

GLAUCO DA ROCHA

**A VINCULAÇÃO DO CONSELHEIRO DE ADMINISTRAÇÃO
AOS ACORDOS DE ACIONISTAS**

Dissertação de Mestrado

Orientador: Prof. Dr. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

SÃO PAULO/SP

2016

GLAUCO DA ROCHA

**A VINCULAÇÃO DO CONSELHEIRO DE ADMINISTRAÇÃO
AOS ACORDOS DE ACIONISTAS**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob a orientação do Professor Doutor Paulo Fernando Campos Salles de Toledo.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

SÃO PAULO/SP

2016

A VINCULAÇÃO DO CONSELHEIRO DE ADMINISTRAÇÃO AOS ACORDOS DE ACIONISTAS

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em
Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

Aprovado em: __ / __ / ____

Banca Examinadora:

Prof. (a) _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. (a) _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. (a) _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

*Ao meu pai, Joni,
por ter me ensinado
que nenhuma batalha
é grande demais
para ser vencida.*

The search for an ideal role for the board which, once identified, will never need to be altered is as elusive as the search for the Holy Grail.

Paul Davies, Klaus Hopt, Richard Nowak & Gerard Van Solinge.

AGRADECIMENTOS

Como diria Albert Camus, “Não é nenhuma vergonha ser-se feliz; vergonhoso é ser feliz sozinho.”.

Esta dissertação é resultado de um longo caminho, que tive o prazer de traçar com diversas pessoas, às quais procuro agradecer, nas breves linhas que se seguirão.

Tudo começou quando apresentei meu projeto ao Professor Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, no final do ano de 2011, ao longo do processo seletivo. Naquele ano, não fui chamado, mas vi que se continuasse tentando seria possível fazer parte desta tão almejada Faculdade de Direito.

Comecei a cursar disciplinas como aluno especial. Passado um ano de idas e vindas (pois ainda morava em Porto Alegre), fui admitido no mestrado sob a orientação do Prof. Paulo, um dos maiores comercialistas com o qual tive o prazer de aprender. Ainda lembro, com muito carinho, do momento em que recebi a notícia, ao término do processo seletivo, em um dia cinza, chuvoso, no departamento de direito comercial. Desci a escadaria, saí da faculdade, olhei-a de frente e pensei orgulhoso e aliviado: “consegui!”.

Mudei-me para São Paulo, cidade pela qual me apaixonei e na qual fui muito bem recebido. Continuei trabalhando no mesmo escritório, que tanto me apoiou, e prossegui nos estudos do mestrado.

Em 2014, recebi a triste notícia que meu pai estava com leucemia. Muitas páginas dessa dissertação foram escritas no hospital, na madrugada, ao lado do meu maior amigo e exemplo, numa incansável batalha contra o câncer. Apesar de muitos desafios, fomos vencedores nessa luta e hoje meu pai está com a saúde em dia. Por isso, esse trabalho é dedicado a ele.

Em 2015, meu grande amor veio morar comigo em São Paulo, e, finalmente, acabaram-se as dolorosas despedidas de domingo e uma infindável ponte aérea.

O mestrado, mais do que uma conquista acadêmica e profissional, foi um verdadeiro aliado nesse meu caminho, sempre oportunizando bons momentos de estudo e

reflexão, enobrecendo a alma. Todos que me ajudaram a concretizá-lo merecem o mais caloroso agradecimento. Contudo, como o espaço é curto, cada palavra, reservada nas breves linhas que se seguirão, deverá ser lida em seu máximo significado, pois foram cuidadosamente selecionadas.

Assim, agradeço, primeiramente, ao Professor Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, pela oportunidade de aprendizado concedida, bem como pela laboriosa tutoria em meus estudos e nesta dissertação.

Agradeço aos meus queridos pais, Joni e Guacira, não só pelo amor, ensinamentos e dedicação, mas pelo exemplo de força e perseverança.

Agradeço à Clarissa, por todo o amor, amparo e compreensão nesses últimos anos.

Agradeço à Julia, minha graciosa irmã, pelo orgulho que me traz todos os dias.

Agradeço aos amigos do coração, Luís Fernando, Maico, Márcio, Robson e Sérgio, por estarem sempre presentes, mesmo com a distância e o limitado tempo que lhes pude disponibilizar.

Agradeço à Matter, Boettcher & Zanini Advogados, não só pelo suporte profissional e pessoal, mas pela compreensão e apoio nas horas em que mais precisei. E um agradecimento especial ao Doutor Carlos Klein Zanini, mentor e inspirador deste caminho que escolhi traçar.

Agradeço, enfim, a toda minha família e amigos, dentre eles, minhas avós Tita e Ilga, meus avôs Ivo e Artur (*in memoriam*), aos tios Alexandre, Gilberto, Lúcio, Miguel, Paulo Antônio, às tias Rosane, Janaína, Suzi, meus sogros, aos primos César, Clarice, Daniel, Nina, e aos amigos Douglas, Gavronski, Laura, Marco Antônio, Mateus, Matheus, Rainer e Rafael.

RESUMO

ROCHA. Glauco da. *A vinculação do conselheiro de administração aos acordos de acionistas*. 197 f. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

Com a presente dissertação, procura-se avaliar o funcionamento e impacto da inserção dos §§ 8º e 9º do artigo 118 da Lei 6.404/76, chamado de vinculação dos administradores aos acordos de acionistas. A inovação tem ensejado diversas discussões quanto aos seus limites, natureza e efeitos, conclamando a doutrina e órgãos de governança corporativa a se posicionarem a respeito. Este trabalho limita-se ao estudo dos aludidos dispositivos em relação ao conselho de administração das companhias abertas brasileiras. A partir do exame da separação entre propriedade e controle sobre propriedade, do modelo de propriedade acionária brasileiro, da teoria da agência, do surgimento da governança corporativa e do papel do conselho de administração, pretendeu-se fornecer bases sólidas para a análise aprofundada da vinculação. Assim, destacou-se, no primeiro capítulo, que a estrutura de capital concentrada das grandes companhias abertas brasileiras apresenta um problema de agência distinto dos modelos de capital disperso, entre acionistas controladores (agentes) e não controladores (principais), consubstanciado na expropriação indevida de benefícios privados do controle pelo controlador em detrimento dos demais. Salientou-se que o Brasil possui elevado índice de extração de tais benefícios, superando a grande maioria dos países, o que sugere a existência de um sistema legal ineficiente. No segundo capítulo, foi analisado o papel histórico do conselho de administração dentro do contexto da governança corporativa, ressaltando a sua importância e evolução, posicionando o conselho almejado como órgão ativo, autônomo e independente, guardião das práticas de governança, estratégico, focado em resultados de longo prazo e na redução de conflitos entre os diversos interesses internos e externos à companhia. Especialmente, constatou-se que o conselho de administração tem sido utilizado como mecanismo para a redução do conflito de agência entre acionistas controladores e não controladores, monitorando a gestão e evitando decisões em conflito de interesse. No capítulo final, foi exposto o histórico e o funcionamento do mecanismo previsto nos §§ 8º e 9º e o efeito prático da sua implementação no mercado de capitais brasileiro. Apresentou-se a discussão doutrinária relacionada à vinculação sobre dois ângulos: de um lado, o fortalecimento do poder de controle, e, de outro, o empoderamento do conselho de administração. Nessa polêmica, vários temas foram abordados, tais como: o

interesse social, a estrutura hierárquica de tomada de decisões da companhia, os deveres fiduciários da administração e o dever de independência do conselheiro, a teoria orgânica da companhia e o sistema de atribuições do conselho, os limites de validade e eficácia do acordo de acionistas, e, o impacto da vinculação no conflito de agência entre controladores e não controladores. Sinteticamente, sugeriu-se uma interpretação compatível entre os deveres dos administradores, os limites dos acordos de acionistas, a estrutura orgânica da companhia e o sistema legal acionário, para orientar a conduta do conselheiro. Por último, foram expostos aspectos problemáticos em relação à vinculação e realizou-se uma aproximação do assunto no direito estrangeiro. Conclusivamente, constatou-se que o mecanismo disposto nos §§ 8º e 9º do artigo 118 não contribui para o fomento de um sistema legal eficiente, desestimulando a boa governança das companhias brasileiras.

PALAVRAS-CHAVE:

Acordo de Acionistas. Conselho de Administração. Vinculação. Orientação de Voto. Governança Corporativa. Mercado de capitais. Concentração acionária. Teoria da Agência. Expropriação de benefícios privados do controle. Administradores independentes. Interesse social. Deveres fiduciários. Teoria orgânica.

ABSTRACT

ROCHA. Glauco da. *Shareholders agreements restricting (binding) discretion of directors*. 197 f. Master's Thesis. Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2016.

With this master's thesis, we seek to assess the functioning and impact of the insertion of §§ 8 and 9 of Article 118 of Federal Law 6.404/76, which provides for a mechanism binding the directors actions to shareholders agreements orientations. This innovation has given rise to many discussions as to its limits, nature, and effects, urging scholars and governance institutions to take a stand. This work is limited to the study of this device in relation to the board of directors of Brazilian companies. From the examination of the separation between ownership and control over property, the Brazilian equity ownership model, the agency theory, the emergence of corporate governance, and the role of the board, we intended to provide a solid foundation for in-depth analysis of this mechanism. Thus, we highlighted in the first chapter that the large Brazilian companies, which have concentrated capital structure and, therefore, a distinct agency problem in relation with dispersed ownership models, between controlling (agents) and non-controlling shareholders (principals), embodied in the wrongful expropriation of private benefits of control by the controller at the expense of non-controlling shareholders. It was emphasized that Brazil has a high extraction rate of such benefits, surpassing the vast majority of countries, which suggests the existence of an inefficient legal system. In the second chapter, we analyzed the historical role of the board of directors within the corporate governance context, highlighting its importance and evolution, positioning the desired board as an active, autonomous, and independent body, guardian of governance practices, acting in a strategic basis, focused on long-term results and capable of reducing conflicts between internal and external interests of the company. Especially, it was found that the board has been used as a mechanism for reducing the agency conflict between controlling and non-controlling shareholders, monitoring management decisions and avoiding conflicts of interest. In the final chapter, we exposed the history and functioning of the mechanism provided by the §§ 8 and 9 and the practical effect of its implementation in the Brazilian capital market. We presented the doctrinal discussion related to the binding of directors aforementioned by two angles: on the one hand, the strengthening of the power of control, and on the other, the empowerment of the board. In this controversy, various topics were discussed such as: the interest of the company, the hierarchical structure-making decisions, the fiduciary duties of board members and its independence duty, the

organic theory of the company and the powers of the board, the validity and effectiveness limits of the shareholders' agreement, and the impact of the §§ 8 e 9 in relation to the agency conflict between controlling and non-controlling shareholders. It was briefly suggested an interpretation compatible with the directors duties, the shareholder's agreements limits, the company's organizational structure and the corporate legal system, in order to guide the conduct of a board member tied with a shareholder agreement. Finally, we stressed problematic aspects related to the binding mechanism and we performed an approximation of the subject in the foreign law. In conclusion, we found that the mechanism of §§ 8 and 9 of Article 118 does not contribute to the development of an efficient legal system, discouraging the good governance of Brazilian large companies.

KEYWORDS:

Shareholders Agreement. Board of Directors. Binding. Voting instruction. Corporate governance. Capital market. Ownership concentration. Agency theory. Expropriation of private control benefits. Independent directors. Company's interest. Fiduciary duties. Organic theory.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ALI	–	American Law Institute
BM&FBovespa	–	BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
CalPERS	–	California Public Employees' Retirement System
CEO	–	Chief Executive Officer
CRFB	–	Constituição da República Federativa do Brasil de 1988
CVM	–	Comissão de Valores Mobiliários
ECGI	–	European Corporate Governance Institute
FSA	–	Financial Services Authority
GMI	–	Governance Metrics Internacional
IBGC	–	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
ICGN	–	International Corporate Governance Network
IFC	–	International Finance Corporation
Lei das S/A	–	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976
LSE	–	London Stock Exchange
NYSE	–	New York Stock Exchange
OCDE	–	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
SEC	–	Securities Exchange Commission

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	14
1 CAPÍTULO I: O CONFLITO ENTRE ACIONISTAS CONTROLADORES E NÃO-CONTROLADORES.....	18
1.1 Introdução	18
1.2 A separação do controle e propriedade	18
1.3 Estrutura de propriedade acionária no Brasil	23
1.4 A teoria da agência.....	29
1.5 Os benefícios privados de controle	34
1.6 Conclusão do capítulo	39
2 CAPÍTULO II: GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	41
2.1 Introdução	41
2.2 Histórico	41
2.2.1 O surgimento da governança corporativa	42
2.2.2 A disseminação da governança corporativa no mundo.....	47
2.3 Governança corporativa no Brasil.....	51
2.4 Conceito de governança corporativa.....	54
2.5 Importância da governança corporativa	57
2.6 As abordagens “shareholders oriented” e “stakeholders oriented”	58
2.7 O modelo tridimensional da governança corporativa	63
2.8 Convergência e divergência.	64
2.9 O papel do conselho de administração.....	68
2.10 O conselheiro independente	78
2.10.1 Premissas de análise	78
2.10.2 O conceito de conselheiro independente e suas características	80
2.10.3 Utilização internacional	83
2.10.4 Críticas ao conselheiro independente.....	88
2.11 Conclusão do capítulo	89
3. CAPÍTULO III: A VINCULAÇÃO DO VOTO DO CONSELHEIRO DE ADMINISTRAÇÃO	91
3.1 Introdução	91
3.2 A vinculação do voto do conselheiro: breve histórico	92
3.3 A sistemática dos §§ 8º e 9º do artigo 118 da lei 6.404/76	95
3.4 Dados empíricos.....	99
3.5 A discussão em torno do tema	101
3.5.1 O interesse social.....	102
3.5.2 A hegemonia do controlador vs. a autonomia do conselho de administração	108
3.5.3 A posição da doutrina quanto à compatibilização com o dever de independência.....	123

3.5.4 A posição da doutrina quanto à teoria organicista e a invasão de atribuições pertencentes ao conselho.....	126
3.5.5 Tentativa de síntese	133
3.6 Aspectos problemáticos	136
3.6.1 Responsabilidade do administrador	137
3.6.2 Extensão da vinculação à diretoria.....	140
3.6.3 O Funcionamento da vinculação perante os grupos de sociedades.....	141
3.6.4 O papel do presidente do conselho e o § 8º do artigo 118	143
3.6.5 Da natureza da pretensão do § 9º do artigo 118 e da legitimidade para exercer tal previsão	145
3.6.6 Tipos de acordos de acionistas que admitiriam a vinculação de administradores.....	151
3.6.7 Conflito de interesses	152
3.6.8 A vinculação perante sociedades anônimas abertas e fechadas	154
3.7 O tratamento da matéria do direito estrangeiro.....	156
3.7.1 Considerações gerais.....	156
3.7.2 Portugal	158
3.7.3 Reino Unido	159
3.7.4 Alemanha	161
3.7.5 Itália.....	163
3.7.6 França.....	165
3.7.7 Estados Unidos.....	166
3.7.8 Conclusão parcial do direito estrangeiro	169
3.8 Conclusão do capítulo	169
CONCLUSÃO.....	172
BIBLIOGRAFIA	181

INTRODUÇÃO

Em direito comercial é atribuída especial importância a institutos hábeis a se adaptarem às constantes transformações ocorridas na economia mundial. Valorizam-se, assim, instrumentos capazes de estabilizar as relações existentes entre as partes envolvidas, e, ao mesmo tempo, favorecer o desenvolvimento econômico.

Um desses institutos é o acordo de acionistas, sendo-lhe, inclusive, atribuído “um papel vivificador do direito acionário”¹.

Isso porque é considerado instrumento apropriado para ajustar a relação entre as partes convenientes, sendo hábil a pormenorizar procedimentos não previstos no estatuto ou na lei, prever direitos e garantias aos convenientes, e estabelecer diretrizes e políticas societárias.

Com a reforma pela Lei 10.303/2001, o acordo de acionistas foi reconhecido como “centro ou instância de poder”², tendo em vista a capacidade de influenciar o direcionamento da companhia.

Passou a servir de instrumento ao controlador – ou comunhão de controle – da companhia para desempenhar de maneira mais célere e eficaz o seu poder-dever de controle, dirigindo a empresa ao seu fim social.

Mas nem sempre foi assim. Antes da atual Lei das S/A, a validade e eficácia dos acordos de acionistas era questionada pela comunidade jurídica, pois se sustentava que, em razão do seu caráter personalíssimo, o direito de voto não poderia ser cedido, nem temporariamente, sem a correspondente participação social; e, que o acordo de acionistas poderia causar o esvaziamento da assembleia geral, entendida como um lugar onde (além de ser manifestada a vontade) deveria ser formada a vontade social³.

Atualmente, embora superada essa questão e reconhecida a sua importância, o foco da discussão passou a ser a possibilidade de os acordos “vincularem” a atuação dos administradores indicados pelos signatários do acordo, vale dizer, a respeito da possibilidade de tais pactos direcionarem e orientarem a atuação dos administradores de uma sociedade anônima.

¹COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2005, p. 216.

²SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 4. ed., São Paulo: Malheiros, 2011, p. 127.

³BERTOLDI, Marcelo M. *Acordo de acionistas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2006. p. 24.

Tal discussão começou a ser travada a partir das privatizações realizadas na década de 1990, quando se tornou comum a formação de blocos de controle mediante a utilização de acordos de acionistas.

Com a alteração promovida pela Lei nº 10.303 de 2001, os §§ 8º e 9º foram inseridos ao artigo 118 da Lei 6.404/76 e, assim, expressamente, prevista a possibilidade de o acordo de acionistas vincular a atuação de membros do conselho de administração, ampliando a coercibilidade dos acordos.

Embora elogiada por alguns, que veem, na vinculação, medida importante para trazer unidade ao controle, reconhecendo a importância do controlador para o nosso sistema; a vinculação vem sendo duramente criticada por outros, que entendem ser medida que vai à contramão das melhores práticas de governança corporativa e viola o próprio sistema da Lei das S/A, criando conselhos vazios e desprovidos de força e profissionalismo, completamente submissos ao controlador.

O tema é polêmico, pois o conselho de administração, órgão de deliberação colegiada, exerce um papel relevante sobre as atividades da companhia, atribuindo-se lhe o “papel de catalizador das diferentes facetas da sociedade⁴”. Ademais, o exercício de funções relacionadas à superintendência da gestão e definição de estratégias da companhia naturalmente transmite uma ideia de autonomia e neutralidade.

A relevância dessa polêmica, inclusive, já foi retratada pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, na carta diretriz – 1, publicada em 2008⁵:

A regra prevista nos §§ 8º e 9º, do art. 118, da Lei das Sociedades Anônimas, introduzidos pela Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, que permite a vinculação direta dos membros do Conselho de Administração à orientação de voto emanada por acionistas signatários de acordo parassocial tem sido objeto de grande polêmica desde a promulgação daquele diploma legal.

Nossa proposta, no presente estudo, é verificar se tal inovação contribui para melhorar nosso sistema societário ou, ao contrário, para piorá-lo.

No primeiro capítulo, faremos uma análise a respeito da separação entre propriedade e controle, verificada na primeira metade do século XX por Adolf Berle e Gardiner Means, sobre o impacto de tal fenômeno e a situação perante a estrutura de propriedade acionária no Brasil, o conflito de agência que emerge das relações que envolvem a sociedade anônima,

⁴TOLEDO, Paulo F. C. Salles de. *O Conselho de Administração na sociedade anônima* - 2ª ed. São Paulo: Atlas, 1999., p. 37.

⁵IBGC – 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, p. 9.

em especial, o conflito entre acionista controlador (ou comunhão de controle⁶) e acionistas não-controladores, até alcançarmos o problema da extração de benefícios privados do controle, problema-chave em nosso sistema societário.

O propósito dessa análise está em verificar como o conselho de administração poderia atuar no sentido de reduzir tal conflito de agência entre acionista controlador e acionistas não-controladores, atenuando a extração indevida de benefícios privados do controle pelo controlador.

Partiremos então, no segundo capítulo, para a análise da governança corporativa, seu conceito, histórico evolutivo, as tendências de convergência ou divergência entre sistemas, a discussão das abordagens “shareholder oriented” e “stakeholder oriented”, o papel do conselho de administração e a discussão acerca do conselheiro independente.

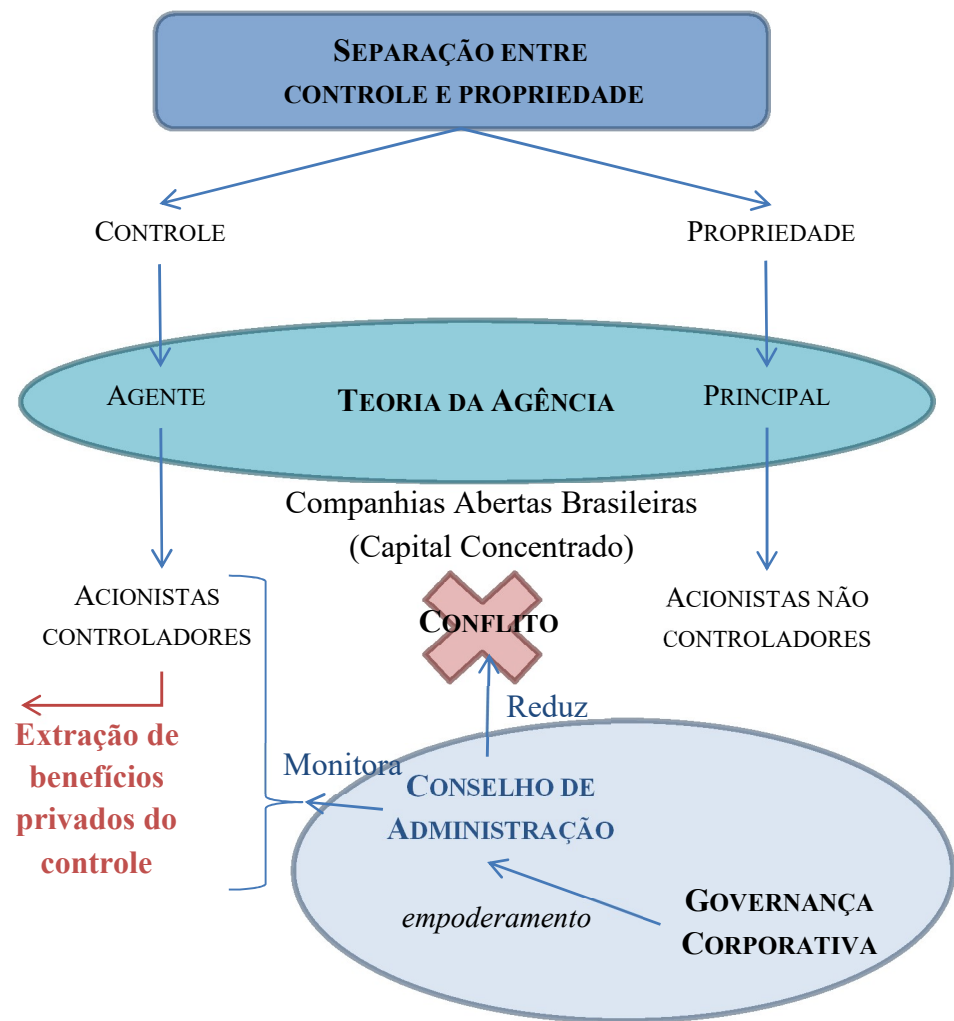
Com isso, observaremos como a inserção dos §§ 8º e 9º do artigo 118 andou na contramão das práticas de governança corporativa, não contribuindo para a criação de conselhos guardiões, autônomos, profissionais e estratégicos, como idealizado pelas recomendações e práticas de governança.

Por fim, no capítulo terceiro, nos aproximaremos da discussão quanto à vinculação em si, analisando seu contexto histórico, as posições favoráveis e contrárias e os aspectos problemáticos a respeito do tema, com temperos da doutrina estrangeira.

Concluiremos que a inserção dos §§ 8º e 9º prejudica a formação de conselhos de administração proativos, estratégicos e fiscalizadores, cancelando a criação de conselhos de administração submissos e ineficientes, limitados pela vontade do acionista controlador ou grupo de controle.

Em suma, eis nossa proposta:

⁶ Ao longo deste estudo, para fins de simplificação e facilitação expositiva, quando fizermos referência isolada à “controlador” deve-se entender incluso também a “comunhão de controle”, formada mediante em acordo de acionistas.



Em outras palavras, veremos que a regra insculpida nos §§8º e 9º do artigo 118 da Lei das S/A impede que o conselho de administração atenuie o conflito de agência entre acionistas controladores e não-controladores, impossibilitando a redução ou fiscalização da extração de benefícios privados do controle pelo controlador ou comunhão de controle.

CAPÍTULO I

1 O CONFLITO ENTRE ACIONISTAS CONTROLADORES E NÃO-CONTROLADORES

1.1 Introdução

Neste primeiro capítulo, analisaremos o fenômeno de separação entre controle e propriedade, a fim de entender sua natureza, os conflitos que dele exsurtem, e as consequências perante as grandes companhias modernas.

Estudaremos, em especial, o conflito que se apresenta em nosso sistema de propriedade acionária concentrada, analisando, sob a ótica da teoria da agência, o conflito entre acionistas controladores e acionistas não-controladores.

Aprofundaremos o estudo verificando qual o principal problema decorrente deste conflito, i.e. a expropriação indevida de benefícios do controle em detrimento da companhia e demais acionistas não controladores, observando que o Brasil possui nível alto de expropriação de tais benefícios.

