

**REVISTA SEMESTRAL DE  
DIREITO EMPRESARIAL**

**Nº 37**

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 2025**



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-Bom (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 (Doutor, UERJ, Brasil) e Mariana Pinto (Doutora, UERJ, Brasil) - Coordenadores. Daniela da Costa Fernandes (Mestrado em Andamento, UERJ, Brasil) Guilherme Vinseiro Martins (Doutor, 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 (Doutor, UERJ, Brasil), e Rodrigo Cavalcante Moreira (Mestre, UERJ, Brasil).

**PARECERISTAS DESTE NÚMERO:** Caroline da Rosa Pinheiro (Doutora, IFRJ, Brasil), Carlos Eduardo Koller (Doutor, PUC-PR, Brasil), Erika Ferraz (Mestre, USP, Brasil), Felipe Albuquerque (Doutor, UERJ, Brasil), Gerson Luiz Carlos Branco (Doutor, UFRGS, Brasil), Giselle Welsch (Doutora, IDP-PR, Brasil), Karlo Fonseca Tinoco (Doutor, PUC-PR, Brasil), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Thalita Almeida (Doutora, UERJ, Brasil), Vitor Willcox (Doutor, UERJ, Brasil) e Vitoria Neffa (Mestre, USP, Brasil).

Contato: Av. Rio Branco, nº 151, grupo 801, Centro – Rio de Janeiro-RJ. CEP: 20.040-006. E-mail: rsde@rsde.com.br ou 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° 37 (julho/dezembro 2025)  
. — 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

# OS LIMITES DA VINCULAÇÃO DOS MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DE SOCIEDADES ANÔNIMAS AO ACORDO DE ACIONISTAS<sup>1</sup>

## THE LIMITS OF THE BINDING EFFECT OF SHAREHOLDERS' AGREEMENTS ON MEMBERS OF THE BOARD OF DIRECTORS OF CORPORATIONS

*Hugo Nunes Nakashoji Nascimento\**

*Resumo:* O presente trabalho tem como objetivo analisar os limites da subordinação dos conselheiros de administração aos acordos de acionistas que regulam o poder de controle no âmbito das sociedades anônimas. As linhas iniciais se dedicam ao exame da teoria organicista de seus reflexos perante os órgãos da administração das companhias, especialmente no que alude à relação acionista controlador-conselho de administração. Em seguida, busca-se investigar quem são os titulares dos interesses a serem tutelados pela administração e, nesse ínterim, investiga-se o conceito de interesse social, no confronto das teorias do contratualismo e do institucionalismo, com o escopo de verificar qual delas melhor se adequa ao sistema societário brasileiro. Por fim, o trabalho se volta a examinar os limites da vinculação dos conselheiros com enfoque nas principais correntes doutrinárias sobre o tema objeto de estudo.

*Palavras-chave:* Conselho de administração. Autonomia funcional. Acordo de acionistas. Poder de controle.

*Abstract:* This essay examines the boundaries of board members' subordination to shareholder agreements that regulate control

---

<sup>1</sup> Acesso em 08.09.2025 e aceito em: 02.03.2026.

\* Mestrando em Direito Comercial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP). LL.M em Direito Societário pelo Insper. Advogado em Brasília e em São Paulo. E-mail: hugo.nakashoji@gmail.com.

power within publicly traded corporations. The analysis begins by exploring the organicist theory and its implications for corporate governance bodies, with particular attention to the relationship between controlling shareholders and the board of directors. It then investigates the nature of the interests that corporate management must safeguard, critically assessing the concept of corporate interest through the competing frameworks of contractualism and institutionalism. This examination seeks to determine which theory most appropriately aligns with Brazil's corporate governance system. Finally, the study evaluates the limits of board members' obligations under shareholder agreements, engaging with the principal doctrinal debates on this subject. By addressing these questions, this essay contributes to the broader discussion on corporate governance, accountability, and the balance of power between shareholders and directors in Brazilian corporations.

*Keywords:* Board of Directors. Functional Autonomy. Shareholders' Agreement. Corporate control.

*Sumário:* Introdução. 1. A teoria organicista e seus influxos na administração das sociedades anônimas. 2. De quem são os interesses a serem tutelados pelos membros do conselho de administração? 2.1. A teoria contratualista. 2.2. A teoria institucionalista. 3. O acordo de acionistas para o exercício do poder de controle. 4. Os limites dos efeitos do acordo de controle perante os membros da administração das sociedades anônimas. 4.1. A vinculação plena. 4.2. A não vinculação. 4.3. A vinculação relativa. Conclusão.

## **Introdução.**

Questão que por muito tempo permeou debates no direito societário brasileiro diz respeito à possibilidade, ou não, de os integran-

tes do conselho de administração se vincularem aos termos e orientações provenientes do acordo de acionistas celebrado entre aqueles que integram o bloco de controle da companhia.

Uma parte da doutrina defendia a possibilidade de os conselheiros de administração se submeterem ao pacto parassocial firmado entre os acionistas controladores, sob o argumento de que os administradores devem agir em prol do interesse social, o qual, por sua vez, refletiria a vontade comum dos sócios. Nessa perspectiva, os deveres de independência e de zelo pelo interesse social, inerentes aos membros da administração, seriam compatíveis com a ideia de vinculação ao acordo de acionistas. Por outro lado, os partidários da teoria restritiva sustentavam que aventada subordinação dos membros do conselho aos domínios do controlador seria incompatível com o cumprimento dos deveres fiduciários, especialmente o dever de independência, uma vez que, vinculados, os administradores tornar-se-iam apenas sujeitos passivos dentro da companhia.

Conquanto esse debate tenha se estendido por décadas, é bem verdade que, no contexto do direito societário brasileiro, as alterações introduzidas pela Lei nº 10.303/2001 na Lei das S.A., especialmente ao incluir o exercício do poder de controle no rol de matérias reguladas pelos acordos de acionistas e ao acrescentar os §§ 8º e 9º ao art. 118, tiveram um impacto significativo. Isso porque, a partir dessas mudanças legislativas, a vinculação dos administradores ao acordo de acionistas tornou-se certeza entre nós.

Ainda assim, toda essa evolução legislativa parece não ter sido suficiente para dirimir a discussão em sua completude. Se antes a discussão girava em torno da possibilidade (ou não) de os acordos entre acionistas vincularem os administradores, agora, o debate se volta a uma outra questão: quais são os limites (se é que existem) da subordinação imposta pelo legislador. Trata-se de discussão relevante para a dinâmica das sociedades anônimas, pois, se é verdade que os administradores dispõem, para atender o interesse social, da prerrogativa da independência, bem como devem observar os deveres fiduciários,

no exercício de suas funções de modo a atender o interesse social, então é pertinente questionar até que ponto a administração pode se sujeitar aos pactos firmados por aqueles que os elegeram, sem que tal vinculação implique no descumprimento dos deveres fiduciários que a Lei nº 6.404/76 lhes impõem.

Como se vê, a controvérsia reflete tensões entre os deveres fiduciários dos administradores, a realização do interesse social, e os limites dos acordos de acionistas que disciplinam o exercício do poder de controle. É a partir dessa intrincada relação que o presente trabalho se propõe a trazer reflexões acerca dos limites da vinculação dos administradores ao acordo de acionistas e como essa prática pode, ou não, interferir no sistema societário.

