo como o interesse da companhia? Havendo controle acionário definido, cabe aos detentores desse controle essa definição (e eles têm incentivos para fazê-lo da melhor forma possível). E se houver abuso nessa definição (como sempre pode haver, não importando se a decisão couber ao conselho ou a quem quer que seja), a decisão importará no dever de indenização, por arbitragem ou processo judicial, e nas companhias abertas ainda estarão sujeitos a penalidades os que a tomaram.

A fórmula de vinculação plena da administração ao deliberado em acordo de acionistas mantém íntegros os controles contra abusos praticados por quem tem o poder de decidir. Controladores têm deveres equivalentes aos dos administradores. Ambos devem decidir em prol “da companhia”, isto é, à coletividade dos acionistas; apenas mudam os dispositivos legais aplicáveis e as medidas cabíveis. Sejam as disposições do art. 154, §1º, sejam as dos arts. 115, 116, p.u., e 117, §1º, a identificação de quem é o responsável pela violação de tais deveres não prejudica os mecanismos disponíveis a quem for prejudica-

do por eventuais abusos. Uma determinada estrutura de governança não é melhor ou pior que outra em abstrato, sem verificação de sua adequação a uma realidade fática específica, que os agentes têm condições de verificar em cada circunstância particular e fortes incentivos para acertar. O que se quer aqui ressaltar é que em qualquer delas, há problemas semelhantes e remédios também semelhantes.