Veremos que, dentre as soluções sugeridas pela doutrina para reparar ou atenuar tal problema, se encontra a formação de conselhos profissionais e independentes, capazes de atuar de maneira autônoma e eficiente no monitoramento da gestão (geralmente associada ou mesmo executada pelo controlador).

1.2 A separação do controle e propriedade

Em 1932, Adolf Berle e Gardiner Means publicaram o livro “The Modern Corporation & Private Property”, um clássico que mudou nossa concepção a respeito da propriedade privada. O livro teve início em razão de um projeto de pesquisa financiado pela “Social Science Research Council of America”, sob a direção da Columbia University. Berle, jurista, havia sido nomeado diretor do projeto, que carecia de um economista, Means.

Em razão da importância dessa obra, este capítulo iniciará com uma análise sintética do pensamento destes autores, que, como será observado posteriormente, modificou para sempre o curso da história do direito comercial.

A grande questão por eles abordada foi a dissociação entre controle e propriedade, desencadeada pela utilização da companhia moderna, que acabou por impactar nossa compreensão a respeito da propriedade privada.

Os autores explicaram que essa revolução econômica justificou-se por cinco forças de mudança: (i) aumento na produtividade; (ii) coletivização massiva da propriedade de produção, com declínio de controle individual sobre a propriedade; (iii) dissociação da riqueza em relação à administração ativa na companhia; (iv) pressões para melhor distribuição dessa riqueza; (v) afirmação do direito individual de viver e consumir tal como o indivíduo escolhesse⁷.

Em complemento, Rossetti e Andrade indicam as seguintes forças de mudança: (i) constituição de grandes empresas sob a forma de sociedade anônima, com financiamento por subscrição pública de emissão de capital; (ii) abertura de capital de companhias fechadas e aumento do número de companhias listadas nas bolsas de valores; (iii) aumento do número de investidores no mercado de capitais, (iv) falecimento dos fundadores das companhias e processos sucessórios; e, (v) processos de fusão de grandes companhias⁸.

Esse processo também foi possível graças à transformação dos antigos oligopólios detidos pelos “robber barons” (barões ladrões) em companhias de capital disperso, com ações comercializadas pelo mercado de capitais, desencadeado em grande parte por reprimendas e mecanismos de proteção à concorrência por órgãos oficiais americanos e pelo próprio processo sucessório de suas famílias⁹.

Assim, analisando a estrutura societária das duzentas maiores companhias nos Estados Unidos à época, eles identificaram, primeiramente, um fenômeno avançado de dispersão acionária, em que as ações da companhia eram detidas por inúmeros acionistas (geralmente milhares ou milhões), e em que o acionista principal detinha um percentual pequeno em relação ao total (geralmente inferior a 10%)¹⁰.

Identificaram uma concentração de controle nas mãos de poucos, geralmente os diretores da companhia, e, em alguns casos, uma minoria de acionistas. Essa transformação evidenciou novas formas de controle da companhia, resultando em cinco possibilidades: (i) controle por quase completa propriedade das ações; (ii) controle majoritário; (iii) controle mediante uso de um mecanismo legal, sem propriedade majoritária das ações; (iv) controle minoritário; e, (v) controle gerencial¹¹.

⁷ BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. London/UK: Transaction Publishers, 2006, p. xxxvii.

⁸ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 7. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2014, p. 68.

⁹MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. *The company: a short history of a revolutionary idea*. New York: Modern Library Edition, 2003, p. 71-74.

¹⁰BERLE. MEANS. *The Modern...*, p. 47-65.

¹¹BERLE. MEANS. *The Modern...*, p. 67-111. A respeito dessas formas de controle interno, ver COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Editora

Para os autores, a separação entre controle e propriedade tornou-se aparente nos casos de controle gerencial, majoritário e minoritário. O caso mais evidente de dissociação é o do chamado controle gerencial, característico da dispersão acionária, em que a administração da companhia assume o controle, enquanto os acionistas permanecem apenas sendo proprietários de ações, assumindo uma postura passiva em relação à companhia. Mas, mesmo no caso do controle majoritário ou minoritário, aqueles acionistas que são titulares do controle conseguem fazer sua vontade prevalecer sobre os demais, nesse caso, embora também sejam proprietários da companhia, esses últimos acionistas não participam do controle da mesma, assumindo uma postura passiva em relação ao controle¹².

Em razão dessa separação, Berle e Means explicaram que, historicamente, uma série de proteções foi criada ao público investidor, credores e acionistas, entre elas: (i) a definição de que a companhia deveria acompanhar a sua finalidade e objeto; (ii) a exigência de que as contribuições de capital deveriam ser rigidamente supervisionadas; (iii) a criação de uma rígida estrutura de capital; (iv) enquanto que a administração da companhia seria delegada ao “board of directors”¹³, o controle residual pertenceria aos acionistas; (v) o estabelecimento de direito de preferência em caso de aumento de capital; (vi) a exigência de que os dividendos apenas poderiam ser pagos a partir dos lucros adquiridos das operações de negócio da companhia¹⁴.

No entanto, tais proteções foram enfraquecendo com o tempo: (i) com o uso de voto por procuração; (ii) com o desaparecimento da demissão “ad nutum” dos administradores; (iii) com a delegação permanente dos poderes dos acionistas “ao board”; (iv) com a criação de ações preferenciais, sem direito a voto; (v) com concessão da possibilidade de a maioria autorizar a venda ou empréstimo da totalidade da propriedade da companhia sem votação unânime; (vi) com a eliminação da supervisão estatal sobre contribuições de capital; (vii) com a diminuição do direito de preferência em aumento de

Forense, 2005, p. 52-54., e, nas p. 89-103, refere hipóteses de controle externo, além das hipóteses de controle interno: (i) por endividamento da sociedade, seja com o credor caucionário como controlador, ou credores sem caução impondo controle de fato ou subordinação a credores por relação obrigacional; (ii) por obrigações conversíveis em ações, como debêntures; (iii) aproveitamento de influência sobre a sociedade, p. ex., controle pelo sócio oculto, controle do “franchise”, dependência do vendedor ou do comprador; (iv) controle externo juridicamente legitimado, como administrador judiciário.

¹² BERLE. MEANS. *The Modern...*, p. 6.

¹³ Utilizar-se-á a expressão original monista por destoar do nosso conceito dual de administração.

¹⁴ BERLE. MEANS. *The modern...*, p. 122-124. Essas proteções alinham-se, em certa parte, às cinco questões atualmente nucleares à formação das companhias: (i) atribuição de personalidade jurídica; (ii) limitação da responsabilidade; (iii) centralização da administração em número menor de pessoas; (iv) controle residual aos acionistas; e, (v) transferibilidade de ações (DAVIES, Paul. *Introduction to Company Law*. 2. edition. Oxford University Press. 2010, p. 36).

capital, por exemplo, em situações de capital autorizado; (viii) com a modificação das restrições de dividendos, permitindo à administração ajustar a estrutura de capital para distribuir valores aos acionistas mesmo em situações em que haveria prejuízo (de fato); e, (ix) com a eliminação da estrutura fixa de capital¹⁵.

Assim, no final do século XX e início do século XXI, começou a haver um fortalecimento substancial dos poderes corporativos pertencentes à administração, o que, no dizer dos autores, acabou por criar “poderes absolutos” aos detentores do controle (neste caso, os administradores)¹⁶.

Berle e Means verificaram que esses poderes absolutos passaram a ser atenuados pelos tribunais mediante julgamento equitativo e regras de equidade análogas às regras do trust¹⁷, ou seja, os poderes corporativos ditos absolutos passaram a ser entendidos como poderes fiduciários, tal qual na relação entre o “trustee” e o “beneficiary” (“cestui que trust”¹⁸).

Não obstante, a criação desses “poderes corporativos absolutos”¹⁹ causou uma desestruturação gradual da primazia do controle historicamente detida pelo acionista, deixando-o em uma posição passiva em relação ao controle (tal qual ou inferior ao debenturista). De um quase-parceiro, administrador e empreendedor, o acionista se transformou num mero fornecedor de capital para a companhia. Seu direito a participar da

¹⁵BERLE. MEANS. *The modern...*, p. 127-138.

¹⁶BERLE. MEANS. *The modern...*, p. 221.

¹⁷ A relação de “trust”, via de regra, consiste na transferência de propriedade de um “settlor” para um “trust”, que ficará responsável pela administração do patrimônio no interesse e em benefício dos “beneficiaries”. Pode ser conceituada da seguinte forma: “Trust is an expectation that others will act in one’s own interest. Trust also has a specialized meaning in Anglo-American law, denoting an arrangement by which land or other property is managed by one party, a trustee, on behalf of another party, a beneficiary” (SEIPP, David J. Trust and Fiduciary Duty in the Early Common Law, Boston University. Law Review, n. 96, 2011, p. 1011). Pode haver a instituição de alguém que proteja o “trust”, chamado de “protector”. Originalmente, os “trusts” eram julgados e aplicados (“enforcement”) por tribunais eclesiásticos. A partir de 1460, por um Tribunal de “Equity” (chamado “Chancery”). Eles não eram julgados por Tribunais de “Common Law”. Esses Tribunais foram criados justamente para combater o rigorismo da “Common Law” antiga. O “Chancellor” (que geralmente era um bispo ou arcebispo) podia, de acordo com a sua consciência, declarar que o real proprietário “in equity” (“fairness”) terra era outra pessoa. A palavra “trust” passou a ser utilizada em substituição da palavra use no “enfeoffment of use” a partir de 1536, quando o “Statute of Uses” foi promulgado. Mas há notícia de que advogados e juízes já utilizavam-na antes de 1500, dando origem ao conceito moderno de “trust” (SEIPP. *Trust...*, p. 1016-1024). COMPARATO recorda também que os “trusts” foram o que possibilitaram as joint stock companies inglesas não personalizadas a operar antes dos Gladstone Act’s de 1844 e 1845: “os fundos recebidos dos sócios eram entregues a trustees, geralmente os próprios diretores da companhia, que exerciam essa espécie de propriedade fiduciária em benefício dos sócios. Mesmo após o reconhecimento da personalidade jurídica a todos os tipos de companhias, autores e tribunais continuaram a empregar frequentemente a noção de trust para explicar direitos e deveres dos diretores de uma sociedade anônima em relação a bens sociais” (COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos Jurídicos da Macro Empresa*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1970, p. 74). A relação fiduciária, por outro lado, discutiremos mais adiante, no item 3.5.2.

¹⁸ BERLE. MEANS. *The modern...*, p. 220.

¹⁹BERLE. MEANS. *The modern...*, p. 127-138.

administração em grande parte se perdeu e foi transferido para o “controle”, agora em mãos da administração²⁰.

A solução, na visão dos autores, seria conferir a uma entidade externa à companhia a missão de proteger os interesses dos acionistas: o mercado de capitais e os mecanismos por ele criados, sugerindo-se, inclusive, um fortalecimento da fiscalização dos agentes de mercado por uma agência reguladora²¹ (e é intrigante lembrar que o livro foi escrito e publicado antes da criação da SEC – Securities and Exchange Commission).

Portanto, em face dessa postura mais passiva dos acionistas, restaria ao mercado o dever de “compensar” essa situação, conferindo-lhes mecanismos hábeis a lhes fornecer uma adequada avaliação dos investimentos pretendidos, bem como liquidez para a circulação de seus títulos representativos do investimento realizado²².

Contudo, mesmo com a intervenção dos tribunais, mesmo com a criação da SEC, acionistas e credores ainda não estavam protegidos em relação aos mandos e desmandos da administração, e os abusos continuaram a ocorrer.

Um dos grandes méritos do trabalho de Berle e Means foi mostrar o surgimento de uma nova oligarquia formada por altos executivos, e a necessidade de maior transparência, prestação responsável de contas e direitos para aqueles que estavam sujeitos a sua esfera de atuação, principalmente aos acionistas das grandes companhias.

Com efeito, no correr do século XXI, o fortalecimento dos executivos das grandes companhias americanas foi ampliado pela tecnologia e pelo desenvolvimento de técnicas administrativas, inspiradas em Alfred Sloan, eleito presidente da General Motors em 1923, que possibilitaram a administração eficaz de larga escala, descentralizada, com a criação de várias unidades autônomas, gerenciadas por gestores locais²³.

Silveira aponta que, após a segunda guerra mundial, os executivos reforçaram sua supremacia global, passando por um período de relativa estabilidade, com empregos praticamente vitalícios, remunerações substanciais, boas pensões de aposentadoria e ascensão social²⁴.

²⁰BERLE. MEANS. *The modern...*, p. 246.

²¹BERLE. MEANS. *The modern...*, p. 247.

²²YAZBEK, Otávio. *Regulação no Mercado Financeiro de Capitais*. 2. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 187-194, destaca as finalidades da regulação financeira, incluindo o mercado de capitais, apontando três objetivos tradicionais: (i) controle das disposições de poder no mercado, (ii) controle e administração de externalidades, e (iii) proteção dos clientes, dada a assimetria informacional característica de sua relação com as instituições por intermédio das quais operam. Outrossim, destaca a necessidade de regulação de condutas, regulação sistêmica e regulação prudencial para corrigir as falhas de mercado.

²³MICKELTHWAIT. WOOLDRIDGE. *The company...*, p. 104-106.

²⁴SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*, 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 32.

Foi apenas na década de setenta que começaram as pressões de mudança dessa situação, com o desenvolvimento da escola econômica liberal de Chicago, a teoria da agência, o surgimento do conceito de geração de valor para o acionista, a atuação de investidores institucionais, as aquisições hostis e o início das discussões de governança corporativa²⁵.

E tal construção somente foi possível a partir dessa nova percepção da propriedade, posta a lume por Berle e Means.

Desta feita, importantes teorias e mecanismos foram criados e aperfeiçoados. Dentre as principais, veremos no **item 1.4.**, a teoria da agência, que procurou analisar como reduzir o conflito entre o agente e o principal, para que este não fosse prejudicado pela atuação daquele; e, do mesmo modo, como será explicitado no **item 2.2.1**, o surgimento da governança corporativa, que colocou em destaque o papel do conselho de administração, reforçando sua atuação ética, estratégica, autônoma, fiscalizatória e guardiã de práticas de governança corporativa.

Será verificado a seguir como esse fenômeno repercutiu nos países com concentração acionária, em especial, no Brasil, onde a dissociação entre propriedade e controle muda de ângulo, com enfoque na relação entre o acionista controlador e os não-controladores.

1.3 Estrutura de propriedade acionária no Brasil

Consoante demonstram, Rossetti e Andrade, a estrutura da propriedade acionária predominante no Brasil é concentrada, vale dizer, marcada pela acumulação da maioria das ações nas mãos de poucos acionistas, que possuem poder quase total sobre as decisões corporativas, situação essa que tende a permanecer inalterada ao menos em curto prazo²⁶.

Os autores destacam cinco características atinentes a essa concentração da propriedade acionária: (i) companhias tendem a não considerar explícita e sistematicamente os interesses dos acionistas minoritários; (ii) não há clara separação entre a propriedade e a diretoria executiva; (iii) dificuldade em separar os papéis do conselho de administração e dos diretores; (iv) ocorrência de um percentual significativo de companhias sem práticas de

²⁵ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 32-37.

²⁶ ROSSETTI. ANDRADE. *A Governança...*, p. 476 e 481.

governança corporativa plenamente formalizadas; e, (v) problemas na definição de mecanismos de solução de conflitos de interesse e procedimentos de arbitragem²⁷.

Ainda é cedo para dizer se haverá, um dia, uma migração do nosso sistema de capital concentrado para um modelo de dispersão acionária, e, de fato, parece-nos pouco provável que isso venha a acontecer em um futuro breve. Contudo, é possível notar que foi dado um passo importante no sentido de adotarmos um modelo um pouco mais diluído do que tínhamos há 40 anos, quando a Lei das S/A estava sendo elaborada.

A partir de 1990, ocorreu um substancial aumento nos estudos de governança corporativa e um autêntico movimento de defesa de boas práticas de governança corporativa, a fim de melhor desenvolver o mercado de capitais brasileiro. No entanto, a reforma da Lei 10.303/2001, embora tivesse o objetivo declarado de conferir maior proteção às minorias acionárias, foi tímida no ponto, ficando distante do que era esperado em termos de boas práticas de governança²⁸.

Isso foi atenuado pela própria Bovespa (atual BM&FBovespa), que, em 2001, criou o Novo Mercado e demais segmentos especiais de listagem, impondo às companhias que tivessem interesse em se listar em determinado segmento, que subscrevessem e obedecessem a regras de governança e proteção ao público investidor mais rigorosas do que a lei²⁹.

Assim, de 2004 a 2007, o Brasil assistiu ao período de desenvolvimento mais acentuado do mercado de capitais em sua história, com cento e treze ofertas públicas iniciais de ações. Fatores econômicos, como inflação baixa, redução das taxas de juros e moeda estável, bem como o cenário internacional, de elevada liquidez no mercado financeiro, e aumento global do preço das commodities, também contribuíram para esse desenvolvimento³⁰.

Contudo, acompanhando a crise financeira global, de 2008 a 2013, tivemos apenas quarenta e cinco novas ofertas públicas iniciais de ações. Desde então, o número de companhias listadas na BM&FBovespa começou a cair significativamente.

Embora as companhias brasileiras de capital aberto sejam historicamente marcadas pela presença de um acionista majoritário bem definido, é possível verificar uma sensível redução do número de casos em que isso vem ocorrendo.

²⁷ ROSSETTI. ANDRADE. *A Governança...*, p. 485-487.

²⁸ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro (coord.); ARAGÃO, Leandro de. *Direito Societário – Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 120.

²⁹ MUNHOZ. *Desafios...* p. 120.

³⁰ MUNHOZ. *Desafios...* p. 121.

Silveira apresenta um interessante quadro evolutivo da concentração acionária no mercado de capitais brasileiro, que confirma essa singela redução³¹:

Concentração Acionária no Brasil	1999	2004	2009	2014
Ações ordinárias em posse do maior acionista	62,4%	66,3%	55,1%	47,2%
Ações ordinárias em posse dos cinco maiores acionistas	85,2%	85,4%	77,4%	71,7%
Total de ações em posse do maior acionista	45,3%	47,5%	43,8%	38,4%
Total de ações em posse dos cinco maiores acionistas	62,0%	63,6%	67,3%	63,7%
Free float das ações	nd	nd	nd	39,3%
Companhias que emitem ações preferenciais	91%	88%	55%	42%
Número de companhias analisadas	181	154	242	271

Também pode ser identificado um número crescente de situações de controle minoritário, e até mesmo gerencial. Mais uma vez com Silveira se observa esta evolução³²:

Estrutura de Propriedade	2004	2014
Controle Majoritário	100%	85%
Controle Minoritário	0%	11%
Controle Disperso (Gerencial)	0%	4%

Outra questão interessante de se notar, é que o número de companhias abertas com controle compartilhado, segundo o autor, aumentou de 27,7% para 32,4% nesse mesmo período³³.

A partir dessas observações, Silveira identifica que, nas últimas décadas: (i) houve certa “desconcentração” das ações em nosso mercado, mesmo que a concentração ainda seja considerada bastante elevada; (ii) em relação à identidade dos controladores, houve queda no percentual das companhias familiares e ligeiro aumento do percentual de companhias sob controle compartilhado; e, (iii) há três modos de controle coexistindo no nosso mercado acionário – majoritário, minoritário e gerencial.

Outra constatação que se faz, atrelada a essa ligeira diluição e necessidade de compartilhamento do controle, é que a utilização de acordos de acionistas de controle tem acompanhando esse processo³⁴.

³¹ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 225. Sendo “nd” = não disponível.

³² SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 226. As companhias listadas pelo autor como sendo de controle gerencial são: BM&FBovespa, BRF, BR Brokers, BR Malls, Cetip, Embraer, Estácio Participações, Even, Kroton, Lojas Renner, PDG Realty e Valid.

³³ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 226.

³⁴ Como afirmou, já em 2002, NORMA PARENTE: “No Brasil, especificamente no que tange ao controle das empresas, iniciou-se nova etapa de desenvolvimento em que o controle começa a deixar de ser familiar e estatal para tornar-se compartilhado, processo basicamente desencadeado pelas privatizações e pela globalização, estimulando fusões e aquisições de empresas em âmbito mundial na busca de competitividade.” (PARENTE,

Não obstante esse passo no sentido de conferir uma maior diluição à estrutura de concentração de capital, há ainda uma série de condicionantes de ordem estrutural e normativa, que será analisada melhor no segundo capítulo, sugerindo certa resistência na migração entre um modelo de capital concentrado para capital disperso. A essas condicionantes atribuiu-se o nome de “path dependence”³⁵.

Assim, embora esteja sujeito a uma maior diluição de capital, parece-nos pouco provável que o nosso modelo de capital concentrado vá migrar para um modelo de capital disperso, pelo menos não num futuro próximo.

De todo o modo, em razão da globalização do comércio, que força a competição entre os sistemas, cada vez mais haverá pressão para que tanto um modelo quanto o outro se adapte de maneira eficiente às exigências econômicas que gravitam o mundo dos negócios.

Cumpre-nos analisar, sem embargo, as diferenças entre os sistemas de capital concentrado e de dispersão acionária, para obtermos uma maior compreensão sobre as vantagens e desvantagens a eles relacionadas.

Fábio K. Compato afirmou, em seu maior clássico, que “toda essa problemática da macro companhia de capital aberto apontada por Berle e Means é por ora ainda estranha à realidade brasileira”³⁶. Não queria dizer, com isso, que o fenômeno da dissociação do controle e da propriedade não ocorresse aqui no Brasil, mas sim que o principal problema aqui era entre acionista controlador e não controlador, e não entre administração e acionistas, como na macroempresa americana.

Na mesma esteira, La Porta, Silanes e Shleifer afirmam que o modelo de companhia aberta, analisado por Berle e Means, com controle gerencial, somente ocorria nas nações mais ricas dos países de “common law”. Nos demais casos, as maiores companhias tendiam a ser controladas por acionistas (seja por um acionista fundador, por famílias ou pelo Estado), e não por administradores, possuindo um problema de separação entre propriedade e controle, situado entre acionistas controladores e acionistas não-controladores³⁷.

O que se verifica nos sistemas de capital concentrado é também uma dissociação entre controle e propriedade, mas em menor intensidade (do que aquela verificada no controle gerencial), entre os acionistas não controladores, que ficam alheios à gestão de seu

Norma. Governança corporativa. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo, v.5, n.15, p.81-90. jan.-mar. 2002, p. 82).

³⁵ BEBCHUK, Lucian Arye; ROE, Mark J. A theory of path dependence in corporate ownership and governance, *Working Paper*, New York: Columbia Law School, n. 131, 1999, p. 37-38.

³⁶ COMPARATO. *Poder de Controle...*, p. 75.

³⁷ PORTA, Rafael La; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. *Corporate ownership around the world*, 1999, p. 35.

patrimônio, e o acionista controlador, que dirige as atividades sociais e orienta o funcionamento dos órgãos da companhia³⁸. Nesse caso, o problema reside na “extração de benefícios privados pelo controlador”³⁹, em prejuízo aos não-controladores.

Há uma mudança de enfoque entre um modelo e outro. Enquanto no modelo disperso, a preocupação em relação ao mercado investidor é maior, tendo em vista que o controle é predominantemente detido pela administração, há um acréscimo dos deveres fiduciários dos administradores e estabelecimento de regras atinentes a ofertas de aquisição do poder de controle (as “takeover bids”); no modelo concentrado, o controle permanece bloqueado nas mãos dos acionistas controladores, o que impossibilita, por exemplo, aquisições hostis de controle no mercado acionário, e, assim, a preocupação dos deveres fiduciários dos administradores acaba se transferindo em parte para o monitoramento das atividades dos acionistas controladores, que estão na cúpula da tomada de decisões da companhia.

Comparando os dois modelos, Gilson comenta que há alguns benefícios em se utilizar o modelo de dispersão acionária, pois, por exemplo, esses sistemas possuem capacidade de se adaptarem mais rapidamente às mudanças no cenário econômico, e, nos sistemas de concentração acionária, o controle é geralmente estabelecido e conservado em famílias, o que tende a se deteriorar com o passar das gerações⁴⁰.

O autor refere que há uma corrente doutrinária, que associa a estrutura de concentração acionária a um “sistema legal ruim”, conseqüentemente, com mercado de capitais fracos, tendo em vista o desestímulo ao investidor. Contudo, discorda desse ponto de vista, afirmando que há países com estrutura de concentração acionária em que há um sistema de acionistas controladores eficiente, definido como um “bom sistema legal”, como a Suécia, e países com um sistema ineficiente, ou seja, um “sistema legal ruim”, como o México⁴¹.

Segundo pondera Munhoz, pode-se verificar que em ambos os sistemas há aspectos positivos e negativos. Os principais problemas característicos de cada um desses sistemas são: os custos de monitoramento dos administradores, nos sistemas de dispersão acionária; e, a extração de benefícios privados do controle, nos de concentração acionária. Conclui que

³⁸ ROSSETTI e ANDRADE entendem que nesse caso há, na verdade, “sobreposição entre propriedade e gestão”, concentradas no acionista controlador (ROSSETTI. *A Governança...*, p. 476 e 481). Contudo, embora se reconheça que há uma sobreposição entre a propriedade do controlador e a gestão, não nos parece que se pode desconsiderar a posição do acionista não-controlador, que geralmente não exerce nenhuma influência gerencial, embora invista parcela de sua propriedade para a formação capital social e financiamento da companhia.