Para alcançar tal objetivo, o presente estudo parte inicialmente da análise da estrutura orgânica das sociedades anônimas submetidas ao regime da Lei nº 6.404/76, com especial enfoque na configuração e dinâmica do conselho de administração. Busca-se, com isso, examinar as complexas relações e conformações de poder que permeiam esse órgão societário, considerando tanto suas atribuições legais previstas no art. 142 da Lei nº 6.404/76 quanto sua alocação estratégica na estrutura funcional das sociedades anônimas.

Tomadas essas considerações, se passa a examinar o interesse social, conceito-chave para a compreensão da questão a ser respondida neste estudo. Enquanto princípio norteador da atuação dos órgãos societários, o interesse social assume diferentes interpretações jurídicas e as divergências entre as teorias do contratualismo e do institucionalismo parecem interferir diretamente na análise dos limites da vinculação dos conselheiros ao acordo de acionistas.

Reunidas todas as informações, serão analisadas as vertentes doutrinárias que versam sobre o tema da vinculação dos administradores ao acordo de acionistas, oportunidade em que serão abordados os argumentos que dão sustento jurídico a cada uma das correntes de forma mais específica.

## 1. A teoria organicista e seus influxos na administração das sociedades anônimas.

Antes de ingressar nos aspectos específicos acerca dos limites da vinculação dos membros da administração ao acordo de acionistas do bloco de controle, é preponderante entender como a teoria organicista se relaciona com a estrutura administrativa-funcional das sociedades anônimas e esta última com o exercício do poder na realidade societária.

Para viabilizar o fenômeno associativo, o ponto central do direito societário, o sistema jurídico estrutura uma série de normas de organização com o objetivo de estabelecer as competências da sociedade nos seus diversos relacionamentos, sejam internos, sejam externos.<sup>2</sup> À vista disso, a alocação dessas competências, como forma de distribuição de poderes, é condição não menos do que essencial para o desempenho regular das atividades de uma organização, especialmente no que se refere à formação da vontade coletiva e a execução dos atos de fiscalização.<sup>3</sup>

Na disciplina do direito societário em particular, as unidades funcionais às quais são legalmente atribuídas competências decisórias e executivas recebem a designação de “órgãos sociais”<sup>4</sup> por força da teoria organicista adotada pelo nosso sistema desde a edição do Decreto-Lei nº 2.627/1940,<sup>5</sup> e ainda hoje presente na lei societária. Os

---

2 ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário: abuso das posições subjetivas minoritárias*. 2010. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. doi:10.11606/T.2.2010.tde-02082011-142051, p. 27.

3 GATTAZ, Luciana de Godoy Penteadó. *A vinculação de membros do conselho de administração ao acordo de acionistas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 17.

4 Marcelo Vieira Von Adamek caracteriza o órgão como “o centro de imputação de poderes funcionais exercidos, por um mais indivíduos que nele estejam investidos, para formar e manifestar a vontade juridicamente imputável à pessoa jurídica” (Cf. ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 11).

órgãos sociais são, assim, células internas de poder funcional por meio das quais a companhia, enquanto centro de imputação de direitos e deveres, manifesta suas vontades e exterioriza resultados de suas deliberações conforme as regras reservadas a cada um dos centros de poder.<sup>6</sup> Nessa ordem de ideias, os administradores constituem os presentantes orgânicos da companhia, pelo que devem sempre exercer seu ofício no interesse da companhia, sendo vedado, portanto, a prática de quaisquer atos que beneficiem a si próprio ou a terceiros.

Vale dizer que uma interpretação sistemática da lei que rege as sociedades por ações nos demonstra que o legislador procurou estabelecer, entre os órgãos sociais, uma relação de hierarquia funcional, sujeitando os órgãos da administração à assembleia geral.<sup>7</sup>

É consenso no direito societário pátrio a ideia segundo a qual a Lei nº 6.404/76 erigiu a assembleia geral ao mais alto patamar na estrutura hierárquica de uma sociedade anônima,<sup>8</sup> tendo a lei atribuído a tal órgão, para além de tantas outras competências, o poder-função de “*decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar resoluções que julgar conveniente à sua defesa e desenvolvimento*”, nos termos do art. 121 da Lei do Anonimato.

---

5 A respeito desse aspecto histórico da teoria organicista no direito societário pátrio, Flávia Parente anota que “[...] desde a edição do Decreto-lei nº 2.627/1940, adotou-se a teoria organicista da administração, prevalecendo o entendimento doutrinário de que o vínculo existente entre o administrador e a sociedade é baseado na representação orgânica” (Cf. PARENTE, Flávia. *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro. Renovar, 2005. p. 30-31).

6 A lei acionária reconhece a existência dos seguintes órgãos sociais: assembleia geral, conselho de administração, diretoria e o conselho fiscal. Para além desses, dos quais a lei societária exige o funcionamento do primeiro e do terceiro, o ato constitutivo poderá constituir outros órgãos sociais com funções técnicas ou de aconselhamento (v.g., os comitês de assessoramento), nos termos do art. 160 da LSA.

7 LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*. V. I., Rio de Janeiro, Forense, 2008. p. 779.

8 BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 18 ed. São Paulo: Atlas, 2021. p. 379.

Idealmente, é por meio desse órgão social que o conjunto de acionistas se reúnem, discutem, se valem do direito de voz, deliberam e aprovam, com base no princípio majoritário, as matérias de interesse geral da companhia na forma prescrita pela lei acionária, isto é, observando o método assemblear.<sup>9</sup> Portanto, é no seio da assembleia geral, o fórum de debates supremo da companhia,<sup>10</sup> que os acionistas formam a vontade coletiva.

No entanto, o que se tem verificado na prática é que a soberania da assembleia geral tem cada vez mais se apresentado com um atributo de natureza formal. Isso porque, no mais das vezes, os acionistas se reúnem previamente por força do acordo de voto para alinhar o sentido dos votos a serem proferidos no conclave<sup>11</sup>, transformando o momento da assembleia geral em uma cerimônia protocolar e puramente homologatória de uma vontade já pré-definida.<sup>12</sup> Não por outra razão, aliás, tem ganhado força na doutrina societária moderna o entendimento de que a assembleia geral, a despeito de sua soberania, se tornou “*um sofisticado exercício de ilusão popular do capitalismo*”, na medida em que poder no âmbito das sociedades anônimas “*concentrou-se ou nas mãos de um pequeno grupo de acionistas controladores, usualmente organizados através de acordos de acionistas*”.<sup>13</sup>

---

9 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 3ª ed. rev. e ampl. – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 345.

10 FILHO, Celso Barbi. Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina geral. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n. 121, 2001, p. 34.

11 GATTAZ, Luciana de Godoy Penteadó. *A vinculação de membros do conselho de administração ao acordo de acionistas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 22.

12 Registre-se que o absentéismo acionário, fenômeno cada vez mais corriqueiro nas deliberações sociais, também corrobora para o movimento de transmutação da natureza da soberania da assembleia geral.

13 EIZIRIK, Nelson. *Acordo de acionistas regulando o exercício do poder de controle. Interpretação dos §8º e 9º do art. 118 da Lei das S.A.* In: Estudos de Direito Empresarial. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 30-31. Em sentido similar, Laura Amaral Patella anota que “apesar de atribuir

Com efeito, o que se tem observado nas últimas décadas, e com maior intensidade após a alteração promovida pela Lei nº 10.303/2001 no *caput* do art. 118 da Lei do Anonimato, é o fortalecimento do conselho de administração como um dos principais órgãos para a definição de questões estratégicas da companhia, excetuadas aquelas privativamente reservadas à assembleia geral,<sup>14</sup> bem como a assunção desse órgão ao papel central na definição da política empresarial a ser seguida.<sup>15</sup> Nesse sentido, a doutrina elenca que a Lei nº 6.404/76 atribui três funções essenciais ao conselho de administração, quais sejam: a normativa, relacionada ao estabelecimento de diretrizes gerais para os negócios; a fiscalizatória, que envolve a supervisão dos atos de gestão praticados pelos diretores; e a administrativa, que inclui, dentre outras, a prerrogativa de eleger e de destituir os diretores.<sup>16</sup>

Ademais, de acordo com a exposição de motivos do anteprojeto que deu origem à Lei do Anonimato, a intenção do legislador em instituir a figura do conselho de administração na estrutura orgânica das companhias era de garantir a representatividade da minoria dos

---

à assembleia o papel central na hierarquia orgânica de tomada de decisões, o legislador reconheceu a tendência ao deslocamento do centro de tomada de decisões do órgão assemblear para os órgãos da administração [...]” (Cf. PATELLA, Laura Amaral; BORGES, Leandro Vilarinho; BERNADES; Lucas Petri; AZEVEDO, Luís André Negrelli de Moura. Deveres Fiduciários dos Administradores. Vinculação dos Administradores. In: *Mercado de Capitais Brasileiro*: Doutrina, Cases e Materials. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 227).

14 BULGARELLI, Waldírio. *Manual das Sociedades Anônimas*. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2001. p. 177.

15 Embora não se negue a importância do conselho de administração para a consecução das múltiplas atividades executivas inerentes ao cotidiano da companhia, o Professor Arnoldo Wald reforça que “não incumbe, portanto, aos membros do conselho de administração o exercício de atividades executivas, mas sim a participação na tomada de decisões, de natureza geral, sobre os negócios da companhia” (Cf. WILD, Arnoldo. A evolução do regime legal do conselho de administração, os acordos de acionistas, e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflitos de interesses. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 11, 2001. p. 13).

16 TOLEDO, Paulo Fernando C. Salles de. *O conselho de administração na sociedade anônima*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999. p. 37

acionistas na composição deste órgão social. Nesse sentido, o conselho de administração se revela um elemento-chave para a efetivação dos mecanismos de governança corporativa, uma vez que, na estrutura da sociedade anônima, esse órgão ocupa posição intermediária entre os acionistas e a diretoria,<sup>17</sup> atuando de forma qualificada e prioritariamente independente, de modo a mitigar os conflitos de interesses, que naturalmente podem ser constatados no âmbito das relações societárias.

Contudo, nos parece que a percepção concernente ao papel desempenhado pelo conselho de administração acima exposta mais se alinha às premissas teóricas do que à real dinâmica das companhias.

Há que se rememorar que o conselho de administração não deixa de ser (mais) um órgão social a serviço do controlador, como bem asseverou Calixto Salomão Filho.<sup>18</sup> Isso porque os membros deste órgão social são, por força do art. 140 da Lei nº 6.404/76, eleitos por deliberação levada a efeito pela assembleia geral de acionistas, na qual o controlador exerce seus direitos e poderes para indicar e fazer nomear aqueles candidatos que de alguma forma, ou em razão de algum atributo, lhe convém.

Muito do interesse do controlador na eleição dos membros do conselho, vale pontuar, reside no fato de que o art. 142 da Lei nº 6.404/76, como dito, outorga a esse órgão social importantes competências, quiçá as mais relevantes, em matéria administrativa.<sup>19</sup> Nesse

---

17 BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 18 ed. São Paulo: Atlas, 2021. p. 408.

18 SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade*. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 176.

19 Nessa linha de ideias, José Edwaldo Tavares Borba destaca que “o conselho assume atribuições que normalmente seriam da assembleia (orientação geral dos negócios, eleição de diretores, deliberação sobre a emissão de valores mobiliários), incumbindo-se, porém, por outro lado, de encargos típicos de diretoria (convocação de assembleia geral, escolha e destituição de auditores independentes e, se o estatuto o exigir, aprovação de atos ou contratos)” (Cf. BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 18 ed. São Paulo: Atlas, 2021. p. 409).

contexto, os conselheiros indicados pelo controlador tendem, quase que na totalidade das vezes, a aprovar as matérias mais alinhadas aos interesses dos seus eleitores, de modo que não parece equivocado dizer que a atuação desse órgão social vem para consolidar as posições de domínio preteritamente estabelecidas pelo controlador da companhia.<sup>20</sup>

Essa conjectura de domínio sobre o conselho de administração permite ao controlador translocar, dentro dos limites legais, determinadas matérias de interesse geral da companhia do crivo da assembleia geral, *v.g.* o estabelecimento das diretrizes gerais dos negócios da sociedade, na qual os minoritários poderiam ter maior participação, e submetê-las à deliberação no conselho de administração, com a certeza de que a sua vontade prevalecerá nesse órgão deliberativo<sup>21</sup>. Desse modo, ao pequeno investidor – à exceção dos institucionais, que podem fazer frente a esse movimento por meio do procedimento de voto múltiplo, daqueles acionistas que se enquadram nas hipóteses do art. 141, §4º, incisos I e II, da Lei nº 6.404/76 – resta aceitar, sem demais alternativas, a consolidação do poder do controlador de forma ainda mais efetiva.<sup>22</sup>

---

20 Paulo César Aragão compreende o conselheiro de administração como verdadeiro representante do acionista controlador, que, nesta condição, transmite e defende o interesse daquele o representa. (Cf. ARAGÃO, Paulo César. A disciplina do acordo de acionistas na reforma da Lei das Sociedades por Ações. *In*: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 376-378).

21 De forma direta ou indireta, os mandos e desmandos do controlador no âmbito do conselho de administração traz efeitos danosos aos demais órgãos sociais, na medida em que acaba por reduzir a diretoria às funções meramente operacionais. Essa ideia é compartilhada pelo Professor Arnoldo Wald para quem a diretoria, nessa situação, se transforma em “*longa manus* ou executor material das decisões específicas do colegiado” (Cf. WALD, Arnoldo. A evolução do regime legal do conselho de administração, os acordos de acionistas, e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflitos de interesses. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 11, 2001. p. 5).

22 SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade*. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 177.

Como se vê, a dinâmica de poder no âmbito das sociedades anônimas potencialmente interfere na autonomia dos administradores, sobretudo dos conselheiros de administração. Surge, então, um dilema: há como conciliar a vinculação dos conselheiros ao acordo de acionistas, que exprimem os interesses particulares do controlador, com o dever da administração em atuar exclusivamente em defesa do interesse social?

Torna-se imperioso, então, examinar a intrincada relação entre o interesse social e o cumprimento dos deveres fiduciários pelos administradores das sociedades anônimas.

## **2. De quem são os interesses a serem tutelados pelos membros do conselho de administração?**

Nas linhas antecedentes, se teve a oportunidade de reiterar uma das máximas do direito societário segundo a qual os membros da administração devem sempre desempenhar suas funções de maneira tal a atender o interesse da companhia em detrimento de quaisquer conveniências particulares ou de terceiros. Trata-se de entendimento positivado no art. 153 da Lei nº 6.404/76, que exige do administrador o idêntico dever de cuidado e de diligência que um homem probo dedicaria a seus próprios negócios, e reforçado pelo art. 154 do mesmo diploma, que vincula o exercício da administração ao melhor interesse da companhia.