³⁹ A questão atinente à extração de benefícios privados do controle será estudada no **item 1.4**.

⁴⁰ GILSON, *Controlling...*, 2005, p. 36-37.

⁴¹ GILSON. *Controlling...*, 2005, p. 8-9.

é possível que sistemas de controle concentrado sejam eficientes, desde que os custos na obtenção de benefícios particulares pelo controlador sejam menores do que os custos de monitoramento da administração⁴².

Davies entende que há uma espécie de equilíbrio entre os dois sistemas. Explica que a razão para a centralização da administração em grandes companhias, com um largo e flutuante corpo de acionistas, se justifica porque o exercício da administração pelos acionistas tenderia a ser ineficiente, eis que (i) seria demorado e burocrático, (ii) os acionistas na maioria dos casos seriam inexperientes, e (iii) descompromissados com as atividades sociais. Entretanto, se há um acionista controlador, os argumentos referentes à falta de comprometimento e demora na tomada de decisões a princípio seriam afastados, pois o controlador pressionaria e acompanharia a administração para que cumprisse seus deveres em relação à companhia⁴³.

Em interessante estudo, Oliveira, Jacomini, Merluzzi e Dezem apontam que o sistema de capital concentrado brasileiro não é eficiente, justamente pelo elevado índice de benefícios privados extraídos pelo acionista controlador⁴⁴ (veremos esse ponto em maior detalhe no **item 1.5.**, abaixo).

Nessa esteira, a missão do estudioso de direito societário, em nosso sistema de propriedade acionária concentrada, está em identificar formas e mecanismos que venham a atenuar o conflito decorrente da separação entre controle e propriedade em relação aos acionistas controladores em respeito aos acionistas não-controladores, em conformidade com o nosso sistema de concentração acionária.

O conselho de administração, como será visto adiante, poderá desempenhar um papel chave na redução desse conflito (**item 2.9**).

⁴² MUNHOZ. *Desafios...*, p. 137.

⁴³ DAVIES. *Introduction...*, p. 104-105.

⁴⁴ OLIVEIRA, Eduardo A.; JACOMINI, Fernanda P.; MERLUSSI, Natália P.; DEZEM, Renata M.M.M. S.A. no Brasil: Sistema de Capital Concentrado Ineficiente? In: PENTEADO, Mauro (org.). *Mercado de Capitais Brasileiro II – Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 382-383: “De qualquer modo, foi possível constatar, especialmente no capítulo quatro, que o Brasil, segundo dados empíricos, está entre os países que apresentam maior índice de benefícios privados extraídos pelo acionista controlador. Isso, por si só, não pode ser encarado como uma desvantagem, certo que deve ser cotejado com os custos advindos da necessidade de supervisão e controle da administração da sociedade. (...) Diante dos estudos apresentados, como se viu, há fortes indícios de que os benefícios particulares do controle no Brasil não são razoáveis e indicam ineficiência do controle concentrado, haja vista os valores substancialmente maiores dos prêmios atribuídos ao bloco de controle de ações de companhias brasileiras em operações de alienação de controle, se comparados aos prêmios oferecidos em outros países.”

1.4 A teoria da agência

A expressão original “agency theory”, baseada no conceito de “agency” americano, recebeu a tradução literal de “teoria de agência”.

É preciso notar que não há relação com o “contrato de agência”, contrato típico previsto no artigo 710 do Código Civil brasileiro (Lei 10.406/02). Há quem prefira a expressão “teoria da representação”⁴⁵, no entanto, esta tradução também não parece correta, pois não há correspondência com a relação de representação, eis que para a teoria da agência há um “principal” que outorga poderes amplos para que o “agente” atue em seu “benefício”, não em seu “nome”, como será visto adiante⁴⁶.

Será utilizada, então, para fins deste estudo, a expressão “teoria de agência”, devido à sua larga utilização.

Desenvolvida em 1976 por Jensen e Meckling, a teoria da agência tem sido muito utilizada em governança corporativa, para explicar como ocorrem os problemas de desalinhamento de interesses nas empresas e os mecanismos empregados para mitigar seus custos⁴⁷.

Começemos pela definição da relação de agência:

*We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent*⁴⁸.

A teoria parte da premissa de que as pessoas agem de maneira oportunista, visando a maximizar sua utilidade pessoal. Ela reconhece que muitas vezes o agente não atuará em benefício ou interesse do principal, mas sim em proveito próprio, dando início a um conflito de interesses entre ambos, que caracteriza o “problema de agência” ou “conflito de agência” (“agency problem”)⁴⁹.

Davies e Hopt ampliam um pouco este conceito, associando a relação de agência a um “poder de fato” de uma pessoa (agente) em tomar decisões que possam afetar a “riqueza”

⁴⁵ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 69.

⁴⁶ Por exemplo, segundo a teoria organicista, os administradores da companhia não “representam” os acionistas da companhia que administram, e sim “presentam” a companhia.

⁴⁷ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 69.

⁴⁸ JENSEN, Michael C.; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, 1976, p. 5. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=94043>> Acesso em: março de 2014: “definimos uma relação de agencia como um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (principal) vinculam outra pessoa (agente) para desempenhar algum serviço em seu benefício, que envolverá a delegação de autoridade para a tomada de decisões ao agente” (tradução livre).

⁴⁹ JENSEN. MECKLING. *The Theory of the firm...*, p. 5.

de outra pessoa (principal), não sendo uma necessidade específica de que o principal “autorize” o agente a agir em seu benefício⁵⁰.

Esse desalinhamento de interesses também é corroborado pelo que foi chamado de “axioma de Klein”, cunhado em 1983, segundo o qual não existem “contratos completos”, ou seja, é impossível prever todos os aspectos contratuais que abrigoarão uma determinada realidade ou relação entre as partes, pois sempre haverá um amplo espectro de possibilidades, descontinuidades e incertezas, decorrente da própria dinâmica dos negócios e das relações humanas⁵¹.

Para Armour, Hansmann e Kraakmann, um conflito de agência emerge sempre que a riqueza de uma parte (principal) dependa de ações tomadas por uma outra parte (agente). O problema reside em motivar o agente para agir no interesse do principal ao invés de interesses próprios. O núcleo da dificuldade dessa relação é que comumente o agente tem melhores informações que o principal sobre fatos relevantes, e o principal não consegue assegurar-se que a performance do agente será conforme prometido. Assim, o agente tem um incentivo de agir oportunisticamente⁵², reduzindo a qualidade de sua performance, ou desviando para ele mesmo um pouco do que era devido ao principal. Disso resultam custos para que o principal possa monitorar a performance do agente, que são chamados de custos de agência (“agency costs”). Quanto mais complexa for a tarefa desenvolvida pelo agente, quanto mais difícil for para o principal monitorar a sua atuação, mais elevados serão os custos a serem suportados pelo principal⁵³.

Imagine-se, por exemplo, uma simples outorga de procuração para que o procurador firme um contrato já previamente redigido em favor do outorgante. Os custos de agência serão poucos, pois a atuação do agente não será complexa e a negociação já está previamente

⁵⁰ “We use the term ‘agency problem’ in the sense adopted in law and economics scholarship. In this usage an ‘agent’ is someone who has the factual power to take decisions or undertake actions which affect, positively or negatively, the welfare of another person, the ‘principal’. It is not a requirement of an agency relationship in this sense that the principal should have authorized the agent to act on the principal’s behalf. Such authorization, which is the core of the doctrinal lawyer’s concept of an agency relationship, may exist but need not. Clearly, the minority shareholders (the ‘principal’ in law and economics terms) do not normally authorize the majority shareholders to act on their behalf.” (DAVIES, Paul; HOPT, Klaus. Boards Europe – Accountability and Convergence. *Oxford Legal Studies Research Paper*, n. 40-2013. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2212272>> Acesso em: junho de 2014).

⁵¹ ROSSETTI, ANDRADE, *Governança...*, p. 86.

⁵² Conforme WILLIAMSON, Oliver E. *The economic institutions of capitalism*. Simon and Schuster, 1985, p. 44-63, além do comportamento oportunista dos agentes, há também outros fatores, de ordem comportamental, que influenciam no aumento de custos de transação, como a racionalidade enviesada tanto de agentes quanto de principais e incompletude contratual.

⁵³ KRAAKMAN, Reinier. ARMOUR, John. HANSMANN, Henry. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Editado por Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda e Eduard Rock. Oxford University Press, 2009, p. 35-36.

definida. Se a negociação não está previamente definida, pelo contrário, os custos aumentarão. Se, por outro lado, o principal contratar o agente para atuar no seu interesse celebrando e negociando diversos contratos pelo prazo de um ano, os custos aumentarão ainda mais, pois o nível de complexidade e o tempo em que o principal dependerá do agente serão maiores. Assim ocorre nas companhias: os administradores (agentes) são contratados pelos acionistas (principais) para exercer a administração da companhia, rumo ao seu objetivo social.

De maneira similar, a partir do reconhecimento do poder de controle no nosso sistema legal societário, verificamos que uma parcela de acionistas, ou um acionista apenas (agente(s)), detém o controle da companhia e passa a direcionar suas atividades ou até mesmo exercer a administração diretamente, enquanto acionistas alheios ao controle (principais), que também contribuirão com recursos financeiros para a formação do capital e financiamento da companhia, ficam a depender da atuação do controlador.

A necessidade de se utilizar um agente também aumenta quando há uma multiplicidade de principais⁵⁴. A dificuldade de coordenação entre os principais fará com que eles deleguem mais a tomada de decisão para agentes. E quanto mais difícil é para os principais estabelecer um único conjunto de objetivos para o agente, mais difícil será de monitorar os agentes⁵⁵.

Jensen e Meckling sistematizam os custos de agência da seguinte forma: (i) custo na elaboração, estruturação e negociação de contratos entre o principal e o agente; (ii) despesas com o monitoramento da atuação dos agentes pelo principal; (iii) despesas incorridas pelo agente em demonstrar ao principal a regularidade de sua atuação, sem causar prejuízo ao principal; (iv) perdas residuais, como, por exemplo, eventuais divergências entre as decisões do agente com decisões que maximizariam a riqueza do principal⁵⁶.

Existem três genéricos conflitos de agência enquanto classe em sociedades empresárias: (i) o conflito executivos vs. acionistas, (ii) o conflito acionista controlador vs. acionista não-controlador; e, (iii) o conflito acionistas e credores⁵⁷. Há quem entenda que este último conflito, de maneira mais ampla, possa ser abordado como conflito companhia vs. credores, trabalhadores e consumidores⁵⁸.

⁵⁴ E eis aqui um dos motivos pelos quais a centralização da administração é um dos elementos nevrálgicos da moderna companhia.

⁵⁵ ARMOUR. HANSMANN. KRAAKMAN. *The anatomy...*, p. 36.

⁵⁶ JENSEN. MECKLING. *Theory of the firm...*, p. 5-6.

⁵⁷ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 74-75.

⁵⁸ ARMOUR. HANSMANN. KRAAKMAN. *The anatomy...*, p. 36-37.

O primeiro é o conflito entre acionistas (principais) e executivos (agentes), costuma predominar em sistemas de capital disperso, como os EUA, é aquele conflito retratado por Berle e Means. A principal preocupação neste conflito é assegurar que os executivos atuarão segundo os interesses sociais, ao invés de interesses pessoais, evitando que utilizem o cargo em conflito com os interesses da companhia e de seus acionistas.

O segundo tipo de conflito, entre acionistas não controladores (principais) e acionistas controladores (agentes), é comumente verificado em países com estrutura de propriedade acionária concentrada (como o Brasil)⁵⁹. Aqui, a principal preocupação é evitar que os agentes extraiam benefícios privados do controle em prejuízo daqueles acionistas que do controle não participam (principais)⁶⁰.

O terceiro tipo de conflito se dá entre acionistas (agentes) e credores (principais). A dificuldade, nesse caso, está em assegurar que os acionistas não tomem decisões prejudiciais aos credores, escolhendo projetos mais arriscados de investimento, subinvestindo capital próprio ou dos acionistas ou esvaziando sua propriedade, em detrimento dos credores⁶¹.

O caso mais típico ocorrente nas companhias abertas brasileiras é o segundo tipo de conflito, entre acionistas controladores e acionistas não-controladores, e sobre ele daremos maior enfoque.

Como há concentração de ações nas mãos de um acionista controlador ou bloco de controle, a estrutura de propriedade das companhias brasileiras possui um aspecto positivo, que consiste em um alinhamento de interesses entre os acionistas controladores e não-controladores para monitorar as ações dos administradores, pressionando-os a concentrar esforços na maximização de riqueza em favor dos acionistas. Por outro lado, há um aspecto negativo, segundo o qual os controladores passam a perseguir a extração de benefícios privados do controle à custa dos demais acionistas⁶².

O dilema entre esses efeitos positivos e negativos é chamado de “controlling shareholder tradeoff”, ou seja, deve-se avaliar se os benefícios, adquiridos com a monitoria da gestão pelo acionista controlador, são superiores aos prejuízos decorrentes da expropriação de benefícios privados do controle⁶³.

⁵⁹ DAVIES. HOPT. *Boards in Europe...*, p. 4

⁶⁰ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 75.

⁶¹ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 75.

⁶² SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança Corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *RAE,- Revista de Administração de Empresas*, v. 48, abr.-jun., 2008, p. 85.

⁶³ GILSON. *Controlling...*, 2005, p. 11-12.

Davies afirma que há algumas estratégias que o direito pode desenvolver para reduzir esse conflito entre controladores e não-controladores: (i) através da criação de “standards”, padrões de conduta para os agentes, cujo melhor exemplo, no seu ver, é o da coibição do prejuízo sem causa (“unfair prejudice”), que impõe que um agente não atue no sentido de causar um prejuízo injusto ao principal; (ii) atribuindo certas decisões nas mãos da minoria (“decision right strategies”); (iii) permitindo que os acionistas descontentes se retirem da companhia em termos aceitáveis (“exit strategies”); (iv) determinando que os benefícios recebidos pelos controladores e não-controladores sejam distribuídos de maneira proporcional (“sharing strategies”); e, (v) colocando a tomada de decisão nas mãos de pessoas não sujeitas a conflitos de interesse (“trusteeship strategies”)⁶⁴.

Sem descartar a importância de todas as estratégias, duas delas parecem importantes para este trabalho, uma vez que relacionadas ao conselho de administração. A primeira é a criação de “standards”, como, por exemplo, o já existente dever de independência dos administradores, constante do artigo 154, § 1º da Lei das S/A, conforme será analisado no terceiro capítulo, *infra*. A segunda é a “trusteeship strategy”, que consiste na nomeação de administradores independentes para integrarem os órgãos da administração das companhias, que será estudado no segundo capítulo, mais adiante.

É interessante notar que tanto o conflito entre executivos vs. acionistas, quanto no conflito acionista controlador vs. não controladores, o papel do conselho de administração é central. Não se pode prever, contudo, o papel que ele desempenhará. De um lado, poderá simplesmente refletir a dominância do agente, seja a administração (em sistema de capital disperso) ou os acionistas controladores (em sistema de capital concentrado). De outro, dependendo de como é escolhido e composto, poderá atuar como mecanismo de efetiva proteção e auxílio ao principal (acionistas enquanto classe ou acionistas não-controladores, respectivamente), reduzindo os custos de agência causados pelo comportamento oportunista do agente⁶⁵.

Veremos, no **item 2.9**, que o papel valorizado em governança corporativa é o segundo papel: a criação de conselhos fortes, autônomos e estratégicos, que atuem na redução do conflito de agência entre controladores e não-controladores.

⁶⁴ DAVIES. *Introduction...*, p. 220/-21.

⁶⁵ DAVIES. HOPT. *Boards in Europe...*, p. 4.

A teoria da agência, no entanto, não está imune a críticas⁶⁶. Sem embargo, a teoria da agência tem estado em constante evolução, sendo uma das principais teorias utilizadas para abordar os problemas de governança corporativa. Ademais, a teoria da agência tem especial relevância em nosso sistema de propriedade acionária concentrada, eis que a partir dela podemos compreender melhor o problema da extração de benefícios privados do controle.

Seguindo essa linha, passaremos a analisar pormenorizadamente o problema da extração e benefícios privados pelo controlador em detrimento dos acionistas não-controladores.

1.5 Os benefícios privados do controle

Segundo Gelman:

Concretamente, os acionistas controladores podem se utilizar de seu poder de controlar a gestão da companhia para se beneficiarem do patrimônio dos acionistas minoritários. Estas vantagens que os controladores podem obter foram denominadas pelos acadêmicos “benefícios privados do controle”⁶⁷.

Cumprir destacar, de início, que esses benefícios privados do controle não são “necessariamente” negativos, muitas vezes servem de incentivos para que o empreendedor tome a frente dos negócios da companhia, aprimorando sua gestão. O efeito negativo, contudo, ocorre quando esses benefícios são excessivos e acabam por prejudicar os demais acionistas, superando os custos de monitoramento da gestão⁶⁸.

Como aponta Munhoz,

a possibilidade de o controlador, em níveis adequados, extrair benefícios nas operações de alienação de controle pode significar uma compensação adequada

⁶⁶ A primeira crítica, afirma que a teoria parte de premissa equivocada, de que as pessoas atuam como “homo economicus” (vale dizer, de maneira racional, egoísta e amoral, sempre interessadas em maximizar seus ganhos pessoais), sugerindo apenas recompensas e punições para a inibição ou reprovação de comportamentos indesejados. No entanto, recentes estudos têm evidenciado o contrário, que as pessoas, na verdade, tendem a tomar decisões enviesadas, cooperativas e altruístas (dependendo do ambiente em que inseridas), sendo influenciadas por diversos aspectos psicológicos antes de decidir cumprir ou não as regras estabelecidas. A segunda crítica é que a teoria pressupõe que os acionistas são os proprietários das companhias, sendo que “as sociedades anônimas são, do ponto de vista jurídico, entidades legais independentes que são donas de si mesmas”. Ela também pressupõe que os acionistas são os requerentes residuais (“residual claimants”), o que, embora faça sentido no direito falimentar, fora desse contexto, não seria correto, pois a própria companhia seria a própria requerente residual, cabendo ao seu conselho de administração determinar o que fazer com o seu resíduo financeiro. A terceira e última crítica sustenta que a premissa de que os acionistas seriam os principais e os executivos seus agentes também está incorreta, pois os executivos representariam os interesses das companhias e não de seus acionistas (SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 76-77).

⁶⁷ GELMAN, Marina Oehling. *O Conceito de Conselheiro Independente Vigente na Regulamentação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA*. Dissertação de Mestrado, FGV, São Paulo, 2012, p. 63.

⁶⁸ DYCK. ZINGALES. *Private...*, p. 539.

*para os custos em que incorre em favor dos demais acionistas ao monitorar os administradores e/ou envolver-se diretamente na administração. Ou seja, o eventual sobre-valor de suas ações seria justificável do ponto de vista econômico.*⁶⁹

Essa dicotomia de incentivos, como vimos, é chamada de “controlling shareholder tradeoff”, que consiste, por um lado, em um benefício de os acionistas controladores monitorarem a gestão mais de perto, deixando a companhia menos sujeita a problemas relacionados ao conflito de agência entre os administradores e os acionistas enquanto classe; e, por outro lado, em um efeito negativo, consubstanciado na possibilidade de esses mesmos controladores extraírem benefícios privados do controle⁷⁰.

Dessa forma, haverá uma preferência para a existência de acionistas controladores, desde que os benefícios com a redução dos custos de agência entre administração e acionistas não excedam os custos relacionados aos benefícios privados extraídos pelos controladores⁷¹.

Segundo Gilson, em sistemas eficientes de concentração acionária, as leis e instituições sociais limitarão efetivamente os benefícios privados extraídos do controle até um montante que necessariamente compense os ganhos havidos com o monitoramento da gestão pelo controlador. Em sistemas ineficientes, ocorre o contrário: (i) o valor das ações do controlador é consideravelmente maior que o dos acionistas não-controladores; e/ou, (ii) a extração dos benefícios privados do controle será maior do que os custos reduzidos com o monitoramento da gestão⁷².

As formas de se obter esses benefícios podem ser variadas, tais como: (i) aprimorar-se de uma soma desproporcional dos rendimentos da companhia; (ii) forçar os não-controladores a vender suas ações por preço inferior (“freezing out the minority”); (iii) efetuar a venda sobrevalorizada, em relação às ações dos não controladores, das ações do bloco de controle⁷³; (iv) obter *status* e visibilidade por ser controlador (note-se, benefício não-financeiro); (v) utilizar os recursos da companhia para auferir benefícios em favor exclusivo dos controladores; (vi) realizar pequenos desvios em avaliações de ativos; (vii) contratar fornecedores que privilegiem os controladores; (viii) aproveitar-se pessoalmente,

⁶⁹ MUNHOZ, *Desafios...*, p. 142.

⁷⁰ GILSON. *Controlling...*, 2005, p. 11-12.

⁷¹ GILSON. *Controlling...*, 2005, p. 13.

⁷² GILSON. *Controlling...*, 2005, p. 16.

⁷³ GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. Controlling Controlling Shareholders. *Working Paper, Stanford Law School*, n. 262, 2003. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=417181>> Acesso em: jul. 2013, p. 4-5.

ou por meio de outras empresas em que participa, de oportunidades de negócios ofertadas à companhia; (ix) facilitar a contratação de empresas pertencentes aos controladores⁷⁴.

Um dos caminhos que o controlador pode se utilizar para extrair tais benefícios, é a “cooptação do conselho de administração para aprovação de diretrizes e de operações de interesse do grupo majoritário, em detrimento dos minoritários”⁷⁵.

Em importante trabalho sobre o tema, Dyck e Zingales comparam os benefícios privados do controle entre 39 países, em 412 transações entre os anos de 1990 e 2000⁷⁶.

Segundo os autores, existem dois métodos para se estimar os benefícios privados: (i) o primeiro consiste em, sempre que o bloco de controle troque de titularidade, medir a diferença do preço pago por ação pelo adquirente e o preço avaliado no mercado no dia em que a venda é anunciada; (ii) o segundo, em avaliar a diferença entre duas classes de ações, com direitos patrimoniais similares, mas com direitos políticos distintos. O método escolhido pelos autores foi o primeiro⁷⁷.

Verificaram os autores que, nos países analisados, quanto maior o prêmio pago pelo controle, menor tende a ser a proteção ao investidor. Isso porque quando os benefícios privados do controle são maiores, os empreendedores ficam mais relutantes em abrir o capital e mais propensos a reter o controle quando decidirem abrir o capital, evitando, assim, a fiscalização e tutela dos direitos dos minoritários por agências e órgãos reguladores⁷⁸.

Há três implicações macroeconômicas importantes decorrentes disso: (i) a importância do mercado de capitais para o PIB – Produto Interno Bruto será inferior em países onde os benefícios privados do controle sejam altos; (ii) o percentual de companhias abertas será menor em países onde os benefícios privados do controle sejam altos; (iii) o governo preferirá privatizar empresas públicas ou vender o controle de empresas mistas em transações privadas ao invés de ofertas públicas em países onde os benefícios privados do controle sejam altos⁷⁹.

Um alto nível de proteção legal e estatutária, bem como de eficiência na aplicação da lei (“enforcement”), está associado a baixos níveis de benefícios privados do controle.

⁷⁴ GELMAN, *O Conselheiro Independente...*, p. 64.

⁷⁵ ROSSETTI. ANDRADE. *Governança...*, p. 214.

⁷⁶ DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: An international comparison. *The Journal of Finance*, v. 59, n. 2, 2004, p. 538.

⁷⁷ DYCK. ZINGALES. *Private...*, p. 538.

⁷⁸ DYCK. ZINGALES. *Private...*, p. 538-539.

⁷⁹ DYCK. ZINGALES. *Private...*, p. 571/-72. É curioso que, sobre a terceira implicação, os autores citam expressamente o caso brasileiro: “In Brazil, for example, government interest in receiving the control premia at the time of privatization led them to weaken existing protections for minority investors so that minority holders of voting shares no longer had the right to an equal offer at the same price as the control block”. p.575.

Proteções extralegais, como uma imprensa de ampla difusão, alta taxa de prestação de contas fiscais e leis que fomentem a competição entre os agentes de mercado também estão associadas a baixos níveis de benefícios privados⁸⁰.

A conclusão a que chegam Dyck e Zingales é que, em países em que há um maior índice de benefícios privados do controle, três situações tendem a ocorrer: (i) há maior concentração acionária; (ii) privatizações ocorrem em transações privadas ao invés de ofertas públicas (como por diversas vezes ocorreu no Brasil), e, (iii) o mercado de capitais é menos desenvolvido⁸¹.

Coincidência ou não, o maior índice de benefícios privados do controle – avaliado pelos autores com base no valor do prêmio da venda do bloco de controle – foi no Brasil, que alcançou um percentual de 65% (sessenta e cinco por cento)⁸².

Nenova também realizou estudo no intento de medir os benefícios privados do controle, para tanto, pesquisou 18 países e 661 companhias com ações com ou sem direito a voto, tendo por base dados de 1997.⁸³

A conclusão de Nenova foi de que os benefícios que os acionistas controladores extraem são significativos e variam de país para país. Na sua análise, o país em que o controlador auferiu um nível mais elevado de benefícios privados do controle é o México, com estimativa de controle valendo entre 46% e 51%. Não obstante, como era de se esperar, o Brasil também ficou em posição de destaque, indicando um acréscimo do valor de controle em relação às demais ações variando entre 16% e 23%⁸⁴.