Mas o que seria esse “interesse social” a ser atendido pelos membros da administração? É bem verdade que se trata de um conceito jurídico aberto, não possuindo uma definição unívoca e impassível de críticas. Mas, longe de ser uma discussão meramente teórica, o questionamento se faz pertinente, pois, conforme será demonstrado mais adiante, a definição sobre o que é interesse social irradia consequências diretamente na discussão acerca dos limites da vinculação dos conselheiros de administração ao acordo de acionistas que regula o poder de controle.

Com efeito, o direito societário tem se dividido, em essência, entre duas correntes teóricas: o contratualismo e o institucionalismo, cujas ideias centrais serão objeto de nossa análise.

## 2.1. A teoria contratualista.

A concepção clássica da teoria contratualista, cujas raízes remontam ao direito italiano, preconiza que o interesse social corresponderia aos interesses dos próprios sócios, atuais e aqueles que posteriormente vierem a participar da sociedade, sem, contudo, considerar os fatores externos que circundam a companhia.<sup>23</sup> Nessa perspectiva, a sociedade é entendida como o resultado de uma relação meramente contratual estabelecida entre os acionistas.

Mas isso não significa dizer que, para a teoria contratualista, o interesse social se consubstancia no somatório dos interesses individuais de cada um dos acionistas, muito menos que este valor possa ser reduzido ao interesse de um único acionista, o controlador. Ao contrário disso, o interesse social se constitui na realização de um objetivo social, congregado pelo objeto social (atividade-meio) e pela finalidade lucrativa (atividade-fim).<sup>24</sup>

Essa tradicional concepção, entretanto, não resistiu ao crescente entrelaçamento entre o direito societário e o mercado de capi-

---

23 Acerca do debate entre a teoria contratualista e a teoria institucionalista do interesse social, vale trazer ao conhecimento o raciocínio de Luiz Gastão Paes de Barros Leães, que diferencia o interesse social *stricto sensu* do interesse social *lato sensu*. Para o Professor, o primeiro consiste no interesse comum dos acionistas, enquanto sócios; já o segundo equivale ao interesse do bem público, isto é, do interesse da empresa, sendo esse cuja proteção e observância a lei procurou atribuir ao acionista controlador. Nesse sentido, (Cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de Interesses. In: *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1989, p. 9-27).

24 SILVA, Thiago José da. *Limites à vinculação de administradores a acordo de acionistas*. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 36.

tais<sup>25</sup> que se assistiu nos últimos anos, sendo reinterpretada sob a influência do direito norte-americano. A teoria contratualista do interesse social tem adquirido, assim, novos contornos com a ascensão da doutrina do *shareholder primacy*, que defende que a forma mais eficiente de atender ao interesse social – isto é, ao interesse dos acionistas – reside na maximização dos lucros da companhia.<sup>26</sup> É que uma companhia lucrativa estaria em melhores condições de contratar trabalhadores, negociar com credores e estabelecer relações com instituições financeiras, contribuindo, assim, para o desenvolvimento da comunidade em que atua.<sup>27</sup>

Mas, seja na sua formulação originária, seja nas releituras contemporâneas, fato é que o contratualismo opera sob uma lógica endógena. Melhor explicando, a teoria contratualista reduz o interesse social à esfera de proteção exclusiva dos interesses patrimoniais de seus acionistas, com especial destaque à figura daqueles que exercem o poder de controle, considerando que foram os que mais contribuíram para a formação do capital social. Essa ideia, claro, projeta consequências para o campo do exercício da administração da sociedade, já que, como visto, são os administradores, enquanto representantes orgânicos da companhia, que executam a vontade social.

Então, sob o ângulo da teoria contratualista do interesse social, incumbiria àqueles que controlam a companhia a orientação dos membros da administração, especialmente os conselheiros, de tal maneira que estes realizem suas atribuições com o escopo de unicamente atender aos interesses daqueles que participam do capital social.

---

25 SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade*. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 46.

26 Cf. HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The End of History for Corporate Law. *Georgetown Law Journal*, n. 89, 2001.

27 Ressalte-se que a doutrina da supremacia dos interesses dos acionistas não é indene de críticas. É que a busca desmedida pela valorização das ações não raro resulta na prática de fraudes societárias, contábeis e de tantos outros atos ilícitos que acabam trazendo graves consequências econômicas à companhia.

## 2.2. A teoria institucionalista.

Por um outro lado, a teoria clássica do institucionalismo,<sup>28</sup> que emergiu no contexto da crise econômica vivenciada pela Alemanha no pós Primeira Guerra<sup>29</sup> e irradiou seus efeitos para além dos limites da Europa continental, se fundamenta na ideia de que as companhias se desenvolvem não somente para atender aos interesses daqueles que contribuem para o capital social, os acionistas, mas também para servir aos interesses *extramuros* da companhia.

O interesse da companhia é alcançado, então, não apenas quando a apuração de resultados financeiros (lucros), mas também quando se considera sua capacidade de fomentar empregos, de estimular cadeias produtivas e de contribuir para o desenvolvimento econômico da comunidade na qual está inserida.

Nessa ordem de ideias, a empresa seria uma organização que transcende a sociedade comercial<sup>30</sup> e a figura de seus acionistas, congregando uma multiplicidade de interesses daqueles agentes que contribuem para o seu funcionamento, sem desconsiderar que ela, de forma individual, seria titular de um interesse próprio, que é apartado

---

28 A teoria clássica do institucionalismo do interesse social se desdobra em quatro vertentes, a saber: (i) a “teoria da empresa em si” (*Unternehmen an sich*), gravada por uma forte influência publicista da sociedade; (ii) a “teoria da pessoa em si” (*Person an sich*), segundo a qual o interesse da companhia seria o da pessoa jurídica em si e não da empresa como um ente maior; (iii) a “teoria da empresa acionária” (*Recht der Aktienunternehmung*) para a qual a companhia não seria titular de interesses próprios, mas congregaria interesses dos seus acionistas, dos membros da administração, dos empregados e dos demais sujeitos que se relacionam com a companhia; e, por fim, (iv) a “teoria da instituição”, desenvolvida na Itália, que preconiza que o interesse social consiste em um interesse superior da companhia. (Cf. GATTAZ, Luciana de Godoy Penteadó. *A vinculação de membros do conselho de administração ao acordo de acionistas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 67-70).

29 Cf. RATHEUNAU, Walther. *Vom Aktienwesen: eine geschäftliche Betrachtung*. Berlim: S. Fischer Verlag, 1917.

30 MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa Contemporânea e Direito Societário – Poder de Controle e Grupos de Sociedades. Empresa contemporânea e direito societário – poder de controle e grupos de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002. p. 38.

dos acionistas. O institucionalismo se consolida, assim, como um paradigma que supera a lógica individualista e endógena do interesse social, alçando a companhia a uma posição de relevância no contexto macroeconômico e até mesmo social.<sup>31</sup>

Esse giro conceitual, como não poderia deixar de ser, também modifica a relação estabelecida entre a companhia e seu corpo de administração, de maneira tal que os administradores assumem um papel fundamental como agentes fiduciários da própria sociedade, e não de meros mandatários dos acionistas que os elegeram. Com efeito, diferentemente da corrente contratualista do interesse social – que reduz a função dos administradores à defesa estrita dos interesses dos controladores – o institucionalismo impõe-lhes o dever de zelar pelo interesse maior da companhia, considerando não apenas a geração de lucros, mas também seu papel no fomento ao emprego, no estímulo às cadeias produtivas e no desenvolvimento da comunidade.