Como visto, em países em que os benefícios privados associados ao controle são menores que os ganhos com o monitoramento da gestão, o modelo de concentração acionária poderá ser mais eficiente do que o de dispersão. Não é o caso do Brasil, recordista quanto à matéria, onde os benefícios privados do controle são deveras excessivos.

Mister trazer a seguinte constatação conclusiva:

De qualquer modo, foi possível constatar, especialmente no capítulo quatro, que o Brasil, segundo dados empíricos, está entre os países que apresentam maior índice de benefícios privados extraídos pelo acionista controlador. [...] Diante dos estudos apresentados, como se viu, há fortes indícios de que os benefícios particulares do controle no Brasil não são razoáveis e indicam ineficiência do controle concentrado, haja vista os valores substancialmente maiores dos prêmios atribuídos ao bloco de controle de ações de companhias brasileiras em operações

⁸⁰ DYCK. ZINGALES. *Private...*, p. 576-579.

⁸¹ DYCK. ZINGALES. *Private...*, p. 589-890.

⁸² DYCK. ZINGALES. *Private...*, p. 551.

⁸³ NENOVA, Tatiana. *The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis*, 2000, p. 3.

⁸⁴ NENOVA, *The Value...*, p. 32.

*de alienação de controle, se comparados aos prêmios oferecidos em outros países*⁸⁵.

Deve haver, portanto, uma maior limitação dos benefícios privados extraídos pelo controlador, o que pode ser alcançado, principalmente, com um bom sistema legal, mediante o estabelecimento de proteções normativas aos minoritários.

Para melhorar o sistema legal, e mitigar a extração indevida de benefícios privados do controle, é possível atuar eliminando três áreas de deficiência: (i) criar “standards” que tornem benefícios privados do controle elevados ilegais; (ii) estabelecer um processo de “disclosure” que permita aos principais observar os agentes e, com isso, aplicar os “standards” referidos no item (i); e, (iii) existência de mecanismos de “enforcement” que torne possível a imposição de sanções ou coibições de comportamentos contrários aos “standards” estabelecidos⁸⁶.

Davies refere, como visto anteriormente, estratégias que possam reduzir esse conflito. Uma delas, que merece destaque, é a criação de “standards”, padrões de conduta endereçados para determinado agente para que se evite uma atuação prejudicial ao principal; aqui, por exemplo, insere-se o já existente dever de independência (Artigo 154, § 1º, LSA). Outra, é a “trusteeship strategy”, que consiste justamente em outorgar a tomada de decisões nas mãos de uma pessoa que não esteja em conflito de interesses, que não pertença ao acionista controlador. E, nesse sentido, o exemplo mais comum é a exigência de que o “board of directors” seja composto por “independent directors”, que não representem um acionista com significativa participação⁸⁷.

Portanto, verifica-se que, em sistema de concentração acionária, em que existe controlador ou bloco de controle, como no Brasil, onde ainda se observa elevado índice de extração de benefícios privados do controle, recomenda-se a avaliação de técnicas voltadas à limitação da liberdade dos controladores em extrair esses benefícios⁸⁸.

Cumprindo indagar, nessa senda, se a Lei das S/A, ao introduzir os §§ 8º e 9º no artigo 118, não teria andado no sentido contrário, possibilitando uma ainda maior extração de

⁸⁵ OLIVEIRA, Eduardo A.; JACOMINI, Fernanda P.; MERLUSSI, Natália P.; DEZEM, Renata M.M.M. S.A. no Brasil: Sistema de Capital Concentrado Ineficiente? In: PENTEADO, Mauro (org.) *Mercado de Capitais Brasileiro II – Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 382-383.

⁸⁶ GILSON. *Controlling...*, 2005, p. 41.

⁸⁷ DAVIES. *Introduction...*, p. 261. Ou, nos sistemas de capital disperso, que não desempenhem funções executivas.

⁸⁸ Segundo MUNHOZ, *Desafios...*, p. 138: “a ênfase do direito societário em sistemas de controle concentrado deve ser a de procurar limitar o poder de o controlador extrair excessivos benefícios particulares da companhia. Não se trata de eliminar completamente esses benefícios, mas de mantê-los em nível adequado. Pode-se entender como critério razoável o teste de verificar se os benefícios particulares extraídos pelo controlador são inferiores ou pelo menos iguais aos custos reduzidos pelo monitoramento dos administradores”.

benefícios privados pelos controladores, ampliando, com isso, também, o conflito de agência entre acionistas controladores e não-controladores.

1.6 Conclusão do capítulo

É possível extrair, do presente capítulo, que a separação entre propriedade e gestão, observada por Berle e Means no clássico livro “The Modern Corporation and Private Property”, de 1932, tratou-se de um fenômeno que deu início a diversas discussões a respeito da atuação do corpo executivo de grandes companhias americanas.

Uma dessas principais discussões foi a que deu ensejo à teoria da agência, retratada por Jensen e Meckling, em 1976, no seminal artigo “Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, cuja ideia consiste em identificar os conflitos que poderiam surgir a partir desse desalinhamento de interesses entre gestores e proprietários, bem como os custos que daí poderiam exsurgir.

Com o desenvolvimento desta teoria, originalmente prevista para o conflito de agência entre executivos e acionistas, comum em países com estrutura de capital dispersa, outro conflito, típico de países de estrutura de capital concentrado, foi identificado, vale dizer, aquele entre acionistas controladores e não-controladores.

O mercado de capitais brasileiro, embora tenha demonstrado algumas modificações na sua estrutura de capital, com recentes reduções no nível de concentração acionária em relação às companhias listadas na bolsa de valores, não parece que irá migrar, ao menos em um futuro breve, para a estrutura de capital dispersa.

Com isso, o problema de agência identificado assemelha-se mais com aquele verificado nos países da Europa continental, que é chamado pela doutrina de expropriação de benefícios privados do controle, em detrimento daqueles acionistas que não participam do controle.

De acordo com as pesquisas analisadas, o Brasil é um dos países com maior nível de expropriação, o que revela a ineficiência de nosso sistema de concentração acionária.

Assim, devemos estudar formas de limitar a extração de benefícios privados do controle pelos acionistas controladores, até que se alcance um nível adequado e saudável ao mercado e investidores.

Como veremos no capítulo a seguir, as práticas de governança corporativa têm sugerido um papel nuclear do conselho de administração na governança das grandes companhias, incentivando a sua atuação como redutor desse conflito entre acionistas

controladores e não controladores, promovendo, assim, a limitação da extração de benefícios privados do controle.

CAPÍTULO II

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.1 Introdução

No capítulo anterior, destacamos a importância do fenômeno da separação do controle e da propriedade, que põe o controle sobre a gestão do patrimônio de um lado e os titulares da propriedade de outro. No caso dos sistemas de capital concentrado, vimos que o controle é exercido pelo acionista controlador, enquanto os acionistas não-controladores assumem uma postura passiva em relação à companhia.

Conforme observamos, é comum nessa relação surgir um desalinhamento de interesses entre os diferentes polos dessa relação, conflito esse analisado pela teoria da agência. No nosso sistema, o principal problema desse conflito de agência é a extração excessiva de benefícios privados do controle pelo agente (acionista controlador), em detrimento dos principais (acionistas não-controladores).

Neste capítulo, analisaremos como a governança corporativa pode auxiliar na interpretação dos problemas atinentes a esse conflito de agência, especificamente no que tange ao papel do conselho de administração. Veremos que papel tem sido a ele atribuído pela governança corporativa e como ele pode atuar para reduzir o conflito em questão.

Iniciaremos por uma análise sobre o histórico, conceito, importância e características da governança, observando possíveis convergências e divergências.

Em seguida, atentaremos para o papel do conselho de administração, segundo a governança corporativa, e a discussão quanto ao conselheiro independente no Brasil e na experiência estrangeira.

Questionaremos, por fim, se a inserção dos §§ 8º e 9º no artigo 118 da Lei das S/A está adequada aos preceitos estudados e alinhada com as práticas de governança verificadas.

2.2 Histórico

A governança corporativa teve origem entre meados da década de 1970, nos Estados Unidos, com o surgimento de discussões a respeito da responsabilidade da gestão pela

prestação adequada de contas da administração (“management accountability”⁸⁹), estrutura da administração (“boards of directors”) e direitos dos acionistas (“shareholders rights”)⁹⁰.

Internacionalmente, o movimento apenas obteve dimensão a partir de 1992, com a edição do “Cadbury Report”, na Inglaterra. Nos anos seguintes a tendência se espalhou pela Europa e pelo mundo, com a elaboração de códigos de governança em diversos outros países.

Conforme observaremos agora, a discussão quanto ao papel do “board of directors” (para nós, o conselho de administração) permeia grande parte da história da governança corporativa, e, de certa forma, tangencia um pouco com o que falaremos mais adiante, no **item 2.9**. No entanto, é interessante ter presente o quão importante foi (e continua sendo) o papel dos conselhos no contexto histórico e no desenvolvimento da governança corporativa.

2.2.1 O surgimento da governança corporativa

Inicialmente, faz-se necessário analisar a governança corporativa pela ótica do direito americano, eis que brotaram lá as primeiras impressões a respeito do tema, e, assim, compreenderemos adequadamente o contexto do seu surgimento, para, depois, passarmos aos códigos de governança e repercussões internacionais.

Nas décadas que seguiram à segunda guerra mundial, os Estados Unidos experimentaram um crescimento econômico acentuado e as grandes corporações americanas aumentaram seu poderio significativamente⁹¹.

Durante essa época, “managers” (administradores executivos) lideravam enquanto “directors” (membros do “board of directors”) e acionistas passivamente os seguiam. Esperava-se que os “boards” dessem suporte ao “management”, eis que os principais executivos exerciam influência determinante na seleção dos “directors”.

Os acionistas eram investidores pequenos (chamados de “retail investors”), geralmente focados em investimentos de curto prazo, conhecidos por sua indiferença em relação à gestão da companhia, com exceção do seu interesse por dividendos e pelo preço das suas ações.

⁸⁹ Utilizaremos, conforme já explicado, as expressões na sua linguagem materna para proporcionar uma compreensão mais precisa do que passaremos a comentar.

⁹⁰ CHEFFINS, Brian R. *The History of Corporate Governance*, dez 2011. Oxford Handbook of Corporate Governance, Mike Wright, Donald Siegel, Kevin Keasey and Igor Filatotchev, eds., Oxford University Press, 2013; *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper*. n. 54-2011, p. 1.

⁹¹ CHEFFINS. *The History...*, p. 2. De maneira similar, sobre o fortalecimento da administração no direito americano pós segunda guerra, ver: SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*, 2. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 32.

Em meados dos anos 1970, a “SEC – Securities Exchange Commission” colocou a governança corporativa na sua agenda oficial quando, por força de sua atividade regulatória, começou a tratar de questões atinentes à prestação adequada de contas da administração (“management accountability”). O movimento foi desencadeado por uma série de denúncias de suborno de órgãos oficiais estrangeiros por empresas americanas. Em 1976, o termo “corporate governance” apareceu pela primeira vez no “Federal Register”, jornal oficial do governo federal⁹².

O primeiro esforço feito pela SEC, nesse contexto, foi fazer modificações no “board of directors” para incluir “non-executive directors” (membros do conselho de administração alheios ao “management”) na composição do “board” e criar um comitê de auditoria.

Nesse mesmo ano, a SEC conseguiu que a “NYSE - New York Stock Exchange” (Bolsa de Valores de Nova Iorque) incluísse dentre as suas regras de listagem que cada companhia listada mantivesse um comitê de auditoria composto por diretores independentes.

Também em 1976, Ralph Nader, Mark Green e Joel Seligman escreveram a primeira teorização conhecida sobre o termo “corporate governance” no livro “Taming the Giant Corporation”. Nele, defenderam que a governança corporativa deveria reformar, mediante o uso de leis federais (“hard law”), o papel histórico do “board”, geralmente submisso ao “management”, por uma supervisão efetiva da gestão, tornando-o responsável por evitar violações da lei pelo “management” e por quebra de confiança⁹³. Essa ideia ressoou no livro de Melvin Eisenberg, “The Structure of Corporate Law”, do mesmo ano, que afirmou que se deveria substituir o atual modelo passivo do “board” por um “modelo de monitoramento”, em que a maioria dos seus membros fosse independente do “management” e cuja principal atribuição seria promover a responsabilidade e prestação de contas da administração⁹⁴.

Ainda em 1976, Michael C. Jensen e William Meckling, desenvolveram a teoria da agência, que foi vista no capítulo anterior, **item 1.4**, com o clássico artigo “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, tentando explicar os conflitos e custos ocasionados pela segregação entre propriedade e controle⁹⁵.

⁹² CHEFFINS, *The History...*, p. 2.

⁹³NADER, Ralph; GREEN, Mark; SELIGMAN, Joel. *Taming the Giant Corporation*. Nova Iorque: Editora W. W. Norton, Incorporated, 1976.

⁹⁴EISENBERG, Melvin A. *The structure of the corporation: A legal analysis*. Boston: Little Brown, 1976, p. 164-165 e 174-177.

⁹⁵JENSEN, Michael C.; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, 1976. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=94043>> Acesso em: JENSEN. MECKLING. *Theory of the firm...*, 1976.

No ano seguinte, embora não se tenha feito grandes reformas, a SEC passou a determinar que as companhias negociadas no mercado de valores mobiliários prestassem informações quanto à independência dos seus diretores e a utilização de comitês de auditoria, nomeação e compensação⁹⁶.

O “chairman” (presidente) do “board of directors” da SEC, Harold Williams, nomeado pelo presidente democrata Jimmy Carter, em 1977, chegou a afirmar que o “board” ideal deveria ter apenas um diretor executivo, o “CEO – Chief Executive Officer”, e defendeu que tal alteração deveria se dar em nível privado, mediante a realização de reformas voluntárias pelas companhias⁹⁷.

Em 1978, o “Business Roundtable”, um grupo composto por 180 CEO’s de grandes companhias, emitiu declaração intitulada “The Role and Composition of Directors of the Large Publicly Owned Corporation”, recomendando que os “boards” de grandes companhias abertas deveriam ser compostos por uma maioria de membros desvinculados em relação ao “management”, e que se deveria estabelecer comitês de auditoria, compensação e nomeação dominados por tais “directors”⁹⁸.

Mais uma tentativa de fortalecer o papel dos “boards” veio em 1980, com o projeto de lei apresentado no congresso americano pelo Senador Howard Metzenbaum, chamado de “Protection Shareholders’ Rights Act”, o qual: (i) estipulava um mínimo de “standards” (padrões normativos de conduta) para companhias abertas, (ii) determinava uma maioria de membros independentes no “board of directors”, (iii) incentivava a criação de um comitê de auditoria e nomeação composto apenas por membros independentes, e, (iv) outorgava aos acionistas o direito de nomear candidatos para o “board” (direito esse tradicionalmente detido pelo “management” no direito americano)⁹⁹.

Contudo, após as crises do petróleo de 1973 e 1979, os Estados Unidos e a Inglaterra passaram por um período de estagflação, elevado desemprego e altas taxas de juros, dando ensejo à ascensão da política econômica neoliberal¹⁰⁰.

Em vista disso, a partir de 1981, houve uma retração forte no movimento de governança, que recém estava nascendo, devido à alteração do cenário político da época, e a eleição do presidente republicano Ronald Reagan.

⁹⁶ CHEFFINS, *The History...*, p. 3.

⁹⁷ CHEFFINS, *The History...*, p. 4.

⁹⁸ CHEFFINS, *The History...*, p. 6.

⁹⁹ CHEFFINS, *The History...*, p. 4.

¹⁰⁰ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 35.

O “Protection of Shareholders Act” estagnou no congresso e o “chariman” da SEC, Harold Williams, foi substituído por John Shad, que não partilhava da opinião de seu predecessor sobre governança corporativa¹⁰¹.

A discussão sobre governança corporativa remanesceu com o “ALI - American Law Institute”, uma organização privada formada por advogados, juízes e acadêmicos, que emitiu em 1982, a sua primeira publicação pública, o documento intitulado “Tentative Draft No. 1”. A proposição era que fossem estabelecidas regras obrigatórias exigindo: (i) que os “boards” fossem compostos por uma maioria de membros independentes, (ii) que fossem criados comitês de auditoria e nomeação e (iii) que a atuação dos membros do “board” se limitasse a supervisionar os executivos seniores da companhia, como vinha sendo construído até então.

Entretanto, o documento foi severamente criticado por diversos organismos e entidades vinculadas ao mercado de valores mobiliários, inclusive o “Business Roundtable”, que antes apoiava o fomento da governança corporativa.

Os críticos do ALI passaram a analisar o direito das companhias sobre uma nova visão, voltada ao mercado, sob a perspectiva da teoria dos custos de transação do “law and economics” que, na época, entendia que os mercados lidariam melhor com a arbitrariedade dos executivos no exercício da administração do que com práticas e normativos de governança corporativa¹⁰².

Ao mesmo tempo, a partir de 1981, surgiu o conceito de “valor para o acionista” (“shareholder value”), como objetivo a ser perseguido pelos executivos das companhias norte-americanas, que antes “tinham uma abordagem mais orientada para equilibrar os interesses de seus públicos-alvo”. A partir de então, o sucesso das grandes companhias passou a ser atrelado ao aumento de riqueza para seus acionistas, obtido pela maximização do preço de ações e do pagamento de dividendos¹⁰³.

Esse foco na criação de valor para o acionista, juntamente com a teoria da agência, serviu como pano de fundo para o fortalecimento do movimento de governança corporativa.

¹⁰¹ CHEFFINS, *The History...*, p. 7.

¹⁰² CHEFFINS, *The History...*, p. 9. Digno de nota, que em 1994, cedendo a mais de uma década pressão, a ALI finalmente publicou o seu “Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations”, que não acrescentou nada de substancial quanto ao tema (conforme explica CHEFFINS, *History...*, p. 10).

¹⁰³ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 35. Como veremos no **item 2.6.**, mais a frente, essa abordagem “pro-shareholder”, embora predominante no cenário internacional atual, tem cedido lugar – recentemente e de maneira singela – para uma abordagem “pró-stakeholder”, havendo uma tendência de se incentivar, além do interesse dos “shareholders”, a consideração e a tutela dos interesses dos “stakeholders” nas companhias.

E esse fortalecimento veio com a pressão do próprio mercado, a partir do crescimento dos investidores institucionais e do seu interesse pela matéria.

Deve-se recordar que a década de 1980 foi marcada por técnicas inovadoras e agressivas de ofertas públicas de aquisição de controle (“takeover bids”) entre grandes companhias americanas. Até então os acionistas não possuíam participação suficiente para desempenhar um papel determinante em monitorar as atitudes dos executivos integrantes do “management”¹⁰⁴.

No entanto, nesse período, houve um crescimento das participações de investidores institucionais, e estes investidores passaram a disputar o mercado de controle acionário das companhias. Os executivos defenderam-se mediante o uso de diversas técnicas “anti-takeover”, como o “greenmail”, “poison pills”, “fair price provision”, “white knight”, “crown jewel”, “pac man”, “jewish dentist”, entre outras¹⁰⁵.

A reação dos investidores foi realizada, num primeiro momento, em nível judicial, envolvendo grandes litígios nas cortes americanas.

Todavia, a luta promovida pelos investidores institucionais não surtiu o resultado esperado. Por dois motivos: primeiro, porque raramente os esquemas “anti-takeover”, que contavam com votos dos acionistas (como “poison pills”, p. ex.), eram rejeitados completamente¹⁰⁶. Segundo, porque quando acionistas acessavam o judiciário para proteção, as cortes decidiam favoravelmente à rejeição da oferta de aquisição de controles e os passos tomados pela companhia se este processo envolvesse um comitê especial e/ou membros independentes do “board” (utilizados “pro forma” pelas companhias)¹⁰⁷.

Entre 1991 e 1993, a pressão dos investidores institucionais por “boards” mais ativos se intensificou.

Fundos de pensão públicos, como o “CalPERS - California Public Employees' Retirement System”, passaram a publicar recomendações de práticas de governança a serem adotadas pelas companhias, como forma de atrair seu investimento. O intuito era avaliar o “board” e seus integrantes, substituir o método de remuneração a partir do tamanho da companhia conforme a performance da administração, e pressionar os membros do “board” para que removessem executivos-chefes que tivessem uma performance ruim. Companhias

¹⁰⁴ MONKS, Robert A. G.; MINOW, Nell. *Corporate Governance*. 3. ed., Blackwell Publishing: United States, 2004, p. 234-235.

¹⁰⁵ Para uma descrição dessas técnicas, vide MONKS, *Corporate...*, p. 236-238.

¹⁰⁶ Uma técnica utilizada pelas administrações das companhias era, p. ex., condicionar a distribuição de dividendos ou matérias que os acionistas tinham interesse à aprovação de cláusulas anti-takeover, forçando, de certo modo, a sua aprovação.

¹⁰⁷ CHEFFINS, *The History...*, p. 12.

relevantes no mercado de capitais norte-americano passaram a aderir a tais recomendações¹⁰⁸.

Então, os acionistas, liderados por investidores institucionais, passaram a ter mais voz na companhia, e o conflito com os membros do “management” também se intensificou.

Em vista do impacto do investidor institucional na economia, a teoria econômica, ainda que tardiamente, passou a apoiar o movimento de governança corporativa, sustentando que os sistemas de controles internos das grandes companhias abertas americanas falharam em incentivar os executivos a maximizar a eficiência da empresa e a criação de valor para os acionistas¹⁰⁹.

No mesmo período, vale dizer, início da década de 1990, a governança corporativa alcançou patamares internacionais.

2.2.2 A disseminação da governança corporativa no mundo

Nesse caminho, inaugurou-se, no Reino Unido, importante etapa no fomento das práticas de governança, que foi a criação do primeiro código de governança.

Em 1991, a bolsa de valores de Londres, a “LSE – London Stock Exchange”, e o “Financial Reporting Council”, que regulava aspectos contábeis no país, estabeleceram o “Committee on Financial Aspects of Corporate Governance”.

Esse comitê, liderado pelo Sir Adrian Cadury, emitiu um relatório em 1992, chamado de “Committee on Aspects of Corporate Governance”, que posteriormente ficou conhecido como “Cadbury Report”, dando origem ao primeiro código de recomendações de boas práticas de governança corporativa. Esse código foi adicionado ao apêndice das regras de listagem da LSE, e, a partir de então, as companhias listadas foram obrigadas a seguir as práticas nele dispostas ou, em caso de recusa, explicar o porquê da rejeição das práticas em questão (abordagem regulatória conhecida como “comply or explain”)^{110/111}.

¹⁰⁸ CHEFFINS, *The History...*, p. 13.

¹⁰⁹ CHEFFINS, *The History...*, p. 16-17.

¹¹⁰ MONKS. *Corporate...*, p 297.

¹¹¹ O código foi completado e reformado posteriormente pelo “Greenbury Report”, em 1995, que continha regras sobre remuneração dos executivos das companhias, e o “Hampel Report”, de 1998, que revisou o trabalho feito pelos dois comitês, levando a publicação do primeiro “UK Combined Code of Corporate Governance”, também em 1998. Além disso, sofreu outras alterações, praticamente todas visando ao aperfeiçoamento do “board of directors” e da postura dos “directors”. Assim, foram editados a “Turnbull Guidance”, em 1999, sobre controle interno das companhias, o “Higgs Report”, em 2003, sobre o papel e efetividade dos “non-executive directors”, o “Smith Report”, em 2003, sobre comitês de auditoria, e o “Tyson Report”, 2003, sobre recrutamento e desenvolvimento de “non-executive directors”. Em seguida, vieram as revisões: “Turnbull Review”, em 2005, “Turner Review”, em 2009, e “Walker Review”, também em 2009.

Desde a criação do “Cadbury Report”, os debates relacionados à governança corporativa começaram a se espalhar internacionalmente.

Com o restabelecimento e crescimento econômico de outros países, como Alemanha e Japão, e uma época de recessão nos Estados Unidos, despertou-se o interesse perante o sistema de governança por eles utilizado, e um senso de competição entre os diversos sistemas de governança no mundo todo começou a se formar¹¹².

No final da década de 1990, a “Organisation for Economic Co-Operation and Development” (OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico), atenta a esse movimento, publicou um guia de princípios para que as legislações pudessem se inspirar, designado “Principles of Corporate Governance”.

Importa notar que um dos cinco principais temas desse documento é o papel e estrutura do “board of directors”, visualizado com destaque como o órgão responsável pela persecução do interesse da companhia, responsável por cuidar e tratar, com equidade, do interesse de seus acionistas e de outras partes interessadas, como empregados, credores, fornecedores e comunidades em que a empresa atua (“stakeholders”), reforçando que o “board” e seus membros devem exercer um julgamento objetivo e independente nos assuntos de sua atribuição na companhia (veremos melhor este ponto no **item 2.9**).

Levando adiante o trabalho da OCDE, o “ICGN - International Corporate Governance Network”, grupo liderado por investidores de diversos países, buscou amplificar tais princípios em documento que declarava as expectativas dos investidores pertencentes ao grupo, o “ICGN Statement on Corporate Governance Principles”, editado também no ano de 1999, meses após o “Principles of Corporate Governance” da OCDE. O “Statement” afirma que os “boards” são responsáveis perante os acionistas enquanto classe, e recomenda que se eleja um número suficiente¹¹³ de membros independentes, com competências

Recentemente, em setembro de 2014, foi publicado o “UK Corporate Governance Code”, focado na adoção de medidas para alinhar a atuação e remuneração dos administradores ao sucesso da companhia a longo prazo. Tais constantes atualizações e revisões mantém sempre a governança corporativa do Reino Unido em posição de destaque e vanguarda, merecendo especial atenção.

¹¹²MONKS. *Corporate...*, pp. 313 e 322. Com efeito, Japão e Alemanha eram mercados focados em relações de investimento de longo prazo, o Japão marcado por intervenção governamental forte e por um padrão de participações recíprocas entre as grandes companhias, seus consumidores e fornecedores (os “keiretsus”); e a Alemanha marcada por um investimento contundente de bancos, na qualidade de financiadores de grandes companhias, e um sistema dual de administração caracterizado pela incorporação de parcela relevante de trabalhadores da companhia no seio do seu “Aufsichtsrat” (conselho de supervisão).

¹¹³ O documento considera “suficiente” um número superior à maioria dos membros do “board” e não inferior a três.

apropriadas. Recomenda, por fim, que se preze pelo profissionalismo nos “boards” mediante a utilização de comitês independentes de auditoria, nomeação e remuneração¹¹⁴.

Fraudes empresariais no ano de 2001 colocaram em xeque a eficiência das regras de governança corporativa. Nos Estados Unidos, afetaram companhias de renome, como: Enron, WolrdCom, Tyco, Dynergy e Xerox.

A reação veio com a edição da lei “Sarbanes Oxley”, em 2002, que surtiu impacto global, reforçando as regras de governança corporativa, tais como: (i) emissão anual de relatório de avaliação de controles internos relativos às demonstrações financeiras; (ii) maior responsabilidade do comitê de auditoria, que deve ser composto apenas por conselheiros independentes; (iii) responsabilização dos principais executivos sobre os relatórios publicados; e, (iv) aumento da restrição de prestação de determinados serviços de consultoria pelas empresas de auditoria¹¹⁵.

Na Europa, pouco tempo depois, os maus exemplos de destaque foram: Parmalat, na Itália; a Royal Ahold, na Holanda; e a Vivendi, na França. Os problemas eram diversos: números inflacionados, adulteração de demonstrativos financeiros, realização de empréstimos ocultos para executivos, “insider trading”, até casos de evasão fiscal¹¹⁶.

Os esforços de governança corporativo promovidos na Europa foram diversos. Com efeito, verifica-se um estágio bastante avançado de desenvolvimento de governança corporativa na União Europeia. Roth e Kindler fazem um apanhado bastante útil para demonstrar essa evolução¹¹⁷. Afirmam que, a partir do ano 2001, passou a haver um processo de harmonização da legislação concernente ao direito societário. Assim, como parte desse processo, destacam o seguinte: em 2001 foi criada a “Societas Europaea”; em 2003, a “Societas Cooperativa Europaea”; em 2004, foi editada a “Takeover Directive” e “Recommendations on board compensation”; em 2005, as “Recommendations related to non-executive directors and committees”, bem como a “Cross-Border Merger Directive”;

¹¹⁴ ICGN – International Corporate Governance Network, *Statement on global corporate governance principles*, 1999, item 4. Analisando a atual redação de 2014, observamos certa evolução: (i) no item 1.1., amplia-se o interesse a ser tutelado, referindo ser dever dos “boards” a tutela do interesse da companhia, e, considerar o interesse de relevantes “stakeholders”; (ii) no item 1.2., refere-se que o “board” é responsável perante acionistas e “stakeholders”, devendo adotar uma atuação focada no longo prazo; (iii) no item 2.2., recomenda-se que o “chairman” seja independente; (iv) no item 2.5., especifica-se um procedimento a ser adotado pelo “board” para avaliar a independência de seus membros; (v) no item 3.1., recomenda-se que o “board” seja composto por uma maioria de membros não-executivos, e, que metade destes, sejam independentes; e, (vi) nos itens 3.8., 6.8. e 7.9, recomenda-se que apenas membros não-executivos integrem o comitê de nomeação, de remuneração e de auditoria, sendo metade deles independentes.

¹¹⁵ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 39.

¹¹⁶ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p.38.

¹¹⁷ ROTH, Günter H; KINDLER, Peter. *The Spirit of Corporate Law: Core Principles of Corporate Law in Continental Europe*, Editora Beck, 2013, p. 20-23.

em 2006, a “New Statutory Audit Directive and reform of accounting rules”; em 2007, a “Shareholders Rights Directive”; em 2008, uma proposta de “Societas Privata Europaea”; em 2009, duas recomendações adicionais relacionadas à remuneração do “board”; em 2010, foi publicado o “Green Paper on corporate governance for financial institutions”; e, em 2011, o “Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law”, o “Green Paper on a general corporate governance framework”, o correspondente “Feedback Statement - Summary of Responses to the Commission Green Paper on the EU corporate governance framework”; e, em 2012, “Action Plan: European company law and corporate governance”¹¹⁸.

Em 2008, eclodiu a crise financeira global, considerada o maior colapso financeiro desde a quebra da bolsa de Nova York em 1929. As causas identificadas como responsáveis pelo colapso também estão relacionadas ao nosso tema de estudo: (i) adoção de sistemas de remuneração de executivos focados em curto prazo; (ii) “falhas dos conselhos de administração no monitoramento dos riscos e na fixação de sistemas de incentivos adequados”; (iii) falta de transparência das instituições financeiras em relação aos reais riscos decorrentes das operações realizadas¹¹⁹.

A resposta veio novamente em forma de lei, nos Estados Unidos, a partir da edição da lei “Dodd Frank”, em 2010, que aumentou a regulação sobre as instituições financeiras¹²⁰. A OCDE também lançou um conjunto de documentos, focados nas lições aprendidas com a crise, com novas e adicionais recomendações: (i) em 2008, “Using the OCDE Principles of Corporate Governance: a boardroom perspective”, (ii) em 2009, “Corporate governance lessons from the financial crisis”; (iii) também em 2009, “Corporate governance and the financial crisis: key findings and main messages”; e, (iii) em 2010, “Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles”¹²¹. Recentemente, em setembro de 2015, foi publicada a nova edição dos “Principles of Corporate Governance”, atualizando a versão de 2004 e reforçando os princípios de governança corporativa enunciados anteriormente¹²².

Segundo Rossetti e Andrade, essas modificações ensejaram um novo cenário para a governança corporativa em termos globais, marcado por quatro características dominantes:

¹¹⁸ Todos esses documentos estão disponíveis em: <<http://ec.europa.eu/>>.

¹¹⁹ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 40.

¹²⁰ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 40.

¹²¹ ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 7. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2014, p. 177.

¹²² G20/OECD. *Principles of Corporate Governance*, set/2015, Disponível em: <http://www.ecgi.org/codes/documents/g20_oecd_cg_principles_5sep2015_en.pdf> Acesso em: out. 2015.

(i) adesão mundial às práticas de governança corporativa, seja pela adoção de códigos nacionais de governança, seja pela criação de instituições civis independentes focadas no fortalecimento e obediência de boas práticas de governança, seja pela adoção de práticas contábeis e financeiras internacionais; (ii) crescente autorregulação em razão da tendência em se adotar efetivamente as práticas sugeridas nos códigos nacionais, como a regra do “comply and explain”; (iii) a presença de sinais vermelhos, como as mega fraudes e escândalos de 2002 e 2008, que abalaram a confiança dos investidores; (iv) a regulação contundente do Congresso dos Estados Unidos e da Comissão da União Europeia, com a proposição de regras preventivas mais rígidas às companhias¹²³.

Assim, estabeleceu-se um novo cenário de governança corporativa, tendo, de um lado, adesão às boas práticas e autorregulação, e, de outro, sinais vermelhos e regulação legal contundente¹²⁴.

Por fim, interessante destacar, e até mesmo por isso fizemos uma explanação alongada desse histórico, que o “board of directors” sempre foi um ponto de foco no desenvolvimento histórico da governança corporativa, por reduzir os conflitos de agência tanto em sistemas de concentração acionária quanto de capital disperso. A capacidade de seus membros de formular um julgamento independente sobre os assuntos da sua seara de atuação – materializada na exigência de membros independentes no “board”, recomendações específicas quanto a conselhos profissionais, autônomos e atuantes, criação e participação de membros independentes em comitês chave –, foi ganhando destaque ao longo do tempo, tornando-se valiosa para o estudioso de governança corporativa.

2.3 Governança corporativa no Brasil

A partir da década de 1990, o Brasil alinhou-se a uma série de mudanças globais, alterando sua estratégia político-econômica (anteriormente nacionalista, protecionista, com imposição de reservas de mercado e estatização de áreas-chave da economia). A mudança veio com a adoção de uma política neoliberal. Os principais movimentos foram: (i) inserção global; (ii) integração regional; (iii) abertura econômica, com fim de reservas de mercado; (iv) realização de privatizações; (v) novos marcos regulatórios de direção liberalizante; e, (vi) desmonopolização, estendendo-se a competição a quase todos mercados¹²⁵.

¹²³ ROSSETTI. ANDRADE, *Governança...*, p. 189.

¹²⁴ ROSSETTI. ANDRADE, *Governança...*, p. 201.

¹²⁵ ROSSETTI. ANDRADE, *Governança...*, p. 520.

A relevância desse cenário, aqui no Brasil, vinha sendo observada pelo IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, criado em 1995 sob a denominação Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração, o qual editou, em 1999, o primeiro código de governança brasileiro, o “Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa”¹²⁶.

O tema da governança ganhou força em 1998 em razão das operações de fechamento de capital e alienação de blocos de controle prejudiciais aos acionistas minoritários, colocando em evidência o conflito entre acionistas controladores e não-controladores. O surgimento de fundos de investimentos em ações, interessados em alocar seus recursos em companhias brasileiras, também desempenhou um papel relevante no aprimoramento das práticas de governança¹²⁷.

Sua importância aumentou quando diversas recomendações, princípios e regras de governança foram adotadas pela Bolsa de Valores de São Paulo (hoje “BM&FBovespa”) nos regulamentos dos seus níveis diferenciados de listagem (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2), no ano de 2000.

A reforma da Lei das S/A pela Lei 10.303 de 2001, que tinha o propósito declarado de proteger minorias acionárias, foi tímida quanto ao ponto, tendo sido responsável, inclusive, pela inserção dos §§8º e 9º do artigo 118 da Lei, que serão examinados no presente trabalho, em maior detalhe, no terceiro capítulo¹²⁸.

De 2004 a 2007, ocorreu uma onda de ofertas públicas iniciais de abertura de capital, com um crescimento substancial de companhias listadas em bolsa. Viu-se também o surgimento, em 2005, da primeira companhia brasileira com ações totalmente dispersas, a Loja Renner, e, em 2006, da primeira tentativa de aquisição hostil, quando a Sadia tentou adquirir o controle acionário da Perdigão¹²⁹.

Em 2009, a CVM – Comissão de Valores Mobiliários divulgou a Instrução 480, que aumentou a transparência exigida das companhias. Em 2010, a BM&FBovespa sugeriu a implantação do comitê de auditoria e o aumento do percentual mínimo de conselheiros independentes de 20% a 30%, que acabou sendo rejeitada¹³⁰. Em 2013, a desconfiança dos

¹²⁶ O referido código está hoje em sua 5ª edição, publicada em novembro de 2015 e disponibilizada no site: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/codigoMP_5edicao_web.pdf> Acesso em: nov. 2015.

¹²⁷ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 220.

¹²⁸ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro (coord.); ARAGÃO, Leandro de. *Direito Societário – Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 120.

¹²⁹ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 220.

¹³⁰ CERZETTI, Sheila Christina Neder. Administradores independentes e independência dos administradores. *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo V. A. Novaes França*. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 581 e 593.

investidores no mercado de capitais cresceu com o colapso das companhias “X”, controladas por Eike Batista. E, em 2014, passou a vigor a Lei Anticorrupção, Lei Federal nº 12.846/2013.

Conforme foi visto no primeiro capítulo, **item 1.3**, de uma maneira geral, o mercado de capitais brasileiro apresentou três modificações relevantes em sua estrutura de capital nas últimas décadas: (i) houve certa “desconcentração” das ações em nosso mercado, mesmo que a concentração ainda seja considerada bastante elevada; (ii) em relação à identidade dos controladores, houve queda no percentual das companhias familiares e ligeiro aumento do percentual de companhias sob controle compartilhado; e, (iii) três modos de controle passaram a coexistir no nosso mercado acionário – majoritário, minoritário e gerencial.

Para Rossetti e Andrade, as características predominantes da governança corporativa efetivamente praticada no Brasil são dez: (i) a fonte de financiamento mais utilizada pelas companhias brasileiras é através de geração própria de caixa e exigíveis em longo prazo, e não mediante o uso do mercado de capitais; (ii) alta concentração da propriedade acionária; (iii) *conflitos de agência entre majoritários e minoritários*; (iv) *fraca proteção legal a acionistas minoritários*; (v) o nível de liquidez de participação acionária é baixo, marcado pela predominância da posse de blocos de ações de controle; (vi) sobreposição entre propriedade e gestão¹³¹; (vii) *baixa eficiência dos conselhos de administração*; (viii) prevalência de forças internas de controle, fundamentalmente associadas à concentração da propriedade acionária e higidez das estruturas estabelecidas de poder; (ix) governança corporativa em evolução para modelos mais conformados às melhores práticas; e, (x) modelo predominante “shareholders oriented”¹³².

Embora seja possível notar uma evolução nas nossas práticas de governança corporativa, segundo avaliação realizada em setembro de 2010, pelo “GMI - Governance Metrics Internacional”(que avaliou as práticas de governança corporativa em 54 países), o Brasil está abaixo da média (4,86), com uma pontuação de 3,91, inferior a países como Malásia e Tailândia.

Nota-se, assim, que o fomento à governança corporativa ainda é recente, e que existem muitos pontos a melhorar. Um bom começo, talvez, seria o fortalecimento dos conselhos de administração brasileiros, órgão nuclear para o desempenho de uma boa

¹³¹ Ressalvamos, a respeito desse item (vi), que essa sobreposição entre propriedade e gestão não é absoluta, eis que os acionistas não-controladores, embora tenham contribuído com sua propriedade para a formação da companhia, não participam do controle e não possuem, pois, controle sobre a gestão, que fica nas mãos do acionista controlador.

¹³² ROSSETTI. ANDRADE. *Governança...*, p. 512-513.

governança corporativa, tornando-os ativos, profissionais e autônomos, atuantes em prol do interesse da companhia. É o que se pretende verificar com este estudo.

2.4 Conceito de governança corporativa

O termo “governança corporativa”, utilizado no Brasil, foi traduzido do inglês “corporate governance”, que, embora tenha similaridade fonética, não reflete a verdadeira noção do termo. Com efeito, a expressão está duplamente errada. Não se trata somente de normas atinentes à “governança” das sociedades, e não é “corporativa” porque não está se falando de corporações¹³³.

Insta salientar que há uma maior associação e direcionamento das normas de governança corporativa em relação às grandes companhias abertas. Afinal, ela surgiu em razão de problemas e necessidades dessas sociedades. Por outro lado, há atualmente uma extensão desta ideia inicial a outros tipos de sociedades e organizações¹³⁴.

Esse caminhar tem prosseguido. Das sociedades empresárias, pode-se notar que a governança corporativa vem sendo aplicada também a associações e fundações. Há inclusive uma comissão no IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa que é direcionada a estudar normas e recomendações destinadas às fundações¹³⁵.

Feita essa ressalva, em razão de seu difundido uso, é de se reconhecer que atualmente a expressão governança corporativa está em voga e, por conseguinte, justifica-se sua utilização neste trabalho.

¹³³ Conforme destaca MARUCH, André. As principais práticas de governança corporativa adotadas no mercado brasileiro em face do mercado internacional (1ª parte). *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, ano 12, n. 43, jan.-mar. 2009, p. 132: “Governança é aqui identificada como modo de governo, administração, gestão. Já o termo “corporativa” é mais difundido, referindo-se, de forma genérica, à esfera empresarial, negocial. Logo, basicamente, significa a maneira de se gerir sociedades.” Segundo o autor o uso do termo “governança” é equivocado, pois trata-se de palavra imbuída de natureza publicística, atrelada ao estudo do governo de um país; e, o uso do termo “corporativa” também é equivoco, pois a sociedade anônima não pode ser caracterizada como corporação, que possui um caráter de associação e um significado de categoria profissional da idade média.

¹³⁴ A 5ª edição do Código de Melhores Práticas do IBGC já faz diversas referências a “organizações” ao invés de “companhias”. Denota-se, pois, uma maior amplitude conceitual.

¹³⁵ Em 2014, o IBGC lançou, em conjunto com o Grupo de Institutos, Fundações e Empresas - GIFE, a segunda edição do “Guia das melhores práticas de governança para fundações e institutos empresariais”, Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/GUIA%20GIFE%20_%202014.pdf> Acesso em: abr. 2015).

Conforme menciona o primeiro Código de Governança Corporativa, de 1992, o “Cadbury Report”: “Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled¹³⁶”.

Tal conceito, embora clássico, foi deveras ampliado pelas atuais instituições e doutrina que estuda governança.

Assim, a nova edição do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, diz o seguinte:

*Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.*¹³⁷

Note-se que há uma abrangência maior, compreendendo não apenas as companhias, mas também “as demais organizações”. Também há uma maior especificação de quais partes e organismos estariam envolvidos nesse sistema. E pode-se observar um aumento do enfoque normativo, abrangendo não apenas a direção e controle, mas também o relacionamento entre os organismos internos e externos da companhia, com a consideração dos “stakeholders”, além dos “shareholders” e da administração.

A Cartilha da CVM, um tanto mais antiga que essa nova versão do Código do IBGC, traz o conceito seguinte:

*Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.*¹³⁸

Aqui governança é vista com o viés regulatório, é o “conjunto de práticas”, atendo-se à sua aplicação no mercado de capitais e enunciando os princípios basilares de governança: “transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas”¹³⁹.

¹³⁶Committee on the financial aspects of corporate governance. *Cadbury Report*, London, UK, 1992. Disponível em: <<http://www.icaew.com>> Acesso em: out. 2015 p. 14: “Governança corporativa é o sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas” (tradução livre).

¹³⁷ IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, *Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 5. ed.. São Paulo: IBGC, 2015, p. 20.

¹³⁸CVM – Comissão de Valores Mobiliários. *Cartilha de Recomendações sobre Governança Corporativa – Jul/2002*. Disponível em: <www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc> Acesso em: jan. 2015, p. 1.

¹³⁹ Para o Código de Melhores Práticas do IBGC, seriam quatro princípios, um tanto mais abrangentes do que os destacados pela CVM, são eles: (i) transparência, as informações relevantes devem ser disponibilizadas com clareza e objetividade; (ii) equidade, deve haver tratamento justo para todos os acionistas e demais “stakeholders”; (iii) prestação de contas (accountability), os agentes de governança (sócios, administradores, conselheiros fiscais e auditores) devem prestar contas da sua atuação, assumindo as consequências de seus atos e omissões; e, (iv) responsabilidade corporativa, os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade

Interessante notar que há um cuidado expresso quanto à tutela do interesse dos “stakeholders”.

Utilizamos os dois exemplos acima (IBGC e CVM), em razão de se tratarem de instituições oficiais. Há uma miríade de definições de governança perante a doutrina¹⁴⁰.

Dentro dessa vasta diversidade, Rossetti e Andrade classificam as orientações encontradas em quatro grupos distintos, a partir das seguintes perspectivas: (i) a governança enquanto guardiã de direitos das partes com interesses em jogo das empresas; (ii) a governança enquanto sistema de relações pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas; (iii) a governança enquanto estrutura de poder verificada no interior das sociedades; e, (iv) enquanto sistema normativo que rege as relações internas e externas das empresas¹⁴¹.

Em seguida, os autores sintetizam um conceito, que parece bastante apropriado:

*pode-se definir a governança como um conjunto de princípios, propósitos, processos e práticas que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das corporações, buscando a maximização de riqueza dos proprietários e o atendimento dos direitos de outras partes interessadas, minimizando oportunismos conflitantes com este fim*¹⁴².

Denota-se, da análise acima, que não existe um conceito único e estático de governança corporativa, muito pelo contrário, trata-se de um conceito amplo e dinâmico, que vem sendo aperfeiçoado constantemente conforme a própria evolução dos propósitos de governança vai se desenvolvendo.

Com efeito, de um conceito clássico e mais restrito, identificado no início dos anos 1990, verifica-se atualmente uma ampliação conceitual, atingindo diretrizes de longo prazo,

das organizações, visando sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações da Companhia (IBGC, *Código...*, 5. ed., p. 20-21).

¹⁴⁰ Destaca-se alguns conceitos de governança reconhecidos na nossa doutrina: “[governança corporativa é] o conjunto de normas, consuetudinárias e escritas, de cunho jurídico e ético, que regulam os deveres de cuidado, diligência, lealdade, informação e não intervir em qualquer operação em que tiver interesse conflitante com o da sociedade; o exercício das funções, atribuições e poderes dos membros do conselho de administração, da diretoria executiva, do conselho fiscal e dos auditores externos e o relacionamento entre si e com a própria sociedade, seus acionistas e o mercado em geral” (LOBO, Jorge. *Princípios de governança corporativa. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 142. São Paulo: Malheiros, p. 141-154); “A governança corporativa é um fenômeno que mescla elementos mercadológicos e jurídicos e se refere à adoção e implementação de práticas mais sólidas e democráticas de administração das companhias.” (MARUCH, André. *As principais práticas de governança corporativa adotadas no mercado brasileiro em face do mercado internacional (1ª parte). Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, ano 12, n. 43, jan.-mar. 2009, p. 132); e, “governança corporativa é o conjunto de atividades de aculturação e mecanismos – internos ou externos, de incentivo ou controle – que visam fazer com que: (1) do ponto de vista interno, as pessoas tomem decisões no melhor interesse de longo prazo da organização, cumpram as regras e se comportem de forma ética; e (2) do ponto de vista externo, as empresas sejam transparentes com seus stakeholders e assegurem direitos plenos a todos os seus acionistas de forma equitativa” (SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 6).

¹⁴¹ ROSSETTI. ANDRADE. *Governança...*, p. 138.

¹⁴² ROSSETTI. ANDRADE. *Governança...*, p. 153.

relacionamentos internos e externos à organização, organizações outras além das companhias, o abrigo de interesses dos “stakeholders”, além dos acionistas, e, abordagens regulatórias.

2.5 Importância da governança corporativa

Os objetivos centrais da governança corporativa são quatro, dois de natureza interna e dois de natureza externa à organização: (i) aprimorar continuamente o processo decisório a fim de assegurar que as decisões sejam tomadas no melhor interesse de longo prazo da organização; (ii) reduzir a probabilidade de surpresas negativas decorrentes de ações intencionais ou involuntárias por executivos ou colaboradores; (iii) proporcionar elevada transparência para os públicos interno e externo em relação a questões financeiras, impactos não financeiros e perspectivas do negócio; e, (iv) promover equidade de tratamento e assegurar o exercício efetivo dos direitos de todos os acionistas¹⁴³.

A importância da governança corporativa está relacionada ao atingimento desses objetivos.

Economicamente, isso melhoraria dois importantes indicadores de valor do negócio (geralmente medido pela abordagem do fluxo de caixa descontado): o fluxo de caixa livre para a empresa, que representa o montante disponível a distribuir para todos os credores e acionistas da companhia ao fim de um período; e o custo médio ponderado de capital, que é a taxa geral de retorno exigida por credores e acionistas, levando em consideração os montantes que estes investiram na companhia.

Um sistema efetivo de governança, internamente, tende a aprimorar as decisões empresariais e aumentar a probabilidade de cumprimento das regras, reduzindo a chance de aparecerem surpresas negativas; e, externamente, proporciona maior transparência e direitos aos investidores, torna as companhias mais atraentes. Assim, a um só tempo, um sistema efetivo de governança aumenta o fluxo de caixa livre para a empresa e reduz o custo médio ponderado de capital¹⁴⁴.

Nessa linha, no ano de 2001, um incentivo importante para a adoção de práticas de governança no Brasil ocorreu quando a McKinsey & Co emitiu um relatório indicando que

¹⁴³ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 5.

¹⁴⁴ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 7-8.

investidores institucionais pagariam um prêmio aproximado de 30% das ações de companhias que tivessem boas práticas de governança¹⁴⁵.

É possível notar, portanto, que a adoção de boas práticas de governança corporativa tem sido vista como um dado positivo pelos investidores, cujo impacto deve ser considerado quando da elaboração de normas e mecanismos endereçados às companhias e organizações.

A importância de tais práticas também pode ser medida por sua irradiação ao redor do mundo. Em consulta ao site do ECGI – European Corporate Governance Institute, observou-se cento e quatro sistemas de governança distintos, espalhados internacionalmente¹⁴⁶.

Conforme concluem Rossetti e Andrade,

Seguramente, a governança corporativa não é um modismo a mais. Seu desenvolvimento tem raízes firmes. E sua adoção tem fortes razões para se disseminar. Organizações multilaterais, como as Nações Unidas e a OCDE, vêem as boas práticas de governança corporativa como pilares da arquitetura econômica global e um dos instrumentos do desenvolvimento, em suas três dimensões – a econômica, a social e a ambiental¹⁴⁷.

2.6 As abordagens “shareholders oriented” e “stakeholders oriented”

Atualmente, discute-se se as companhias deveriam privilegiar apenas os interesses dos acionistas (“shareholders”) ou se deveriam priorizar os interesses de todas as partes interessadas no desenvolvimento de suas atividades sociais, além dos acionistas, tais como trabalhadores, fornecedores, credores, financiadores, consumidores, meio-ambiente (denominados “stakeholders”¹⁴⁸).