### **2.3. O interesse social na Lei das Sociedades por Ações.**

Embora vozes expoentes defendam que a Lei das S.A incorporou a teoria contratualista<sup>32</sup>, bem nos parece que uma análise sistemática das normas societárias brasileiras revela maior aderência ao modelo institucionalista do interesse social.

A adoção do institucionalismo na Lei das S.A decorre, no primeiro plano, de uma interpretação sistemática dos princípios norteadores da atividade econômica previstos no artigo 170 da Constituição

---

31 Erasmo Valladão Azevedo Novaes e França destaca que esse é o entendimento preconizado por E. Merrick Doss, professor da Harvard Law School, para o qual as grandes corporações se consubstanciam em instituições econômicas responsáveis por exercer um serviço social. (Cf. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses nas assembleias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993. p. 34).

32 Cf. LAMY REGO, Marcelo. *Direito das Companhias*, v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 403.

Federal. Nesse sentido, sendo a função social o valor, dentre outros, a ser observado pelos agentes econômicos, as companhias se qualificam como instituições dotadas de atribuições e responsabilidades internas e externas, que devem conciliar o interesse privado da atividade lucrativa com o interesse maior da coletividade.

A teoria institucionalista do interesse social encontra amparo na interpretação conjunta e sistemática dos artigos 115, 116, parágrafo único, e 154 da Lei nº 6.404/76. Nesses dispositivos, é notável que o legislador conferiu àqueles que integram os centros de poder da companhia, notadamente o controlador e os integrantes da administração, o dever de exercer suas funções de modo a alcançar, para além dos resultados financeiros positivos, os interesses daqueles que laboram na companhia e da comunidade em que atua, de modo a satisfazer as exigências do bem público e da função social da empresa, ideias estas que, vale dizer, muito se alinham às ideias preconizadas pelo institucionalismo.

Daí porque o interesse social não pode ser reduzido ao mero interesse comum dos sócios. A companhia implica, sim, em atender também ao interesse de uma coletividade, projetando sua atuação sobre os empregados, fornecedores, prestadores de serviços, enfim, a economia de uma forma geral.<sup>33</sup>

Nesse contexto, mais do que somente atender aos interesses dos acionistas, e aqui com mais ênfase nos controladores, os órgãos da administração da companhia devem orientar-se por três eixos fundamentais: (i) a primazia do interesse social, ainda que naquelas situações colidentes com expectativas de controladores, conforme exige o art. 154 da LSA; (ii) a ponderação mais equilibrada possível entre *shareholders* e *stakeholders*; e (iii) a garantia de uma relativa autonomia no exercício de suas funções.

---

33 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 45.

### 3. Acordo de acionistas para o exercício do poder de controle.

Pelo que se procurou demonstrar até aqui, o exercício do poder de controle tensiona a estrutura orgânica das sociedades anônimas e, conseqüentemente, repercute diretamente na definição e aplicação prática do conceito de interesse social. Sendo o poder de controle um dos principais núcleos de tensão no âmbito do direito societário, se faz relevante analisar um dos principais instrumentos pelos quais o poder de controle se conforma e organiza: o acordo de acionistas.

É clássica a lição segundo a qual a sociedade anônima constitui o modelo jurídico voltado à grande empresa privada, que economicamente se viabiliza a partir da conciliação de interesses convergentes, porém distintos, daqueles agentes que pretendem realizar o empreendimento, participando ativamente da gestão, e daqueles que tão apenas desejam investir no negócio, para dele auferir os proventos, sem que isso importe se envolver na administração.<sup>34</sup>

Naturalmente, verifica-se nas sociedades anônimas a congregação de uma série de pretensões e de interesses, que, não raro, são comuns a um determinado grupo de acionistas. E para regulamentar esses interesses – e especialmente para firmar e gerenciar as relações de poder na companhia – se tornou prática comum no âmbito das companhias,<sup>35</sup> embora alguns ordenamentos jurídicos à época os considerassem ilegais,<sup>36</sup> que grupos de acionistas ajustassem entre si

---

34 FILHO, Celso Barbi. Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina geral. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n. 121, 2001. p. 32.

35 Celso Barbi Filho, em trabalho seminal acerca do acordo de acionistas, anota que a história desse instituto de natureza parassocial é, em certa medida, recente, tendo a doutrina italiana registrado menções à existência dessa figura no final do século passado (Cf. *Ibidem*, p. 32).

36 Foi o que ocorreu, inicialmente, no direito italiano e no direito francês. No primeiro, o Código de Comércio italiano de 1882 entendia pela ilegalidade do acordo de voto entre acionistas e, no segundo, a um Decreto-lei de 1937 repudiava esse tipo de ajuste entre acionistas.

as formas pelas quais poderiam exercer os direitos políticos (acordo de voto) e patrimoniais (acordo de bloqueio) decorrentes de seu *status socii*.<sup>37</sup>

Por meio desses ajustes, que, vale dizer, não se confundem com as regras do estatuto social,<sup>38</sup> os acionistas podem, então, se comprometer a votar de uma forma ou de outra em determinada matéria, bem como estabelecer entre si que não poderão alienar suas ações por um tempo definido ou a algum terceiro específico. Trata-se, portanto, o acordo de acionistas, de um instrumento jurídico revestido de natureza jurídica de contrato parassocial,<sup>39</sup> composto por declarações de vontade dos acionistas, que incidirão sobre seus direitos e deveres na forma preestabelecida.

Especificamente no contexto societário brasileiro, a Lei nº 6.404/76 cuidou de positivizar, de modo inaugural, essa figura em seu art. 118 com o propósito de aproximar a necessária regulação societária à realidade econômica brasileira,<sup>40</sup> da qual o acordo de acionistas era parte inegavelmente integrante.<sup>41</sup> Décadas depois, a Lei nº

---

37 A esse respeito, Mariana Conti Craveiro desta que “diversamente dos estatutos, cuja função primordial é determinar a estrutura da companhia e as regras de sua vinculação perante terceiros (função organizativa, portanto), os contratos a que nos referimos [acordo de acionistas] têm por objetivo regular o exercício de direitos dos sócios, fundados em sua participação na sociedade” (Cf. CRAVEIRO, Mariana Conti. *Pactos parassociais patrimoniais: elementos para sua interpretação no direito societário brasileiro*. 2012. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012, p. 27).

38 É de Giorgio Oppo, notável jurista italiano, a ideia até hoje replicada em nosso sistema jurídico de que os acordos de acionistas seriam aqueles contratos distintos do ato constitutivo das sociedades anônimas, mas a ele estariam coligados (Cf. OPPO, Giorgio, *Contratti parassociali*. Milano: Vallardi, 1942).

39 FILHO, Celso Barbi. Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina geral. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n. 121, 2001. p. 35.

40 LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 126.

41 Ao tratar sobre a evolução da disciplina do acordo de acionistas no direito brasileiro, Celso Barbi Filho anota que a despeito de o direito brasileiro não prever tal instrumento antes da Lei

10.303/2001 alterou significativamente o art. 118 da Lei das S.A., ampliando o escopo dos acordos de acionistas ao incluir expressamente a regulação do exercício do poder de controle no *caput* do dispositivo e, ainda, introduziu os §§ 8º e 9º, que conferiram maior coercibilidade aos pactos societários por meio da autotutela e estabeleceram de forma explícita a vinculação dos membros do conselho de administração às cláusulas acordadas entre os acionistas.<sup>42</sup>

A lei acionária brasileira, como é perceptível, não deixa dúvidas quanto ao reconhecimento do sobrelevado nível de concentração de capital nas sociedades anônimas, de tal sorte que não parece demais dizer, sobretudo após a reforma introduzida pela Lei nº 10.303/2001, que o acionista controlador se qualifica como verdadeiro órgão inserto na estrutura organizativa da companhia.<sup>43</sup>

Seguindo essa linha de raciocínio, o direito brasileiro positivou a premissa segundo a qual o acionista, ou o grupo deles, que detém o controle da companhia deve utilizar de seu poder-dever para orientar a atuação da administração, bem como o funcionamento dos órgãos da companhia. Esse poder-dever se viabiliza, no mais das vezes, pela celebração de acordo de acionistas, a cujos efeitos a lei societária vincula os membros do conselho de administração.