¹⁴⁵ MCKINSEY & COMPANY e Korn/Ferry International, *Panorama de Governança Corporativa no Brasil*, 2001. Documento disponível em: <http://www.ecgi.org/codes/documents/kf_mck_governan.pdf> Acesso em: out.2015), p. 19.

¹⁴⁶ Disponível em: <http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php> Acesso em: nov.2015.

¹⁴⁷ ROSSETTI. ANDRADE, *Governança...*, p. 99.

¹⁴⁸ Segundo o Black’s Law Dictionary, Tenth Edition, 2014, Thomson Reuters, p. 1623, “stakeholder” significa: “1. A disinterested third party who holds money or property, the right to which is disputed between two or more parties. 2. Someone who has an interest or concern in a business or enterprise, though not necessarily as an owner. 3. A person who has an interest or concern (not necessarily financial) in the success or failure of an organization, system, plan, or strategy, or who is affected by a course of action. 4. Someone who holds the money or valuables bet by others in a wager”. Em clássica lição a respeito do tema, FREEMAN, Edward R.; REED, David L. Stockholders and stakeholders: A new perspective in corporate governance. *California management review*, v. 25, n. 3, p. 91, 1983, fala-se em dois conceitos de “stakeholder”: (i) em sentido amplo, seria qualquer grupo identificável ou indivíduo que possa afetar a consecução dos objetivos de determinada organização, ou que possa ser afetado pelo alcance de tais objetivos; e (ii) em sentido estrito, seria qualquer grupo identificável ou indivíduo no qual a organização dependeria para sua sobrevivência continuada. A 5ª Edição do Código de Melhores Práticas do IBGC conceitua “stakeholder” da seguinte maneira: “Qualquer pessoa, entidade ou sistema que afeta ou é afetado pelas atividades de uma organização. Partes interessadas.” (p. 14), adotando, portanto, a concepção ampla.

Conforme visto no histórico apresentado no **item 2.2**, a governança corporativa surgiu nos Estados Unidos, na década de 70, visando ao fortalecimento do “board of directors” americano para que os acionistas não fossem prejudicados pela má conduta dos executivos. Ou seja, o foco, a princípio, era a tutela do interesse dos “shareholders”¹⁴⁹.

A valorização dos “stakeholders”, no contexto da governança corporativa, está ligada ao desenvolvimento do movimento da responsabilidade social das companhias (“corporate social responsibility”), quando se passou a defender uma postura mais ética no processo de tomada de decisões das companhias, com a ampliação dos interesses a serem levados em consideração nesse processo, afinando-se à ideia de maximização ‘iluminada’ do valor (“enlightened value maximization”) da companhia, segundo a qual o valor não é apenas gerado pela entrada e saída de recursos humanos e financeiros (“inputs” e “outputs”), mas também pelas relações entre a companhia e seus “stakeholders”¹⁵⁰.

A partir da década de 1970, começaram a surgir estudos no sentido de fortalecer a posição de “stakeholders”, seja com o aumento da importância do seu interesse no processo decisório da companhia, seja pela incorporação de representantes dos “stakeholders” em seus órgãos deliberativos, dando origem à teoria do “stakeholder” (“stakeholder theory”)¹⁵¹.

Um exemplo geralmente referido por essa teoria é a participação de trabalhadores no conselho de supervisão alemão (“Aufsichtsrat”), ou seja, incorpora-se o interesse destes mediante a inclusão de membros indicados pelos “stakeholders” (no caso, seus trabalhadores) ao processo decisório das companhias¹⁵².

Mas há outras formas além dessa, que não envolvem a participação direta do “stakeholder” no processo decisório, mas sim a consideração e respeito pelo seu interesse. Como Roth e Kindler salientam, em interessante perspectiva, o próprio dever geral imposto à administração para que atue no interesse “da companhia” e não apenas de seus acionistas, visa à proteção dos “stakeholders”¹⁵³.

¹⁴⁹ E, com a disseminação da governança corporativa ao redor do mundo, passou-se a se defender também a tutela do interesse dos acionistas minoritários em relação aos acionistas controladores (HOPT, Klaus J. Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation (February 25, 2011). *American Journal of Comparative Law*, v. 59, p. 1, jan. 2011 ECGI - Law Working Paper n. 170-2011, p. 75).

¹⁵⁰ MARSHALL, Shelley; RAMSAY, Ian. Stakeholders and Directors Duties: Law, Theory and Evidence, *University of New South Wales Law Journal*, v. 35, 2012, p. 294-295.

¹⁵¹ FREEMAN. REED, *Stockholders and stakeholders*..., p. 90.

¹⁵² HOPT, Klaus J., Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation (February 25, 2011). *ECGI - Law Working Paper No. 170/2011*. p. 75. Disponível em: SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1713750>>, Acesso em: julho de 2015.

¹⁵³ ROTH. KINDLER. *The Spirit*..., p. 76: “In addition to the general duty to act in the interest of the company (e. g. under section 93 (1) second sentence dAktG), it includes a series of specific obligations some of which serve the interest of the shareholders but in many cases the protection of creditors and other third parties”. Essa questão será retomada nos **itens 3.5.1 e 3.5.2**.

É interessante demonstrar o crescimento dessa visão “pro-stakeholder” de 1999 para 2014, nas respectivas versões dos princípios de governança corporativa do ICGN. Enquanto que no documento de 1999 afirmava-se que o “board of directors” (ou “supervisory board”) deveria ser responsável pelos acionistas enquanto classe (“should be accountable to the shareholder body as a whole”, **item 4.**)¹⁵⁴; no documento de 2014, passou-se a se prever expressamente que o “board” deveria ser responsável perante acionistas e “stakeholders” relevantes. Amplia-se, assim, o interesse a ser tutelado, referindo ser dever dos “boards” a tutela do interesse da companhia, bem como ser seu dever considerar o interesse de relevantes “stakeholders”¹⁵⁵.

De maneira semelhante, Rossetti e Andrade referem que a OCDE optou por uma concepção “stakeholder oriented”, visando à evolução de modelos “shareholders” para modelos “stakeholders oriented”¹⁵⁶.

Na recente revisão dos princípios da OCDE, de 2015, o princípio-raiz do capítulo referente aos “stakeholders” diz o seguinte:

*The corporate governance framework should recognise the rights of stakeholders established by law, international agreements or mutual agreements, and encourage active co-operation between corporations and stakeholders in creating wealth, jobs, and the sustainability of financially sound enterprises.*¹⁵⁷.

Também recomenda que o conselho, além de atuar no interesse da companhia e seus acionistas, considere e lide de forma justa com o interesse dos demais “stakeholders”¹⁵⁸.

O Código de Melhores Práticas do IBGC, na nova edição de novembro de 2015, procurou atentar para os interesses dos “stakeholders”, conforme referido nas premissas do código:

esta 5ª edição do Código adota uma abordagem que estimula o uso consciente e efetivo dos instrumentos de governança, focando a essência das boas práticas. Tornou-se, portanto, menos prescritiva, ampliou o olhar sobre as diversas partes

¹⁵⁴ ICGN, *Statement on Global Corporate Governance Principles*, 1999, item 4. Cumpre ressaltar, não obstante, a existência um singelo reconhecimento de que as relações com *stakeholders* deveriam ser bem geridas pelos executivos (item 1).

¹⁵⁵ ICGN, *Global Governance Principles*, 2014, itens 1.1. e 1.2.

¹⁵⁶ ROSSETTI. ANDRADE. *Governança...*, p. 177.

¹⁵⁷ G20/OECD. *Principles of Corporate Governance*, set.2015, Disponível em: <http://www.ecgi.org/codes/documents/g20_oecd_cg_principles_5sep2015_en.pdf> Acesso em: out. 2015. Capítulo IV. p. 37: “O sistema governança corporativa deve reconhecer os direitos dos stakeholders por leis, acordos internacionais ou acordos mútuos, e encorajar cooperação ativa entre organizações e stakeholders na geração de riqueza, emprego e sustentabilidade de empresas financeiramente sólidas”. (Tradução livre)

¹⁵⁸ OCDE. *Principles of Corporate Governance* 2015, p. 51: “The board is not only accountable to the company and its shareholders but also has a duty to act in their best interests. In addition, boards are expected to take due regard of, and deal fairly with, other stakeholder interests including those of employees, creditors, customers, suppliers and local communities.”

*interessadas (stakeholders) da empresa, reforçou a fundamentação das boas práticas de governança e explicitou a importância da ética nos negócios.*¹⁵⁹

Referido Código também prescreve, dentre as práticas recomendadas ao conselho, a consideração e tutela do interesse dos “stakeholders” no exercício das atribuições do conselho:

*O conselho deve sempre decidir em favor do melhor interesse da organização como um todo, independentemente das partes que indicaram ou elegeram seus membros. Ele deve exercer suas atribuições considerando o objeto social da organização, sua viabilidade no longo prazo e os impactos decorrentes de suas atividades, produtos e serviços na sociedade e em suas partes interessadas (externalidades)*¹⁶⁰.

Vê-se, portanto, um fortalecimento significativo do modelo orientado aos “stakeholders”.

De maneira diversa, Hansmann e Kraakman entendem que o modelo “shareholder oriented” tende a predominar. Aduzem que o foco no interesse dos acionistas, ao invés dos “stakeholders”, proporciona melhores resultados para a companhia e o mercado como um todo. Primeiro, porque o interesse dos “stakeholders” é protegido por leis próprias (trabalhista, consumidor, ambiental, falimentar etc.), enquanto que o dos acionistas não, dependendo da proteção da legislação societária e das práticas de governança corporativa. Segundo, pois na medida em que os acionistas possuem uma pretensão residual, estimula-se a tomada de risco, novas ideias e empreendedorismo para a obtenção de lucro. Se fosse perseguir o interesse do trabalhador, ao contrário, a companhia não estaria tão propensa a assumir riscos, pois seu foco seria a manutenção ou aumento do salário mensal. Terceiro, pois, focando-se na rentabilidade do acionista no longo prazo, alcançam-se resultados que beneficiam tanto os acionistas quanto os “stakeholders”. Por fim, o interesse dos acionistas pode ser valorado objetivamente, o que recai no valor da ação, avaliado com base na maximização da empresa em longo prazo¹⁶¹.

Mickelthwait e Wooldridge fazem um paralelo entre os dois modelos, afirmando que hoje há um enfraquecimento no modelo voltado ao “stakeholder”, tendo em vista a redução da sua utilização no Japão e na Alemanha, principais países a adotá-lo. Salientam que é mais provável que o modelo orientado aos “shareholders” prevaleça. Ainda, assim, relatam que é cada vez mais crescente a preocupação das companhias com o interesse social e os impactos da sua atividade econômica perante a sociedade, consumidores, meio ambiente e

¹⁵⁹ IBGC, *Código...*, 5. ed., p. 13.

¹⁶⁰ IBGC, *Código...*, 5. ed., p. 40.

¹⁶¹ HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *The End of History for Corporate Law*, The. Geo. LJ, v. 89, 2000, p. 468.

trabalhadores, indicando, de certa forma, uma incorporação dos princípios da abordagem “stakeholder” pela abordagem “shareholders”¹⁶².

Essa compreensão conciliatória é bem vista pela doutrina. Inclusive, há uma orientação que propõe solução que visa tanto ao alcance da maximização de valor para os “shareholders”, quanto ao atendimento dos interesses dos demais “stakeholders”. Nessa visão, os interesses dos “shareholders” ainda seriam priorizados pelas companhias, mas seria sempre necessário buscar a convergência entre esse objetivo e os interesses dos “stakeholders”, encontrando-se a chamada “zona máxima de conciliação”, que consistiria na prospecção de diversas alternativas sempre que fosse tomada uma decisão estratégica da companhia, adotando aquela que, mesmo privilegiando os interesses dos “shareholders”, não descuide ou prejudique demais “stakeholders”¹⁶³.

Aqui no Brasil, a Lei das S/A, em seu artigo 154, prescreve que os administradores devem tomar decisões sempre no melhor interesse da companhia, satisfazendo exigências de bem público e a função social da empresa. O artigo 116, parágrafo único, por sua vez, determina que o controlador tome decisões equilibradas, levando em conta o interesse da sociedade e dos demais “stakeholders” (expressamente, “para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua”), não devendo atuar apenas no interesse dos acionistas. Aproxima-se, assim, da visão conciliatória referida acima¹⁶⁴.

O próprio conceito de “função social da empresa”, previsto na constituição (artigos 5º, XXIII, e 170, III, CFRB) e na legislação acionária (artigos 116, parágrafo único, e 154 da Lei das S/A), ressalta a necessidade de se considerar, na tomada de decisões administrativas, o interesse dos “stakeholders”¹⁶⁵.

A preocupação em relação a como atender aos diversos interesses que permeiam as companhias é importante, como será visto mais adiante no **item 2.9**, pois o conselho de

¹⁶²MICKLETHWAIT. John. WOOLDRIDGE, Adrian. *The company: a short history of a revolutionary idea* – New York: Modern Library Edition, 2003, p. 187-191. Ao contrário, ROSSETTI. ANDRADE, Governança..., p. 531, entendem o seguinte: “Os modos de governança corporativa parecem se inclinar na direção de soluções tipo ‘stakeholders oriented’”.

¹⁶³ ROSSETTI. ANDRADE. *Governança...*, p. 129-130.

¹⁶⁴ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 59.

¹⁶⁵ BORTOLI. Andrey de. A função social da empresa e suas implicações na governança corporativa. *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, n. 9, jan.-jun. 2008, p. 191: “Na governança corporativa deve-se considerar que, além dos interesses dos acionistas, os “stakeholders” também têm interesses legítimos que devem ser analisados na tomada de decisões gerenciais. O objetivo das empresas não é apenas maximizar os lucros, mas também atender à diversidade de “stakeholders”, o que não pode ser compreendido apenas como um compromisso moral de justificativa ética, mas também, como uma obrigação imposta pela Constituição Federal Brasileira em razão da propriedade-poder acionária, e do poder-dever da função social da empresa.”

administração, na condição de guardião da governança corporativa, deverá atuar na organização e conciliação desses interesses. Ademais, como veremos nos **itens 3.5.1 e 3.5.2**, essa discussão assume especial relevância na análise do interesse social da companhia e nos deveres dos administradores da companhia.

2.7 O modelo tridimensional de governança corporativa

Reservamos este tópico para analisar interessante trabalho de McCahery, Vermeulen e Hisatake e refletir sobre uma nova visão de governança corporativa, com base no que os autores chamam de modelo tridimensional de governança corporativa (“The Three Dimensional Model of Corporate Governance”), verificado a partir do exame das experiências das 70 (setenta) companhias de “venture capital” que promoveram oferta pública de ações no mercado de valores americano nos anos de 2011 e 2012, e nas 40 maiores companhias constantes do “FT Global 500 2012 List”¹⁶⁶.

Segundo esse modelo tridimensional, o foco da governança corporativa superaria o modelo mais tradicional, chamado de “unidimensional”, voltado apenas para o controle sobre o mau comportamento da gestão (“focus on control of managerial misbehavior”).

Superaria também o modelo “bidimensional”, focado no controle sobre o mau comportamento da gestão somado ao foco em investidores de longo prazo (“focus on long-term investors”).

E, finalmente, somaria aos objetivos de ambos, um terceiro: o foco no crescimento e geração de valor para companhia (“focus on growth and value creation”)¹⁶⁷.

Afirmam os autores que os modelos unidimensional e bidimensional estão defasados, gerando companhias de baixo crescimento e um ambiente governança corporativa frequentemente burocrático. O “modelo tridimensional”, por agregar o foco no crescimento, contudo, acaba por exigir um ambiente de governança corporativa flexível¹⁶⁸.

Entendem, portanto, que o futuro da governança corporativa seria a união dessas três dimensões: controle sobre o mau comportamento da gestão, investidores de longo prazo e crescimento e geração de valor para companhia.

¹⁶⁶MCCAHERY, Joseph A.; VERMEULEN, Erik P. M.; HISATAKE, Masato, The Present and Future of Corporate Governance: Re-Examining the Role of the Board of Directors and Investor Relations in Listed Companies (May 21, 2013). *ECGI - Law Working Paper No. 211*, p. 24.

¹⁶⁷MCCAHERY.VERMEULEN. HISATAKE, *The Present...*, p.26.

¹⁶⁸MCCAHERY.VERMEULEN. HISATAKE, *The Present...*, p.22

Até mesmo por isso, veremos, no **item 2.9**, que se tem recomendando, além de conselhos objetivos e independentes, uma atuação mais estratégica, voltada ao crescimento da empresa.

2.8 Convergência e divergência

Uma das principais discussões que o estudioso do direito se depara, principalmente quando no estudo de questões de governança corporativa ou de direito comercial, é a questão da convergência ou divergência entre os sistemas de direito societário.

Convergência, dito de maneira simples, é a tendência de diversos aspectos de um determinado objeto de análise se alinharem num ponto ou se identificarem; ao passo que divergência é o caminho oposto, é a tendência de diversos aspectos desse objeto de análise se posicionarem de maneira distinta ou em desacordo.

Existem cinco fatores determinantes de tendência à convergência dos modelos e práticas nacionais de governança corporativa: (i) desfronteirização, (ii) avaliação comparativa dos modelos nacionais ou regionais de governança, (iii) “global benchmarking” em governança corporativa (i.e. método de avaliação de empresas a partir da governança); (iv) internacionalização do mercado de ações e unificação das bolsas de valores; e, (v) universalização de boas práticas¹⁶⁹.

Segundo Gilson, há três tipos de convergência: (i) convergência funcional, que ocorre quando as instituições existentes são flexíveis o bastante para responder em à demanda de convergência sem alterar as características formais dessas instituições; (ii) convergência formal, que ocorre quando há uma efetiva alteração legislativa na estrutura básica de governança existente nas instituições; e (iii) convergência contratual, verificada quando a resposta toma a forma de contrato, porque a governança existente das estruturas carece de flexibilidade para uma convergência funcional e barreiras políticas impedem a capacidade de uma convergência formal¹⁷⁰.

Hansmann e Kraakman mencionam que já é possível reconhecer, historicamente, a convergência de diversos fatores atinentes ao direito societário, como o núcleo que deu ensejo à forma corporativa: (i) a separação da personalidade jurídica da empresa da pessoa física de seus sócios; (ii) a responsabilidade limitada para os acionistas e administradores;

¹⁶⁹ ROSSETTI. ANDRADE. *Governança...*, p. 532.

¹⁷⁰ GILSON. *Globalizing corporate governance: Convergence of form or function. The American Journal of Comparative Law*, v. 49, n. 2, 2001, p. 337-350.

(iii) a titularidade compartilhada entre os investidores de capital; (iv) a centralização dos poderes de gestão em um ou dois órgãos administrativos (se o modelo de administração for unitário ou dual); e (v) a transferibilidade das ações¹⁷¹.

Referem que existem cinco modelos de direito societário cujas soluções apontadas por cada modelo competem entre si: (i) modelo orientado à administração; (ii) modelo orientado aos trabalhadores; (iii) modelo orientado ao Estado; (iv) modelo orientado aos “stakeholders”; e (v) modelo orientado aos acionistas (“shareholders”) ou modelo padrão¹⁷².

Conforme visto no **item 2.6**, a tese central de Hansmann e Kraakman é a de que o modelo orientado aos acionistas seria o modelo superior, por proporcionar maior geração de valor para a companhia e resultados mais eficientes tanto para os acionistas quanto para “stakeholders”, obrigando a convergência dos demais modelos. Segundo os autores, quando vier essa “força de mudança”, haverá uma convergência, inclusive de maneira formal, perante todos os países do planeta¹⁷³.

Em sentido contrário, Gilson reconhece haver uma competição entre esses modelos, tanto no que diz respeito ao sistema de governança quanto à estrutura de capital existente, e que essa competição pressionará os países para a adoção do modelo mais eficiente¹⁷⁴.

Afirma, porém, que esses distintos sistemas possuem uma função adaptativa, e, por conseguinte, mais persistente do que os defensores da convergência sustentam. Aqui se chega ao conceito de “path dependency”, que seria a persistência do modelo adotado por determinado país em razão de condições iniciais, acidentalmente determinadas por transformações de ordem histórica ou por design político, que acabariam dirigindo a economia num determinado caminho (o “path”). Dessas condições iniciais, decorreria uma série de instituições e preceitos normativos que contribuiriam para a dependência (“dependency”) do caminho adotado, e, dessa situação, surgiriam outras instituições e preceitos, reforçando ainda mais essa dependência¹⁷⁵.

Segundo Bebchuck e Roe, há dois tipos de “path dependency”: (i) dependência por razões de ordem estrutural, ou seja, aquele arranjo inicial das estruturas de propriedade e governança que influenciaria a estrutura subsequente; e (ii) dependência por razões de ordem legal, vale dizer, a partir de normas que suportariam aquela estrutura adotada. Assim, “path

¹⁷¹HANSMANN. KRAAKMAN. *The End...*, p. 439/-40.

¹⁷²HANSMANN. KRAAKMAN. *The End...*, p. 444-449.

¹⁷³HANSMANN. KRAAKMAN. *The End...*, p. 468.

¹⁷⁴GILSON. *Globalizing...*, p. 329-332. Interessante notar p. ex. a referência a uma análise precipitada, na sua visão, realizada em 1997 e 1998, em que o FMI e o Banco Mundial teriam chegado ao consenso de que o sistema americano seria o mais eficiente (p. 331).

¹⁷⁵GILSON. *Globalizing...*, p. 334/337.

dependency” explicaria o porquê de tanta resistência na adoção de um padrão de estrutura de propriedade corporativa e governança, o motivo pelo qual algumas diferenças fundamentais, de ordem estrutural e legal, acabam por definir a governança corporativa e estruturas de propriedade ao redor do planeta, e, conseqüentemente, porque persistiriam no presente e no futuro¹⁷⁶.

Gilson conclui que a diversidade de circunstâncias sugere que não há uma predição geral do modo de como a convergência do sistema de governança das instituições pode tomar, o máximo que se pode prever é uma variação substancial tanto externa quanto interna perante os diferentes sistemas nacionais, no sentido de se ajustar as pressões políticas e econômicas desencadeada pela competição entre os sistemas¹⁷⁷.

Davies e Hopt afirmam que o maior desafio para a convergência reside na superação das “complementaridades”, ou seja, na dificuldade de superar, de maneira eficiente, determinadas características ou institutos existentes dentro de um sistema de governança corporativa, as quais possuem relevante impacto na redução dos custos de transação daquele sistema, e que, caso ausentes, poderiam causar maiores prejuízos do que os benefícios auferidos com a implementação de uma nova característica ou instituto resultante de alguma convergência pretendida com outro sistema. Isso porque tais complementaridades são interdependentes com outras características acomodadas neste mesmo sistema, podendo desencadear uma reação em cadeia. Assim, ainda que construídos em torno de complementaridades próprias, sistemas de direito societário distintos poderiam ser igualmente eficientes¹⁷⁸.

Sem embargo, reconhecem diversos elementos de convergência passíveis de se verificar nos últimos anos.

Especificamente no que tange à função do conselho de administração, Davies e Hopt apontam alguns aspectos de convergência, tanto em sistemas monistas, quanto em sistemas dualistas de administração.

Primeiro, afirmam que se costuma atribuir, ao “board of directors” como um todo, poderes para participar ou tomar decisões chave da companhia, bem como exercer função de monitoramento e controle. Afirmam que geralmente essas atribuições são mandatórias, não podendo ser delegadas¹⁷⁹.

¹⁷⁶BEBCHUK, Lucian Arye; ROE, Mark J. *A theory of path dependence in corporate ownership and governance*. New York: *Working Paper*, n. 131, 1999, p. 10-32.

¹⁷⁷ GILSON. *Globalizing...*, pp. 356/357.

¹⁷⁸ DAVIES. HOPT. *Boards in Europe...*, p. 8.

¹⁷⁹ DAVIES. HOPT. *Boards in Europe...*, p. 11.

Segundo, sustentam que, em geral, como os membros do “board” não possuem *expertise* ou tempo de dedicação suficiente, as questões que serão analisadas pelo “board” costumam ser preparadas e estudadas em nível executivo, para que, posteriormente, o “board” sobre elas delibere ou se manifeste¹⁸⁰.

Terceiro, salientam que há fortes tendências em se dividir as funções entre diretores executivos e não executivos em sistemas monistas também. Referem que, mesmo no sistema monista, na prática, há uma divisão do “board” em razão das funções desempenhadas por seus membros. Assim, o “management board”, composto por aqueles encarregados pela gestão da companhia, exerce as atividades executivas, enquanto que os membros do “supervisory board” ficam responsáveis por monitorar a atuação dos membros encarregados da gestão. Então, para sistema monista, o “management board” é visto como fragmentação do “board of directors”, em contraposição ao “supervisory board”¹⁸¹.

Afirmam que há, além disso, uma separação de *facto* e de *iure* que conforma integrantes não executivos e executivos, independentes e dependentes, na divisão mencionada acima, sendo os membros independentes responsáveis por certas funções-chave atribuídas aos membros do “supervisory board”¹⁸².

Por fim, ressaltam haver convergência quanto a não delegação das atribuições principais, mais íntimas ao papel do conselho: definição da estratégia e monitoramento do sistema de risco da gestão e sistema de controle interno. Tais atribuições geralmente pertencem em caráter exclusivo ao conselho de administração, no caso dualista, ou, no caso do modelo monista, aos membros “board” (“supervisory board”), responsáveis pelo monitoramento dos administradores executivos (“management board”) ¹⁸³.