Vale destacar que, em ordenamentos jurídicos estrangeiros, o tema da vinculação da administração ao acordo de acionistas tem recebido entendimentos diversos. Em Portugal, por exemplo, o alcance

---

das S/A, “os empresários utilizavam-se intensamente dos acordos de acionistas na prática societária, inclusive no setor público, notadamente com as participações do então BNDE em companhias provadas na década de 60, além da formação das *joint ventures* com empresas estrangeiras.” (Cf. FILHO, Celso Barbi. Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina geral. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n. 121, 2001. p. 34).

42 GATTAZ, Luciana de Godoy Penteadó. *A vinculação de membros do conselho de administração ao acordo de acionistas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 41.

43 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

da eficácia do acordo de acionistas é bem mais restrito do que o modelo instituído no direito societário brasileiro, de modo que a legislação lusitana desautoriza que os pactos parassociais disponham sobre a conduta de terceiros, de modo que os membros da administração, se não portadores de ações da companhia, não se vinculam ao contrato entre sócios.<sup>44</sup> Situação similar ocorre na Itália em que não se verifica no corpo da lei disposição que autorize a sobreposição do acordo de acionistas do conselho de administração das sociedades.<sup>45</sup>

É justamente dessa situação que aponta uma delicada controvérsia jurídica. Como visto nas linhas anteriores, o direito societário brasileiro não nega que os acordos de voto, especialmente àqueles que tem como objeto o controle da companhia, possam alterar a dinâmica de funcionamento dos órgãos sociais. No entanto, o delineamento acerca dos limites da extensão dos efeitos do acordo de controle, notadamente sobre o conselho de administração, ainda parece estar longe de ser um entendimento uníssono.

É dizer, poderia haver compatibilidade entre a vinculação dos membros da administração das sociedades anônimas, da forma prevista nos §§ 8º e 9º no art. 118 da Lei nº 6.404/76, e o cumprimento dos deveres fiduciários e das normas de governança corporativa prescritas nos arts. 139, 142 e 154 da Lei nº 6.404/76? E mais do que isso, até que ponto o acordo de voto e de controle poderia vincular a atuação dos membros da administração das sociedades anônimas?

---

44 Antonio Menezes Cordeiro explica, a propósito, que “a administração e a fiscalização ficam fora do universo aberto aos acordos parassociais. Quando muito, poderíamos admitir que o acordo visasse aspectos que, sendo da competência da assembleia geral, pudessem refletir-se na administração e fiscalização [...]. A razão dogmática do art. 17ª/2 parece clara [...] admitir-se acordos parassociais com incidências na administração e na fiscalização equivaleria a permitir, a altere, uma organização diferente da do pacto social. A tipicidade societária perderia sentido, uma vez que a verdadeira orgânica seria parassocial. (CORDEIRO, Antonio Menezes. *Manual de direito das sociedades*, v.1, n. 228, p. 655-656).

45 VERGUEIRO, Carlos Eduardo. *Acordo de Acionistas e a Governança das Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 168).

#### **4. Os limites do efeitos do acordo de controle perante os membros da administração das sociedades anônimas.**

Relativamente às questões acima suscitadas, uma revisão da doutrina societária demonstra que o direito societário brasileiro tem se dividido em três posições: a vinculação plena, a desvinculação e a vinculação limitada, cujas ideias centrais serão expostas nos tópicos a seguir.

##### **4.1. A vinculação plena.**

Os partidários da corrente da vinculação plena, que prestigia a posição do acionista controlador, sustentam inexistir qualquer incompatibilidade, tampouco limites, entre a subordinação dos conselheiros de administração aos termos estipulados no pacto parassocial celebrado pelos acionistas do bloco de controle e o dever legal dos administradores de exercer seu ofício de modo a atender o interesse da companhia.

A ideia que orienta essa corrente doutrinária parte, fundamentalmente, da premissa de que o grupo controlador tem a prerrogativa legal de indicar os membros do conselho de administração, na medida em que o poder de controle se faz presente enquanto os conselheiros votarem de maneira uniforme nas deliberações das matérias constantes na ordem do dia. Nesse sentido, não raro se vê acordos de voto que instituem a obrigação de substituir os membros do conselho que não seguem a orientação de voto emanada pelo grupo de controle.

Além disso, tem-se que os acionistas que contratualmente se articulam para exercer o poder de controle são legitimados para estabelecer as diretrizes a serem observadas pelos conselheiros de administração da companhia, considerando que foram eles quem, no mais das vezes, mais contribuíram para o capital social. Por via da consequência, seria o controlador quem assume o maior risco de perda do

investimento então realizado, de modo que a subordinação do corpo administrativo da companhia aos termos do acordo de controle traria mais segurança jurídica às transações.<sup>46</sup> Daí o porquê de José Luiz Bulhões Pedreira assinalar que a posição de que os conselheiros de administração são completamente autônomos no exercício de suas atribuições legais decorre de uma leitura isolada de dispositivo da lei e da desconsideração da estrutura hierárquica dos órgãos sociais.<sup>47</sup>

Nessa lógica, os conselheiros de administração seriam verdadeiros delegatários dos acionistas signatários do acordo de controle, que, ao serem eleitos para ocupar tal cargo, deveriam estar cientes acerca do comportamento que devem adotar, assim como das restrições a que estão sujeitos.

É de se presumir, então, que o poder de controle sobre o conselho de administração será exercido de modo a atender o interesse da companhia,<sup>48</sup> pois seria contrassenso se a atuação do administrador, que, via de regra, não responde pelas obrigações sociais e pelos prejuízos eventualmente decorrentes de seus atos regulares, pudesse ocorrer de forma apartada dos interesses dos proprietários do capital social.<sup>49</sup>

---

46 SADDI, Jairo. Vinculação do Voto dos Administradores Indicados pelo Acordo de Voto. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). *Temas Essenciais de Direito Empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 658.

47 BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Acordo de acionistas sobre controle de grupo de sociedades: validade da estipulação de que os membros do conselho de administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 15, ano 5, p. 226-248, 2002.

48 MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Estrutura de Governo dos Grupos Societários de Fato na Lei Brasileira: acionista controlador, administradores e interesse de grupo*. In: CASTRO, Rodrigo R Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coord.). *Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 284.

49 SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. Conselho de Administração e Diretoria. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 1992. p. 1.118-1.121.

Nota-se, assim, que a corrente da vinculação absoluta estabelece uma forte relação de proximidade com a teoria contratualista do interesse social. Ambas compartilham a premissa de que a companhia se desenvolve, prioritariamente, para atender aos interesses patrimoniais dos acionistas, orientação esta que deve prevalecer nas deliberações sociais.

Nessa ordem de ideias, os administradores eleitos pelo controlador teriam a obrigação de votar em bloco conforme a orientação destes quando das deliberações perante o conselho de administração. Isso porque não haveria qualquer incoerência interna na Lei nº 6.404/76 ao prever a independência dos órgãos administrativos no art. 139 e, ao mesmo tempo, consentir, no art. 116, que o acionista controlador oriente a atuação dos membros da administração, tendo em vista que estes teriam o dever de seguir a diretrizes estipuladas pelo grupo de controle.

#### **4.2. A não vinculação.**

Em outro giro, há vozes na doutrina que entendem que os pactos parassociais de controle não podem, de forma alguma, vincular a atuação dos administradores. Essa linha teórica, embora constitua parte minoritária na doutrina, é orientada pelas normas de governança corporativa, bem como encontra parte de uma interpretação sistemática da Lei nº 6.404/76.

O ponto focal dessa corrente reside na defesa da independência dos administradores quando do exercício de suas funções, considerada elemento fundamental para efetivação das políticas de governança corporativa. Sob essa ótica, a vinculação dos conselheiros de administração às diretrizes preestabelecidas pelos controlares em seus acordos parassociais parece ser incompatível com a natureza institucional da sociedade anônima, pois, se assim fosse, transformar-se-iam os órgãos de administração em meros instrumentos de execução das vontades acionárias particulares, em detrimento do interesse social objetivamente considerado.

Rodrigo Ferraz Pimenta da Cunha, nesse sentido, defende que a introdução dos parágrafos 8º e 9º do artigo 118 da Lei das Sociedades por Ações, na medida em que estabeleceu a possibilidade de vinculação dos conselheiros de administração a acordos de acionistas, instituiu um verdadeiro conflito direto com o regra da independência dos administradores.<sup>50</sup> Assim, quando o acordo de controle busca substituir a independência outorgada por lei aos conselheiros de administração, configura-se potencial objeto ilícito, pois descumpra as normas principiológicas que disciplinam a atuação dos administradores. É dizer, a autonomia que se espera dos membros do conselho não pode ser reduzida à mera formalidade, mas representar uma garantia institucional que assegura a avaliação imparcial dos interesses da companhia, de modo a se distanciar de influências particulares de grupos controladores.<sup>51</sup>

Também adepto a esse vertente doutrinária, Paulo Fernando Campos Salles de Toledo destaca que os conselheiros não mantêm relação de subordinação jurídica com outros órgãos sociais, posição que reflete o disposto no artigo 154, §1º da Lei nº 6.404/76, que estabelece a independência funcional dos membros da administração<sup>52</sup>. Com efeito, qualquer tentativa de vincular os conselheiros de administração às diretrizes estipuladas pelo acordo de acionistas representaria uma afronta à estrutura orgânica da sociedade anônima, que prevê competências específicas e autônomas para cada órgão social.

---

50 CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. *Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas*: Hierarquia e Conflitos. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 318-319.

51 Nessa mesma linha de raciocínio, Eduardo Secchi Munhoz destaca que o conselho de administração passa a ser uma *longa manus* dos acionistas, com uma função quase formalística dentro da companhia. (Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: ARAGÃO, L. S. de, e CASTRO, R. R. M. de (coords.). *Direito Societário – Desafios Atuais*. São Paulo, Quartier Latin, 2009, p. 126

52 TOLEDO, Paulo Fernando C. Salles de. *O conselho de administração na sociedade anônima*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999. p. 45.

Ademais, a subordinação pretendida pela corrente da “vinculação absoluta” conflitaria com a vedação à delegabilidade das atribuições, prevista no art. 139 das Lei das S/A, pois permitiria que acionistas controladores assumissem decisões de competência exclusiva do conselho de administração.

Seguindo essa linha de ideias, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) divulgou ao mercado a “Carta Diretriz 1 - Independência dos Conselheiros de Administração: Melhores Práticas e o Artigo 118 da Lei das Sociedades Anônimas”<sup>53</sup> em que discute os efeitos dos §§8º e 9º do art. 118 da Lei das Sociedades por Ações no âmbito da governança corporativa. Para o IBGC, os referidos dispositivos enfraquecem, na prática, as noções de autonomia entre os órgãos sociais da companhia e de independência que se espera dos membros da administração.

Desse modo, a compreensão do instituto é de que o conselheiro deve interpretar a orientação de voto recebida pelo acionista controlador como se uma recomendação de conduta fosse – e não uma imposição – que poderá ser acolhida caso o administrador com ela consinta.

#### **4.3. A vinculação mitigada.**

Da intrincada oposição entre teses antagônicas, emergiu uma terceira via na doutrina, hoje majoritária no direito societário brasileiro, que, a despeito de reconhecer a validade da vinculação dos conselheiros às deliberações prévias do grupo de controle, impõe certos limites à subordinação, excetuando hipóteses em que a orientação dos controladores conflita com os deveres fiduciários legalmente atribuídos à administração ou com os interesses da companhia.

---

53 Cf. IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Carta Diretriz nº 1. Independência dos Conselheiros de Administração – Melhores Práticas e o Artigo 118 da Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: IBGC, 2008.

Essa corrente parte da premissa de que a legitimidade do acionista controlador na arquitetura societária é indubitosa, mas, como quem dispõe do poder tende a dele abusar,<sup>54</sup> os conselheiros de administração não podem se vincular absoluta e automaticamente às determinações do bloco de controle. O núcleo argumentativo dessa corrente reside também na crítica às cláusulas genéricas e indeterminadas comumente previstas nos acordos de acionistas que, ao estabelecerem obrigações demasiadamente amplas, tendem a transformar o conselho de administração em instrumento passivo dos interesses do controlador. Qualquer submissão irrestrita, para além de violar a autonomia funcional legalmente prevista para o órgão, tende a deturpar a natureza deliberativa do conselho de administração, reduzindo-o a mero executor dos interesses particulares.

Daí o porquê de se excetuar determinadas hipóteses da vinculação prevista pelos §§ 8º e 9º do artigo 118 da Lei das SA. Mas quais seriam essas hipóteses?

Uma revisão bibliográfica acerca do tema demonstra que os partidários da corrente da vinculação limitada elencam quatro hipóteses em que os conselheiros de administração estão dispensados de seguir a orientação de voto previamente estabelecida pelos controladores.

A primeira diz respeito àquelas situações em que o conselheiro identifica que a orientação de voto recebida do controlador resultará em infração à lei ou ao estatuto social. Nesse casos, nos parece que a administração tem o dever, e não apenas mera faculdade, de fazer não cumprir a diretriz do acionista que o elegeu, pois, ainda que se reconheça a possibilidade de vinculação, o conselheiro não deixa de dispor de sua prerrogativa de agir conforme suas convicções, ainda que em prejuízo dos interesses dos acionistas que o elegeram, nos termos do artigo 154, § 1º, da Lei do Anonimato, o que se faz com

---

54 SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade*. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 79.

amparo no seu dever de independência.<sup>55</sup> Deve, então, o conselheiro registrar em ata sua divergência para com a orientação recebida com o intuito de afastar a possibilidade de que seja pessoalmente responsabilizado pelos atos que vierem ser perpetrados.

Dessa hipótese, deriva uma outra circunstância analisada pela doutrina que autoriza o conselheiro a não se vincular à orientação de voto do controlador, qual seja: nos casos em que o acordo de acionistas trate de matéria de competência privativa do conselho de administração.