Para Rossetti e Andrade, a principal convergência, em relação aos conselhos de administração, é o seu empoderamento em relação à companhia, com vistas a: (i) maior efetividade enquanto guardião de princípios e práticas de governança, (ii) envolvimento construtivo com foco em questões estratégicas, (iii) independência e ausência de conflitos, (iv) complementaridade entre seus membros¹⁸⁴.

Essa discussão a respeito da convergência ou não é importante para o presente trabalho para indagarmos se o nosso modelo de governança, especificamente quanto a questões atinentes ao papel e independência dos membros do conselho de administração,

¹⁸⁰ DAVIES. HOPT. *Boards in Europe...*, p. 12.

¹⁸¹ DAVIES. HOPT. *Boards in Europe...*, p. 11.

¹⁸² DAVIES. HOPT. *Boards in Europe...*, p. 11.

¹⁸³ DAVIES. HOPT. *Boards in Europe...*, p. 11-12.

¹⁸⁴ ROSSETTI. ANDRADE. *Governança...*, p. 538.

bem como a utilização de conselheiros independentes, deveria permanecer no estado atual, ou, ao contrário, convergir com outros modelos que sugerem uma atuação mais presente, estratégica e autônoma dos conselheiros.

Como veremos no capítulo seguinte, nosso modelo de governança, relativamente ao papel e independência do conselho de administração, em vista dos §§ 8º e 9º do Artigo 118 da Lei das S/A, impõe um mecanismo que desprestigia esse tipo de atuação.

2.9 O papel do conselho de administração

Antes de analisarmos propriamente o papel do conselho de administração levantado pela doutrina e pela governança corporativa, faz-se necessário apontar rapidamente o seu conceito e algumas de suas características, para situar melhor este estudo.

A Lei das S/A não fornece um conceito expresso acerca do conselho de administração, mas concede elementos para que seja possível identificar pontos importantes referentes ao mesmo.

Nesse sentido, é possível observar que o conselho de administração é, (i) em primeiro lugar, um órgão da companhia¹⁸⁵, (ii) responsável pela administração da companhia (artigo 138, caput), (iii) de deliberação colegiada (artigo 138, § 1º), (iv) que não representa (mais correto seria dizer “não *apresenta*”¹⁸⁶) a companhia (artigo 138, §1º), ou seja, possui um enfoque mais interno, estratégico e de monitoramento da gestão.

Carvalhosa conceitua-o da seguinte forma: “O Conselho de Administração é um órgão coletivo da administração da companhia, sem personalidade jurídica, cujos membros não podem decidir a não ser reunidos”¹⁸⁷. Branco destaca que o conselho é um “órgão integrante da estrutura da administração das sociedades anônimas”, de “natureza

¹⁸⁵Para maiores informações a respeito do conceito de órgão, verificar NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo. *Invalidez das deliberações de assembleia de S/A*. São Paulo: Malheiros, n. 7, 1999, p. 29, faz-se referência apenas aqui à noção de órgão lá constatada: “A noção de órgão, como se sabe, está ligada à de interesse coletivo, interesse que, segundo Carnelutti, explica não somente a formação de qualquer grupo social, a família, as sociedades civis e comerciais, as corporações, os sindicatos, a comuna, a província e o próprio Estado – mas também sua organização mais ou menos complexa, segundo o grupo de que se trata. Órgão é o indivíduo (ou grupo de indivíduos), enquanto age para o desenvolvimento de um interesse coletivo, ou seja, enquanto cumpre a função do grupo.”

¹⁸⁶ A respeito da discussão em relação à natureza jurídica da relação administrador/sociedade, sobre a qual a doutrina orienta-se majoritariamente a favor da teoria organicista, vide SPINELLI, *O conflito de interesses na administração...*, p. 40, nota de rodapé n. 2.

¹⁸⁷ CARVALHOSA, *Comentários...*, v.3, p. 62.

deliberativa”, que “encontra-se em posição intermediária entre a assembleia geral e a diretoria”, e que “exerce-poderes funções próprios”¹⁸⁸.

Quanto às suas atribuições, Salles de Toledo identifica três tipos de funções que a lei lhe atribui: (i) programáticas ou normativas, como, por exemplo, fixar a orientação geral dos negócios da Companhia (artigo 142, I), (ii) de fiscalização ou controle, p. ex., fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos (artigo 142, III), e (iii) propriamente administrativas, p. ex., eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições (artigo 142, II)¹⁸⁹.

Como visto anteriormente, deve-se lembrar que: (i) em sistemas de composição dual da administração, há uma divisão estrita de poderes entre a diretoria (“management board”, no sistema monista) e o conselho de administração (“supervisory board”), decorrente de lei; e, (ii) em sistemas monistas de composição da administração, por outro lado, não há divisão formal entre gestão e supervisão, mas os membros do “board”, na prática, costumam delegar suas tarefas de gestão para administradores abaixo deles, conservando a tarefa de monitorar sua atividade e quanto a decisões estratégicas¹⁹⁰.

Podem integrar o conselho de administração quaisquer pessoas (naturais) que se enquadrem nos requisitos dos artigos 146 e 147 da Lei das S/A.

Cabe referir que houve uma alteração na visão de representatividade do conselho de administração. Em alguns países, como a Alemanha, por exemplo, é possível identificar que o conselho integra os interesses do capital e do trabalho, em outros, apenas o capital. Para os países em que há participação dos empregados no conselho, o conselho exerce um papel em facilitar a incorporação de contribuições advindas de seus empregados (“labor inputs”) e de capital (“capital inputs”)¹⁹¹.

No caso do Brasil, a Lei nº 10.303/2001, com a inclusão do parágrafo único do artigo 140, passou a permitir previsão estatutária de participação de representantes dos empregados no conselho.

¹⁸⁸BRANCO, Adriano Castello. *O Conselho de Administração*. Rio de Janeiro: Editora Forense Universitária, 2004, p. 24.

¹⁸⁹ TOLEDO, *O Conselho...*, p. 37. Similarmente, mas com outras palavras, v. BRANCO. *O Conselho...*, p. 37: “o conselho tem funções eleitorais (elege a diretoria), deliberativas (fixação da política da empresa, decisão a respeito dos atos relevantes de gestão de acordo com os estatutos e a lei) e de fiscalização (dos atos dos diretores)”.

¹⁹⁰ DAVIES. HOPT. *Boards in Europe...*, p. 10.

¹⁹¹ DAVIES. HOPT. *Boards in Europe...*, p. 5: “In half the Member States of the European Union representation of the employees on the board is mandatory in the private sector of the economy. In these jurisdictions, therefore, the board has a role in facilitating the company’s acquisition of labour inputs as well as inputs of capital”.

Para empresas públicas e sociedades de economia mista, suas subsidiárias e controladas, bem como demais empresas em que a União detenha a maioria do capital com direito a voto, direta ou indiretamente, a Lei Federal de nº 12.353/2010 determina que seus estatutos prevejam a participação de representante dos trabalhadores, eleito pelo voto de seus pares, no conselho de administração, assegurado o direito da União de eleger a maioria de seus membros.

Recentemente, a Lei nº 12.431/2011 retirou também a exigência legal de que o conselheiro seja acionista da companhia, incentivando uma maior profissionalização do conselho.

Assim, feitas essas observações, cumpre observar se vem sendo compreendido o papel do conselho de administração.

Em razão do caráter dinâmico das companhias – e do seu próprio papel e impacto na economia e na sociedade em geral –, o exercício da sua administração também é mutante, e acompanha essa evolução. Quando refletimos a respeito de qual papel o conselho de administração deveria exercer, estamos pensando, de maneira mediata, qual o papel queremos que nossas companhias exerçam no futuro.

O papel do conselho não é apenas um, e não é estanque. Como afirmam Davies, Hopt, Nowak e Van Solinge: “a busca por um papel ideal do conselho de administração, que uma vez identificado, jamais necessitará ser alterado, é tão ilusória quanto a busca pelo cálice sagrado”¹⁹².

Com efeito, verificam-se posições antagônicas na doutrina.

De um lado, há uma orientação que vê o conselho como instrumento de consolidação do controle das companhias.

Nesse sentido, Carvalhosa refere que no Brasil a Lei n. 10.303/2001, ao reformar o artigo 118, estabeleceu uma hegemonia absoluta dos controladores sobre o conselho de administração, transformando o conselho em instrumento que visa à unicidade do poder de controle¹⁹³.

¹⁹² DAVIES, Paul; HOPT, Klaus; NOWAK, Richard; VAN SOLINGE, Gerard. Boards in Law and Practice: A Cross-Country Analysis in Europe. In: *Corporate Boards in Law and Practice: A Comparative Analysis in Europe* - 2013, Oxford, p. 115: “The search for an ideal role for the board which, once identified, will never need to be altered is as elusive as the search for the Holy Grail” (tradução livre).

¹⁹³ CARVALHOSA. *Comentários...*, v. 3, p. 15: “No direito brasileiro, por força do art. 118 da Lei n. 6.404/76, em sua redação dada pela lei n. 10.303/2001, estabelece-se uma hegemonia absoluta dos controladores sobre o Conselho de Administração e a Diretoria da sociedade. Essa hegemonia dos controladores sobre os administradores decorrente dos acordos de voto em bloco demonstra a falácia dos princípios de governança corporativa que os promotores da Lei n. 10.303, de 2001, propalaram como motivo fundamental da alteração da lei societária”.

Igualmente, Aragão vê o conselheiro como mero representante do acionista controlador, imbuído de transmitir e defender o interesse de seu representado, sendo-lhe inclusive vedado, na hipótese de haver acordo de acionistas que vincule seu voto, de exercer tal direito com liberdade e consciência¹⁹⁴.

Salomão Filho observa que a criação do conselho de administração em nossa legislação acionária visou a retirar das assembleias debates e matérias relevantes sobre a estratégia empresarial, reforçando o poder do controlador, que exerce grande influência no conselho¹⁹⁵. Menciona que “o sistema brasileiro sempre se preocupou em dar voz ao controlador nos órgãos de administração” e que o conselho de administração jamais foi concebido como um órgão de fiscalização externa da administração, mas sim de auxílio ao poder de controle¹⁹⁶.

Por outro lado, há outros doutrinadores que veem com melhores olhos o papel do conselho. E essa é a visão compartilhada pelas instituições e recomendações de governança corporativa.

Segundo Camargo e Bocater, o conselho de administração, sendo órgão deliberativo em posição intermediária entre gestão e propriedade, concentra os poderes relativos ao zelo dos interesses da companhia. Aqui o conselho é visto então como uma esfera intermediária de poder, na qual se depositam as expectativas de que serão observados os interesses dos investidores, acionistas minoritários e demais “stakeholders”¹⁹⁷.

O conselho também tem sido compreendido como “filtro capaz de captar, selecionar e implementar os interesses de todos os que gravitam em torno da companhia”¹⁹⁸, “filtro seletivo à política defendida pelo acionista controlador”¹⁹⁹ e para que nele sejam “compostos

¹⁹⁴ARAGÃO, 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.

¹⁹⁵Refere Salomão Filho que, historicamente, os poderes conferidos ao conselho de administração, em sua maioria, pertenciam – antes da sua criação –, à esfera de competência das assembleias, e, segundo o autor, esse deslocamento de competências proporciona um afastamento de decisões importantes sobre a estratégia empresarial da “*turbulência das Assembleias*”, o que acaba por “*reforçar o poder do controlador*” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 4. ed., São Paulo: Malheiros, 2011, p. 98).

¹⁹⁶SALOMÃO FILHO. *O Novo Direito...*, p. 100-102.

¹⁹⁷CAMARGO, 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 (coord.) *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 389.

¹⁹⁸MARUCH. *As principais práticas...*, 1ª parte, p. 141.

¹⁹⁹BRANCO. *O Conselho...*, p. 125.

e conciliados os interesses dos grupos distintos, particularmente dos acionistas majoritários e minoritários”²⁰⁰.

Para Salles de Toledo, o exercício de uma função de superintendência naturalmente leva a uma ideia de autonomia e neutralidade, atribuindo-se lhe o “papel de catalisador das diferentes facetas da sociedade”²⁰¹.

Como visto no **item 2.2**, a necessidade de conselhos mais eficientes e independentes começou a ganhar destaque, a partir da década de 1970, inicialmente nos Estados Unidos, acompanhando o surgimento e o desenvolvimento do movimento de governança. Nessa época, em razão da estrutura e mercado de capitais norte-americano, visava-se ao fortalecimento dos conselhos para que atuassem na redução do conflito de agência entre executivos e acionistas das companhias de capital disperso.

No início da década de 1990, na Inglaterra, o “board of directors” ganhou especial destaque num dos primeiros e mais importantes documentos referentes à governança corporativa, o “Cadbury Report”. Neste documento, foi atribuído aos conselhos o papel de guardiões da governança corporativa, referindo-se que os mesmos são responsáveis pela governança das companhias em que atuam, devendo estabelecer a estratégia, fazer com que a mesma seja posta em prática, supervisionar a gestão, e reportar aos acionistas a respeito de sua intendência²⁰².

Atualmente, o “UK Combined Code”, de 2014, mantém especial destaque para o “board”, como o principal promovedor da governança corporativa²⁰³. Destaca que cada companhia deve ser liderada por um “board” efetivo e coletivamente responsável pelo sucesso de “longo prazo” da companhia²⁰⁴.

²⁰⁰WALD, Arnaldo. 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, do Mercado de Capitais e Arbitragem*, São Paulo, n. 11, 2001, p. 292.

²⁰¹ TOLEDO, *O Conselho...*, p. 37.

²⁰² Committee on the financial aspects of corporate governance. *Cadbury Report*, London, UK, 1992. Disponível em: <<http://www.icaew.com>> Acesso em: out. 2015 p. 14, item 2.5: “Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. Boards of directors are responsible for the governance of their companies. The shareholders’ role in governance is to appoint the directors and the auditors and to satisfy themselves that an appropriate governance structure is in place. The responsibilities of the board include setting the company’s strategic aims, providing the leadership to put them into effect, supervising the management of the business and reporting to shareholders on their stewardship. The board’s actions are subject to laws, regulations and the shareholders in general meeting.”

²⁰³ Financial Reporting Council, *UK Combined Code*, Londres, 2014, p. 1: “Corporate governance is therefore about what the board of a company does and how it sets the values of the company”.

²⁰⁴ Financial Reporting Council, *UK Combined Code*, Londres, 2014, p. 7: “The Role of the Board. Main Principle: Every company should be headed by an effective board which is collectively responsible for the long-term success of the company.”

Com efeito, o conselho de administração exerce papel fundamental para a boa governança das companhias, pois zela para que os diretores atuem efetivamente no interesse da companhia, de todos os acionistas e demais “stakeholders”, orientando, supervisionando e avaliando a atuação da diretoria²⁰⁵.

Esse é um dos principais papéis desempenhados pelo conselho: atuar como um contrapeso da gestão, de maneira independente e qualificada, supervisionando ativamente a direção e mitigando situações envolvendo conflitos de interesses. Atua, em última instância, “como um guardião dos valores da organização, promovendo a criação sustentável de valor de maneira a assegurar sua perenidade e sucesso no longo prazo”²⁰⁶.

Com a disseminação da governança corporativa pelo mundo, o conselho de administração também assumiu relevância nos países de estrutura de capital concentrado, que passaram a utilizar o conselho de administração na atenuação do seu conflito de agência, entre acionistas controladores e não-controladores.

Em destaque, Davies, Hopt, Nowak e Van Solinge afirmam que tanto nos sistemas de capital disperso quanto nos sistemas de capital concentrado o conselho de administração possui um papel central em reduzir os conflitos de agência característicos de cada sistema (i.e., entre executivos e acionistas enquanto classe, e entre acionistas controladores e não-controladores, respectivamente)²⁰⁷.

Ressalvam, contudo, que não é possível predizer se o conselho desempenhará bem este papel. Pode o conselho apenas refletir a dominância do agente (executivos ou acionistas controladores), até mesmo piorando o conflito com o principal. Fica ao encargo dos legisladores e instituições de governança corporativa estabelecer mecanismos que protejam o(s) principal(is) (acionistas enquanto classe ou acionistas não controladores, conforme for o modelo de concentração de propriedade acionária)²⁰⁸.

Segundo Rossetti e Andrade, praticamente todos os modelos de governança corporativa, tanto de capital disperso quanto de capital concentrado, orientado a “shareholder” ou a “stakeholder”, atribuem ao conselho de administração o papel de

²⁰⁵PINTO JR, Mario Engler. Governança Corporativa e os Órgãos de Administração. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis (coord.); PROENÇA, José Marcelo Martins. *Direito societário: gestão e controle*. São Paulo: Saraiva, 2008, 103.

²⁰⁶SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 147.

²⁰⁷DAVIES, Paul; HOPT, Klaus; NOWAK, Richard; VAN SOLINGE, Gerard. Boards in Law and Practice: A Cross-Country Analysis in Europe. In: *Corporate Boards in Law and Practice: A Comparative Analysis in Europe* Oxford, 2013, p. 5.

²⁰⁸DAVIES. HOPT. NOWAK. VAN SOLINGE. *Boards in Law...*, p. 6 e 94.

guardião das boas práticas de governança corporativa, exercendo decisões estratégicas e de controle, direcionando e monitorando a gestão²⁰⁹.

Isso está diretamente relacionado às atribuições do conselho, que, além de desempenhar papel extremamente relevante como força interna de controle, deve tomar decisões que envolvem sobre quatro questões cruciais de governança: (i) atenuação dos conflitos de agência entre executivos e acionistas ou controladores e não controladores; (ii) redução dos custos de agência, definindo critérios e limites com vistas à maior relação possível de benefícios/custos; (iii) mitigação de direitos assimétricos, resultantes da relação entre direito de voto e proporção de ações de controle; e (iv) alinhamento de interesses, orientando decisões quanto à abrangência dos propósitos corporativos²¹⁰.

Uma pesquisa conduzida pelo IBGC em conjunto com a consultoria da Watson Wyatt, realizada no biênio de 2004/2005, verificou, em adição à função de supervisão, que o papel estratégico do conselho de administração, que antes não era tão valorizado, começou a ganhar destaque no Brasil²¹¹.

Atualmente, há uma expectativa social elevada em relação ao órgão, com dois principais papéis: (i) dedicação a atividades de supervisão, via monitoramento da gestão e elaboração de relatórios de qualidade, e (ii) dedicação a atividades que visem a melhorar o desempenho da empresa, mediante tomada de decisões estratégicas e mediante a aprovação e acompanhamento de políticas corporativas.

Nesse sentido, Roth e Kindler afirmam que uma das principais questões de governança corporativa tem a ver com a profissionalização e o fortalecimento do conselho de administração enquanto um órgão de monitoramento da gestão e definidor de estratégias da companhia²¹².

Perante as instituições brasileiras, verificamos que a CVM foi tímida quanto ao ponto (embora se aplauda sua iniciativa), afirmando apenas que o conselho deve “proteger o patrimônio da companhia”, a “consecução do seu objeto social” e orientá-la “a fim de maximizar o retorno do investimento, agregando valor ao empreendimento”²¹³.

A 4ª edição do Código de Melhores Práticas do IBGC, ao contrário, foi bem mais longe, definindo o conselho como o “elo entre a propriedade e a gestão para orientar e supervisionar a relação desta última com as demais partes interessadas”. É atribuída grande

²⁰⁹ ROSSETTI. ANDRADE. *Governança...*, p. 239-240 e 277.

²¹⁰ ROSSETTI. ANDRADE. *Governança...*, p. 488.

²¹¹ ROSSETTI. ANDRADE. *Governança...*, p. 501

²¹² ROTH. KINDLER. *The spirit...*, p. 93/94.

²¹³ CVM. *Cartilha...*, 2002, p. 4

importância ao conselho, posicionado como órgão hábil a “proteger e valorizar a organização”, “otimizar o retorno do investimento a longo prazo” e “buscar o equilíbrio entre os anseios das partes interessadas”. Ainda, refere que “é o principal componente do sistema de governança corporativa” e “o guardião do sistema de governança”²¹⁴.

A atual edição do Código de Melhores Práticas do IBGC fortalece ainda mais o papel do conselho, posicionando-o como: responsável pelo direcionamento estratégico da companhia; guardião do sistema de governança; supervisor da gestão e elo entre a diretoria e os sócios; titular de deveres fiduciários para com a companhia (esclarecendo que possui seus deveres perante a organização, e não perante aqueles que o elegeram); necessidade de prestar contas a sócios e “stakeholders”; o dever de exercer suas atribuições visando o longo prazo e sempre no interesse da companhia buscar o equilíbrio entre as expectativas das partes interessadas e que cada parte interessada receba benefício apropriado e proporcional ao vínculo que possui com a organização e ao risco a que está exposta.²¹⁵

Da visão do IBGC, em suma, é possível extrair os seguintes importantes destaques: (i) o conselho deve atuar na definição da estratégia da companhia; (ii) deve sempre atuar no interesse da companhia; (iii) deve exercer uma política de retorno a longo prazo; (iv) deve monitorar a gestão da companhia, servindo de elo entre gestão e propriedade; e (v) deve proteger e considerar o interesse de todas as partes interessadas (“stakeholders”), e não apenas de seus acionistas.

Internacionalmente, a OCDE estabelece importantes princípios e diretrizes de governança corporativa, que, no que diz respeito ao conselho de administração, são destacados a seguir: (i) o sistema de governança corporativa deve possibilitar que o conselho exerça a liderança estratégica dos assuntos da companhia, realizando um efetivo monitoramento da gestão; (ii) o conselho deve agir com boa-fé, zelo e de maneira diligente e informada, sempre no melhor interesse da companhia e de seus acionistas; (iii) quando decisões do conselho puderem afetar diferentes grupos de acionistas de maneira distinta, o conselho deve tratar todos os acionistas de maneira justa; (iv) o conselho deve aplicar altos padrões de conduta ética, e deve levar em consideração os interesses das partes interessadas (“stakeholders”); (v) o conselho deve desempenhar certas funções-chave, tais como a estratégia da companhia, gestão de riscos, monitorar efetividade das práticas de governança adotadas pela companhia, selecionar, monitorar e substituir executivos chave quando

²¹⁴IBGC, *Código...*, 4. ed. p. 29. Note-se, nesse ponto, especial influência decorrente da abordagem “stakeholder oriented”, vista no **item 2.6**.

²¹⁵IBGC, *Código...*, 5 ed., p. 39-40.

necessário, supervisionar planejamento sucessório, alinhar remuneração de executivos chave e do conselho com interesses de longo prazo da companhia, assegurar um formal e transparente processo de nomeação e eleição do conselho, monitorar e gerir situações de potencial conflito de interesse (inclusive com partes relacionadas), assegurar a integridade da contabilidade e relatórios financeiros da companhia, supervisionar o processo de divulgação de informações e comunicação da companhia; (vi) o conselho deve ser capaz de efetuar um julgamento independente a respeito dos assuntos da companhia, para tanto, deve ser independente tanto em relação à gestão, quanto em relação ao acionista controlador ou grupo de controle; (vii) recomenda-se a integração de membros independentes no conselho, os quais deverão exercer papéis chaves nos comitês especializados da companhia, onde há potencial conflito de interesse; (viii) é recomendada a criação de comitês especializados para o desempenho de funções chave como auditoria, risco de gestão e remuneração; (ix) o conselho deve fazer avaliações regulares sobre sua performance e analisar se seus membros possuem o mix de *background* e competências adequado; (x) os membros do conselho devem ter acesso a informações acuradas, relevantes e tempestivas para dar cumprimento a suas responsabilidades; e, (xi) havendo representação obrigatória de empregados da companhia no conselho, deve-se desenvolver mecanismos visando à facilitação do acesso a informações e treinamento dos representantes dos empregados.²¹⁶

Segundo uma pesquisa apontada pelo “IFC – International Finance Corporation”, investidores institucionais acreditam que conselhos melhores sejam compostos pelos seguintes fatores: (i) processo de indicação e eleição de membros do conselho para assegurar independência e o mix correto de aptidões e qualificações; (ii) independência no âmbito de todo o conselho e principais comitês; (iii) prestação responsável de contas do conselho; e (iv) receptividade do conselho aos acionistas²¹⁷.

²¹⁶OCDE, *Principles ...*, 2015: (i) p. 51, capítulo IV, (ii) p. 52, item A, (iii) p. 52, item B, (iv) p. 53, item C; (v) p. 53-57, item D; (vi) p. 57-58, item E; (vii) p. 59, item E.1.; (viii) p. 59, item E.2.; (ix) p. 60, item E.4; (x) p. 60, item F; e, (xi) p. 61, item G.

²¹⁷IFC – International Finance Corporation. *Guia Prático de Governança Corporativa: Experiências do Círculo de Companhias da América Latina*, 2009. Disponível em: <<http://www1.ifc.org>>. Acesso em: 12 set. 2012, p. 72.

Por fim, conforme visto no item anterior, observamos que há elementos de convergência entre sistemas monistas²¹⁸ e dualistas²¹⁹ que colocam o conselho em papel relevante na companhia: (i) costuma-se atribuir poderes para participar ou tomar decisões chave da companhia; (ii) existem fortes tendências de se dividir as funções entre diretores executivos e não executivos e entre independentes e não-independentes; e (iii) não delegação das atribuições principais, que são mais íntimas ao papel do conselho: definição a estratégia, risco da gestão e controle interno²²⁰.