Essa situação, importa dizer, decorre de uma interpretação conjugada dos deveres de dependência e da observância do interesse social, de modo que o conselheiro tomar o quanto disposto no acordo de acionistas como uma recomendação, sem se vincular automaticamente, de tal modo que os acordos de controle devem sempre observar o sistema de competências estipulado pela Lei nº 6.404/76, sob pena de se infringir o princípio da indelegabilidade das atribuições, previsto no artigo 139 da mesma lei.<sup>56</sup>

Uma outra hipótese trazida pela doutrina alude à situação em que a orientação do controlador não é conciliável com o interesse da companhia. Como visto anteriormente, o interesse social deve ser o princípio norteador da atuação dos órgãos sociais, especialmente da administração. Assim, quando o conselheiro verificar que a orienta-

---

55 LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 586.

56 Nesse sentido, (i) Celso Barbi Filho destaca que “são ilícitos os ajustes entre acionistas e administradores que não sejam acionistas nos quais se pactuem regras sobre questões de interesse da administração” (Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade*. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 39); (ii) Sheila Christina Neder Cerezetti anota que “os acordos de acionistas não devem versar sobre assuntos que escapam à esfera das competências dos próprios participantes do capital e abrangem as funções dos administrações” (Cf. CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *Administradores independentes e independência dos administradores: regras societárias fundamentais ao estímulo do mercado de capitais brasileiro*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.) *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneo*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 591).

ção de voto emanada pelo controlador contrasta com o interesse da companhia — aqui entendido como um conceito amplo que transcende os interesses individuais patrimonialistas dos acionistas, incluindo os do grupo de controle — há que se prevalecer o dever legal de priorizar o interesse social, conforme previsto no art. 154 da Lei nº 6.404/76.

Por fim, a quarta hipótese de reserva à vinculação refere àque- las situações em que os conselheiros de administração não figuram como agentes pactuantes do acordo celebrado entre os acionistas controladores.

Do ponto de vista dogmático, os acordos de acionistas, muito embora positivados na lei societária, são essencialmente instrumen- tos revestidos de natureza contratual, não escapando, portanto, da disciplina do direito civil.<sup>57</sup> Seguindo essa lógica, o princípio da rela- tividade dos contratos, segundo o qual considera *res inter alios* o ne- gócio jurídico contratual,<sup>58</sup> opera um óbice à pretensão de estender aos conselheiros não signatários os efeitos dos acordos de acionistas da forma previstas nos §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei nº 6.404/76.<sup>59</sup>

Nessa linha de ideias, nos parece que a vinculação relativa é a linha de pensamento que melhor se adequa ao direito societário bra- sileiro, na medida em que se propõe a assegurar que os conselheiros mantenham seu dever de independência para avaliar as diretrizes emanadas do controlador, ponderando-as com os diversos interesses em jogo, permitindo que estes rejeitem as ordens que entendem ser conflitantes com a lei, o estatuto social ou com o interesse da compa-

---

57 FILHO, Celso Barbi. Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina geral. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n. 121, 2001. p. 35.

58 NEVES, José Roberto de Castro. *Teoria geral dos contratos*. 1 ed. Rio de Janeiro: GZ, 2021, p. 49.

59 Cf. SACRAMONE, Marcelo Barbosa. Exercício do Poder de Administração na Sociedade Anô- nima. 2007. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007. p. 151.

nhia, de modo a evitar que as manifestações de vontade da companhia sejam tomadas com base em critérios exclusivamente patrimonialistas.

Por fim, a vinculação relativa representa um avanço na evolução do direito societário brasileiro, se apresentando como um ponto de equilíbrio entre os poderes do controlador com os deveres fiduciários dos administradores. Ao rejeitar os extremos da vinculação plena e da desvinculação total, essa corrente oferece uma solução pragmática, viável e capaz de se adaptar às complexidades constantemente vivenciadas pelas companhias.

## **Conclusão.**

A controvérsia acerca dos limites da vinculação dos membros do conselho de administração aos acordos de acionistas revela uma complexa tensão entre a autonomia funcional dos administradores e os interesses dos controladores, exprimindo um dos dilemas do direito societário contemporâneo. Essa discussão ganhou contornos mais nítidos no ano de 2001, após a introdução dos §§ 8º e 9º no art. 118 da Lei nº 6.404/76, que possibilitaram a vinculação dos conselheiros de administração aos acordos de acionistas do grupo de controle. Porém a nova regulamentação deixou uma relevante questão em aberto ao qual o presente trabalho se destinou a responder: quais seriam os limites dessa subordinação?

Para melhor compreender essa problemática, este trabalho se propôs a voltar às bases do direito societário, analisando a estrutura de poder nas sociedades anônimas à luz da teoria organicista. Esta teoria, concebe os órgãos sociais como centros de poder funcional por meio dos quais a companhia manifesta sua vontade. Nessa arquitetura institucional, o conselho de administração ocupa uma posição estratégica, sobretudo para execução das políticas de governança corporativa, posicionando-se como um intermediário entre acionistas e diretoria. Contudo, na prática, essa estrutura frequentemente se vê

distorcida pelo poder dos controladores, que utilizam sua influência para indicar conselheiros alinhados com seus interesses, criando assim uma tensão entre os deveres fiduciários dos administradores e as expectativas dos controladores.

O cerne dessa tensão reside justamente na definição do interesse social que deve nortear a atuação dos órgãos sociais, inclusive dos conselheiros de administração. Nesse sentido, enquanto a perspectiva contratualista, mais restrita, identifica o interesse social com o interesse comum dos acionistas, particularmente dos controladores, a visão institucionalista amplia esse conceito para incluir outros *stakeholders*. No contexto brasileiro, se mostrou que a teoria do institucionalismo mostra-se mais adequada por se alinhar não apenas os princípios constitucionais que necessariamente orientam a atividade econômica, como também melhor se alinha aos deveres fiduciários estabelecidos na Lei das S.A., que exigem dos administradores uma atuação voltada para o interesse amplo da companhia.

Nesse cenário, os acordos de acionistas — especialmente aqueles cuja finalidade é regular o exercício do poder de controle — assumem papel central. A reforma de 2001, ao ampliar o escopo desses acordos e permitir expressamente a vinculação dos conselheiros, trouxe maior segurança jurídica, mas simultaneamente acirrou o debate sobre os limites dessa vinculação. A questão fundamental que se coloca, então, é como conciliar esses pactos parassociais, que refletem interesses particulares dos controladores, com os princípios de governança corporativa e com a independência funcional que deve caracterizar a atuação dos administradores.

Uma revisão bibliográfica demonstra que os societaristas têm buscado responder a esse conflito por meio de três correntes principais. A primeira, da vinculação total, defende uma subordinação plena dos conselheiros aos acordos, sob o fundamento de que os controladores, como principais participantes do capital social, teriam legitimidade para direcionar a administração. Em posição diametralmente oposta, a corrente da não vinculação sustenta que qualquer

subordinação do conselho comprometeria a autonomia dos administradores e, com efeito, violaria seus deveres fiduciários.

Mas à medida que o mercado de capitais se desenvolve e as estruturas societárias se tornam mais complexas, a busca por um equilíbrio entre os legítimos interesses dos controladores, a proteção dos minoritários e a função social da empresa permanece como um dos grandes desafios do direito societário contemporâneo. Surgiu daí uma posição intermediária: a corrente da vinculação limitada.

Essa corrente, pelo que este trabalho procurou demonstrar, se revela particularmente adequada ao direito societário, na medida em que, por meio dela, se faz possível harmonizar a necessária estabilidade nas relações de controle da companhia com a autonomia do corpo da administração, ou de outro modo, sem que os conselheiros de administração se transformem em meros instrumentos dos controladores.