Em suma, podemos constatar, de um modo geral, o crescimento da visão que atribui ao conselho um papel de destaque para a governança corporativa, inclusive no Brasil, cabendo a ele otimizar o retorno do investimento no longo prazo, atuar na definição da estratégia da companhia, realizar o monitoramento da gestão, atentar para seus deveres fiduciários e para o interesse da companhia, considerar e proteger os diversos interesses que a circundam (tanto de acionistas quanto demais “stakeholders”), agindo sempre de maneira autônoma, responsável e independente, de maneira a mitigar o conflito de agência entre controladores e não-controladores (em sistemas de capital concentrado) ou entre executivos e acionistas enquanto classe (em sistemas de capital disperso) e fiscalizar a extração de benefícios privados do controle.

²¹⁸Interessa aqui fazer um parêntesis a respeito do papel do conselho no Reino Unido, sistema onde pela primeira vez se inseriu em um código de governança o conselho de administração como elemento chave da governança corporativa. Lá, nos ensina DAVIES (DAVIES, Paul. *Gower & Davies: the principles of modern company law*. Sweet & Maxwell, 2008, p. 387-396), vige o sistema monista, então existe apenas o “board of directors” que se encarrega da administração. A atribuição dos poderes ao “board” é deixada à vontade das partes, conforme for estabelecido no estatuto, no entanto, uma vez consignadas as atribuições no estatuto, tornam-se exclusivas ao “board”, somente seus membros podem exercê-las e delegá-las, com exceção de algumas atribuições-chave. Assim, revela que o papel do “board of directors” pode variar bastante, principalmente entre companhias abertas e companhias fechadas, posto que a independência dos seus membros nas primeiras é muito maior que nas últimas. Comumente, em grandes companhias, deixa-se, tal qual o sistema dualista, a função de supervisão da gestão e controle fica a cargo de parte do “board” (designada por DAVIES como “supervisory board”), e as funções de gestão são delegadas para a outra parte (denominada “management board”). Por conseguinte, o papel do “board” acaba sendo definido pelos acionistas na atribuição de poderes no estatuto: pode ser mera “longa manus” dos acionistas, apenas executando o que lhe é ordenado, ou funcionar como órgão independente que auxilia criativamente na administração e que tem sistema próprio de governança e controle interno de conflitos de interesse.

²¹⁹ Não podemos deixar de referir a análise feita por ROTH e KINDLER (*The spirit...*, p. 74-76), que demonstra a pouca utilização do modelo dual de administração na Europa (por países que não são obrigados a segui-lo). Assim, ilustram a afirmação referindo que na Itália as grandes companhias raramente têm utilizado a opção por “consiglio di sorveglianza” fortes. Nas pequenas companhias, a opção pelo modelo monista é largamente difundida, tanto na Alemanha, quanto na França, Itália, Áustria e Suíça.

²²⁰ DAVIES, *Boards in Europe...*, p. 11-15

2.10 O conselheiro independente

2.10.1 Premissas de análise

Inicialmente, importa questionar se a existência de práticas incentivando a presença de conselheiros independentes no conselho de administração não sugere, via reversa, que se reconheça ou que se valorize a presença de “conselheiros dependentes”, por assim dizer, ou seja, que se recomende também a presença de conselheiros que estariam sujeitos à influência daqueles que detêm o poder na companhia.

Como visto no capítulo anterior, em sistemas de capital disperso, o conflito de agência predominante se dá entre os executivos e os acionistas; enquanto que no sistema de capital concentrado, verificado no Brasil e em grande parte da Europa continental, o conflito se desloca para acionistas controladores e não controladores.

Em ambos os sistemas, a presença de membros independentes visa a reduzir tais conflitos, oportunizando um monitoramento mais eficiente em relação à gestão (no sistema de capital disperso), ou diluindo a influência do acionista ou bloco controlador sob a gestão da companhia, no intuito de proteger acionistas não controladores (no sistema de capital concentrado)²²¹.

Enquanto que a independência dos membros do “board” nos sistemas de capital disperso está geralmente atrelada ao conceito de “non-executive directors”, ou seja, membros que não exerçam ou estejam vinculados ao “management”; no nosso sistema, a independência dos conselheiros está atrelada principalmente ao seu afastamento em relação aos acionistas controladores, embora também se relacione com o afastamento de tarefas executivas²²².

²²¹ DAVIES. HOPT. NOWAK. VAN SOLINGE. *Boards in Law...*, p. 94: “The adoption by the other jurisdictions of the independent director model is surprising, since in those other jurisdictions the dominant form of shareholding is blockholding or concentrated shareholding. The presence of independent directors on boards (ie. board composition rules) is hardly needed to make directors responsive to controlling shareholders, who can use appointment and removal rights effectively for this purpose. On the contrary, rules requiring independent directors on the board are likely to dilute the influence of block-holders, especially if the board must contain employee representatives who do not count towards the independence requirement, so that the latter applies exclusively to the shareholder-appointed board members. Independent directors might operate in this context as protectors of non-controlling shareholders, but this is again to underline their dilution of the influence of block-holders”.

²²² DAVIES. HOPT. NOWAK. VAN SOLINGE. *Boards in Law...*, p. 28-29. A OCDE, no *Principles...*, 2015, p. 57/58, endossa essa visão, referindo que se deve atentar, quanto ao estabelecimento das hipóteses qualificadoras ou desqualificadoras de independência dos membros do conselho, para o sistema de propriedade acionária do respectivo país (disperso ou concentrado) e o sistema de administração utilizado (monista ou dualista), para, dessa forma, verificar se a exigência de independência e objetividade deve-se dar predominantemente em relação à gestão ou em relação aos acionistas controladores. Confirma-se o seguinte

Tendo em vista que o conflito em sistema de capital concentrado desloca-se para a relação entre acionistas controladores e não-controladores, a principal atenção quanto à independência dos membros do conselho está relacionada à desvinculação do acionista controlador, que comumente também exerce, direta ou indiretamente, a gestão da companhia²²³.

Procura-se, mediante a indicação de membros independentes, em sistemas de capital concentrado, obter (ou fiscalizar) a tomada de decisão desinteressada (i. e., sem conflito de interesse, eis que unicamente voltada ao interesse social) em relação às estratégias e negócios relevantes da companhia, evitando a expropriação abusiva de benefícios privados do controle²²⁴.

Ou seja, enquanto que nos sistemas de capital disperso o fato de um membro do “board” não ser qualificado como independente tem um lado bom, vale dizer, a sua proximidade com a administração da companhia, o conhecimento do produto, serviço ou do mercado em que atua, pode vir a lhe ser útil na promoção do seu crescimento e na definição das estratégias da empresa; em sistemas de capital concentrado, a única vantagem seria a chamada promoção da “estabilidade do controle”²²⁵, eis que os acionistas controladores não enfrentariam resistência alguma para impor sua vontade, o que, a nosso ver, prejudica o estímulo de conselhos de administração profissionais, focados no interesse da companhia, guardiões das boas práticas de governança corporativa.

Conforme observaram Black, Carvalho e Gorga, a independência do conselho de administração no Brasil é uma área de “notável fraqueza”, eis que a grande maioria das companhias é dotada de conselheiros ligados à gestão ou representantes do grupo ou família que exerce o controle²²⁶.

excerto: “The variety of board structures, ownership patterns and practices in different countries will thus require different approaches to the issue of board objectivity. In many instances objectivity requires that a sufficient number of board members not be employed by the company or its affiliates and not be closely related to the company or its management through significant economic, family or other ties. This does not prevent shareholders from being board members. In others, independence from controlling shareholders or another controlling body will need to be emphasised, in particular if the ex ante rights of minority shareholders are weak and opportunities to obtain redress are limited.”

²²³ GELMAN, *O conceito...*, p. 32.

²²⁴ Sustentam os autores DAVIES. HOPT. NOWAK. VAN SOLINGE. *Boards in Law...*, p. 98-99, que existem duas técnicas interessantes para se combater a extração de benefícios privados indevidos pelo acionista controlador ou bloco de controle: (i) mediante a divulgação de conflito de interesse ao “board” *ex ante* à deliberação (e *ex post* para os acionistas), evitando a participação de “directors” interessados ou transferindo a decisão sobre a existência de conflito para um comitê de “independent directors”; e/ou (ii) assegurando aos acionistas minoritários o direito de eleger membros do “board”.

²²⁵ EIZIRIK, *Estudos...*, p. 43, defende a inserção dos §§8º e 9º no artigo 118 da Lei das S/A por garantir maior “estabilidade do controle”.

²²⁶ BLACK. CARVALHO. GORGA. *Corporate governance in Brazil*, 2010, p. 37.

Assim, a discussão quanto ao papel do conselheiro independente é relevante para este estudo, porquanto se verifica um esforço grande em governança corporativa no sentido de se adotar um número de conselheiros independentes nos órgãos de administração das grandes companhias abertas em ambos os sistemas, de capital disperso ou concentrado, a fim de atenuar os conflitos de agência característicos de cada sistema.

Ademais, o tema está intimamente ligado com o objeto de estudo a ser discutido no terceiro capítulo, eis que o § 8º do artigo 118 da Lei das S/A impede o cômputo do voto do conselheiro eleito no âmbito de um acordo de acionistas que seja contrário ao acordo em questão; e o §9º permite que a parte prejudicada vote no lugar do conselheiro ausente e omissor, podendo-se ampliar o alcance desses dispositivos para permitir que se substitua o voto do conselheiro, que tenha se manifestado contrariamente à orientação de voto do acordo, pelo voto conforme a orientação, na própria reunião do conselho, como será visto no **item 3.3**²²⁷. Assim, não apenas se interfere no exercício de um julgamento independente pelo conselheiro, mas retira-se a própria capacidade de o conselheiro decidir sobre os assuntos que por lei lhe competem.

2.10.2 O conceito de conselheiro independente e suas características

Passemos, agora, à análise do conceito de conselheiro independente.

Não há um conceito único de conselheiro independente, geralmente o conceito é definido por cláusulas gerais, por um catálogo de situações ou mediante exemplificação²²⁸. Até mesmo pela dificuldade de se predizer exatamente quais as situações que o conselheiro poderá enfrentar, bem como seu histórico e relacionamento com a companhia, gestão e acionistas, diversos países e instituições tratam da matéria de maneira própria²²⁹.

²²⁷ Conforme verificado em EIZIRIK, *Estudos...*, p. 44.

²²⁸ DAVIES. HOPT. NOWAK. VAN SOLINGE. *Boards in Law...*, p. 29. Em alguns casos, a determinação a respeito da independência de determinado conselheiro é atribuída ao próprio conselho de administração (p. 33).

²²⁹ Em GELMAN, Marina. *O Conceito de Conselheiro Independente na Regulamentação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA*. Dissertação de Mestrado, FGV, São Paulo, 2012, p.81-82, a autora cita, como exemplos, a definição da CalPERS – California Public Employees' Retirement System (p. 85), NYSE - New York Stock Exchange (p. 93), Securities Exchange Commission – SEC (p. 98-99), OCDE - Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (p. 102), IBGC (p. 112), BM&FBovespa (p. 117). Dentre essas definições, é interessante salientar a da OCDE, que, embora não apresente nenhum conceito objetivo, reconhece a oscilação e variedade de situações atinentes ao tema: “a variedade de estruturas dos Conselhos de Administração, sistemas de propriedade e práticas em diferentes países requer diferentes abordagens para o tema da objetividade do Conselho de Administração. Em várias situações, objetividade irá requerer que um número suficiente de Conselheiros não sejam empregados da companhia nem de suas afiliadas e não tenha relação próxima com a companhia ou seus Diretores por relação econômica significativa, parentesco ou outros laços. Isso não impede que acionistas sejam membros do Conselho de Administração. Em outras, a independência dos acionistas controladores ou outro órgão

De um modo geral, procura-se reforçar a independência fática, e não meramente formal²³⁰. Ou seja, reconhece-se que o conselheiro, não obstante livre para exercer seu voto nos termos da legislação vigente, possa ter razões outras para exercê-lo em conformidade com a determinação emanada pelos acordantes.

Em reconhecimento à importância do exercício de um julgamento independente, tem-se buscado uma série de condições para que o voto do conselheiro não fique atrelado aos executivos ou aos acionistas controladores.

Na nova edição do código de melhores práticas de governança corporativa do IBGC, de 2015, foi dado um tom genérico ao conceito de conselheiros independentes:

*independentes: conselheiros externos que não possuem relações familiares, de negócio, ou de qualquer outro tipo com sócios com participação relevante, grupos controladores, executivos, prestadores de serviços ou entidades sem fins lucrativos que influenciem ou possam influenciar, de forma significativa, seus julgamentos, opiniões, decisões ou comprometer suas ações no melhor interesse da organização*²³¹.

Adicionalmente, são apresentadas quatro situações desqualificadoras da independência:

*(i) ter atuado como administrador ou empregado da organização, de sócio com participação relevante ou de grupo de controle, de auditoria independente que audite ou tenha auditado a organização, ou, ainda, de entidade sem fins lucrativos que receba recursos financeiros significativos da organização ou de suas partes relacionadas; (ii) ter atuado, seja diretamente ou como sócio, acionista, conselheiro ou diretor, em um parceiro comercial relevante da organização; (iii) possuir laços familiares próximos ou relações pessoais significativas com sócios, conselheiros ou diretores da organização; ou (iv) ter cumprido um número excessivo de mandatos consecutivos como conselheiro na organização*²³².

controlador precisará ser enfatizada, em particular se os direitos ex-ante de acionistas minoritários forem fracos e oportunidades de correção sejam limitadas. Isso tem levado tanto a códigos e leis em algumas jurisdições a requerer que membros do conselho sejam independentes do acionista dominador, independência esta que inclui não serem seus representantes nem ter relações próximas de negócios com eles. Em outros casos, pessoas como credores particulares também podem exercer influência significativa. Onde existir alguém em posição especial para influenciar a companhia, deverá haver rigoroso teste para assegurar um julgamento objetivo pelo Conselho de Administração” (p. 102-103). Outra definição interessante de se salientar é a do ICGN – International Corporate Governance Network. *ICGN Global Governance Principles*, Londres, 2014, p. 10, que, dentre outros critérios, afirma que ser ou ter sido nomeado “director” pelos acionistas minoritários também desqualifica a independência de determinado membro do “board”.

²³⁰ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 153.

²³¹ IBGC, *Código...*, 5. ed., p. 45.

²³² IBGC, *Código...*, 5. ed., p. 45-46. Na 4ª edição do Código de Melhores Práticas do IBGC, apresentava-se um rol bem amplo de situações que seriam hábeis a qualificar um conselheiro como independente: (i) não ter qualquer vínculo com a organização, exceto participação não relevante no capital; (ii) não ser sócio controlador, membro do grupo de controle ou de outro grupo com participação relevante, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou ligado a organizações relacionadas ao sócio controlador; (iii) não estar vinculado por acordo de acionistas; (iv) não ter sido empregado ou diretor da organização (ou de suas subsidiárias) há pelo menos, 3 (três) anos; (v) não ser ou ter sido, há menos de 3 (três) anos, conselheiro de organização controlada; (vi) não estar fornecendo, comprando ou oferecendo (negociando), direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos à organização em escala relevante para o conselheiro ou a organização; (vii) não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da organização; (viii) não receber outra remuneração da organização, além dos honorários de conselheiro (dividendos oriundos de participação não relevante no capital estão

Segundo a doutrina, um conselheiro ideal deve ter como um de seus principais atributos “independência intelectual”, ou seja, a capacidade de colocar o interesse da companhia sempre em primeiro lugar, “mesmo em situações nas quais haja conflito entre o interesse coletivo da sociedade e os interesses particulares de acionistas controladores, executivos ou até mesmo o seu interesse pessoal”²³³.

Os benefícios da presença de conselheiros independentes são vários: (i) ausência de conflito de interesses; (ii) poder sustentar suas posições de maneira objetiva, sem compromissos com determinados acionistas ou “stakeholders”; (iii) apresentar uma visão externa à gestão; (iv) oportunizar conhecimento em áreas específicas e estratégicas de interesse da companhia; (v) ampliar a rede de contatos da companhia; (vi) contribuir para o aprimoramento de práticas de governança; e (vii) privilegiar estratégias de médio e longo prazo²³⁴.

Davies também nomeia a inserção de conselheiros independentes como uma forma de estratégia para reduzir o conflito de agência: a “trusteeship strategy”, ou seja, uma estratégia que opera reduzindo ou removendo o conflito de interesses entre aquele que elege o administrador e o administrador em si. Afirmo que essa estratégia tem sido o elemento central das reformas advindas com o surgimento da governança corporativa²³⁵.

excluídos desta restrição); (ix) não ter sido sócio, nos últimos 3 (três) anos, de firma de auditoria que audite ou tenha auditado a organização neste mesmo período; (x) não ser membro de entidade sem-fins lucrativos que receba recursos financeiros significativos da organização ou de suas partes relacionadas; (xi) manter-se independente em relação ao CEO; e, (xii) não depender financeiramente da remuneração da organização (IBGC, *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*, 4. ed., 2010, p. 37). Note-se que o código previa expressamente que não seria qualificado como conselheiro independente aquele membro que estivesse ligado aos sócios controladores ou vinculado por acordo de acionistas, tema desta dissertação. Embora a hipótese de vinculação não tenha constado da nova versão do código, adiantamos, desde já, que há diversas práticas e recomendações expressamente contrárias à vinculação dos membros do conselho a acordos de acionistas. Destacam-se, nesse sentido, os seguintes itens da 5ª edição: (i) item 1.5., *caput*: “O interesse da organização não deve ser colocado em risco pelo acordo entre sócios que, deste modo, não deve conter limitação ou vinculação das competências e atribuições do conselho de administração” e “b) Por outro lado, os acordos entre os sócios não devem: i. vincular ou restringir o exercício do direito de voto de quaisquer membros do conselho de administração;”; (ii) o item 2.1., ‘a’): “a) O conselho deve sempre decidir em favor do melhor interesse da organização como um todo, independentemente das partes que indicaram ou elegeram seus membros.”; e, item 2.3., ‘c’): (p. 44): “c) A eventual orientação de voto no âmbito de um acordo entre os sócios não exige o conselheiro de votar sempre no interesse da organização, de acordo com o exercício de seu dever de lealdade. O conselheiro deve examinar criticamente a orientação de voto do sócio e somente deve segui-la caso atenda aos interesses da organização (vide 1.5)” (IBGC, *Código...*, 5ª ed.: (i) p. 28; (ii) p. 39; e, (iii) p. 44).

²³³ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 150.

²³⁴ SILVEIRA, *Governança...*, 2015, p. 152.

²³⁵ DAVIES, Paul. *Introduction to Company Law*. 2 edition. Oxford University Press. 2010, p. 193

2.10.3 Utilização internacional

Neste item, será analisado o papel dos conselheiros independentes e sua utilização internacional.

Como visto no **item 2.2**, a exigência de inserir mais membros não-executivos no “board” iniciou-se nos Estados Unidos na década de 1970, juntamente com o início da discussão que deu surgimento à governança corporativa, a fim de proteger acionistas em relação ao mau comportamento do “management”. Não obstante, após a falha em se estabelecer uma regulação definitiva nesse sentido, o movimento enfraqueceu e somente foi florescer no início da década de 1990, com força internacional.

O primeiro código de governança a prever a necessidade de conselheiros não executivos – reforçando-se que deveriam ser independentes da gestão e livres de quaisquer outros relacionamentos com que pudessem materialmente interferir no exercício de seu julgamento independente – foi o “Cadbury Report”, publicado em 1992, que dizia o seguinte:

*4.12 An essential quality which non-executive directors should bring to the board's deliberations is that of independence of judgement. We recommend that the majority of non-executives on a board should be independent of the company. This means that apart from their directors' fees and shareholdings, they should be independent of management and free from any business or other relationship which could materially interfere with the exercise of their independent judgement*²³⁶.

Hoje, o “UK Corporate Governance Code” preceitua que pelo menos metade do “board” deve ser composta por administradores não-executivos independentes²³⁷.

Com efeito, embora a introdução da ideia de administradores independentes tenha se dado originalmente nos EUA e, posteriormente no Reino Unido, a fim de incentivar um maior monitoramento das tarefas executivas e de seus encarregados, a partir de 1990, tal movimento ganhou força e sua utilização passou a ser difundida na Europa continental, em países com sistema de capital concentrado, o que evidencia a convergência entre esses sistemas. A diferença de enfoque, nesse último caso, é que a presença de membros independentes visa a diluir a influência do bloco de controle a fim de proteger acionistas

²³⁶ Committee on the financial aspects of corporate governance. *Cadbury Report*, London, UK, 1992. Disponível em: <<http://www.icaew.com>>. Acesso em: out. 2015 p 21.

²³⁷ Financial Report Council, *UK Corporate Governance Code*, Londres, 2014, item B.1.2. Interessa notar que para companhias de menor porte, a mesma estipulação prevê o mínimo de dois conselheiros independentes.

não-controladores, e não apenas seu não-relacionamento com a gestão, como no sistema de capital disperso²³⁸.

Davies e Hopt fazem um panorama da utilização dos conselheiros independentes na Europa. Na Itália, afirmam que, no modelo dualista, se o conselho for composto por mais de quatro membros, pelo menos um tem de ser independente. Na Polônia, deve haver pelo menos dois conselheiros independentes. Na Holanda, todos, à exceção de um, devem ser independentes. Na Suíça, não há regras legais. Na França, se exige um terço do conselho composto por conselheiros independentes. O código de governança corporativa da Suécia recomenda que, no mínimo, dois “directors” sejam independentes da companhia e sua administração²³⁹.

A recomendação nº 162 de 2005 da Comissão das Comunidades Europeias, específica sobre o tema, refere que deve haver um “número suficiente” de conselheiros independentes²⁴⁰.

Essa recomendação descaracteriza a independência de um administrador que represente o acionista ou grupo de acionistas controlador, embora permita que se trate como independente um administrador representativo de um acionista significativo, mas que não seja qualificado como controlador²⁴¹.

Interessante que, dois anos após a recomendação de 2005 ter sido publicada, nova comissão foi criada para analisar como ela estava sendo adotada pelos países membros, chegando-se a conclusão de que a maioria dos países analisados havia implementado em seus textos normativos: (i) a necessidade de número suficiente de administradores independentes; (ii) critérios adequados de independência; e, (iii) independência do acionista controlador²⁴², conforme tabela abaixo:

²³⁸ DAVIES, Paul; HOPT, Klaus. Boards in Europe – Accountability and Convergence. *Research Paper. Oxford Legal Studies. n. 40-2013*, abr. 2013, p. 19. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2212272>> Acesso em: jun. 2014.

²³⁹ DAVIES. HOPT. *Boards in Europe...*, p.16-18.

²⁴⁰ CEC - Commission of the European Communities - Comissão das Comunidades Europeias, *European Commission Recommendation of 15 February 2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board* (2005/162/EC). Importa notar que essa recomendação define como independente aquele que estiver livre de quaisquer relações de negócios, família ou de outra relação, com a companhia, seus acionistas controladores ou com a gestão, que seja capaz de criar um conflito de interesse a ponto de obstaculizar ou interferir no seu julgamento (item n. 13.1)

²⁴¹ Digno de nota, nesse sentido, que muitos países não consideram como independente um conselheiro que represente um acionista detentor de mais de um certo percentual de ações da companhia, geralmente num patamar entre 5 a 10% (OCDE, *Corporate Governance Factbook*, 2015, p. 74). Ademais, segundo DAVIES. HOPT. NOWAK. VAN SOLINGE. *Boards in Law...*, p. 30-31, diversos países não reconhecem como independentes os membros indicados pelos acionistas minoritários ou pelos trabalhadores.

²⁴² EC, Commission Staff Working Document, *Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board*, Brussels, 13.07.2007, SEC (2007) 1021, Annex 2. Há a

Table 2: Separation of CEO/Chair, sufficient number of independent board members, independence criteria

Country	Separation CEO/Chair	Sufficient number of independent board members	Independence criteria	Independence from controlling shareholder
AT	Y(partly)	Y	partly	partly
BE	Y(partly)	Y	Y	Y
DE	Dual, separation of current functions based on law, separation of past function C/E, reasons to be presented to the general meeting	Y	N	N
DK	Y	Y	Y	Y
EE	Dual, there is a separation of current functions but no separation of past functions	Y	Y	Y
EL	N	Y	partly	Y
FI	Y(partly)	Y	Y	Y
FR	N	Y	Y	Y
HU	In the two-tier model, present functions are separated, in the one-tier model N	Y	Y	Y
IE	Y	Y	Y	Y
IT	Y	Y	Y	Y
NL	Y(partly)	Y	Y	Y
MT	Y (partly)	Y	partly	Y
LV	N	Y	Y	Y
LT	Y	Y	Y	Y
LU	Y(partly)	Y	Y	Y
PL	Dual, there is a separation of current functions but no separation of past functions	Y	Y	Y
SK	Dual, there is a separation of current functions but no separation of past functions	Y	N	Y
SI	Y	Y	Y	Y
SE	Y(partly)	Y	Y	Y
UK	Y	Y	Y	Y

O ICGN, grupo liderado por investidores de diversos países, em documento direcionado às responsabilidades do “board” e de investidores institucionais, atualizado em 2014, recomenda que metade do “board” seja integrada por membros independentes²⁴³, e que os relatórios anuais das companhias indiquem quais membros do “board” são considerados independentes²⁴⁴.

Recentemente, o “Corporate Governance Factbook”, publicado em março de 2015 pela OCDE, identificou uma ampla gama de países que possuem requerimentos (a maioria emanados por códigos ou princípios de governança) de independência dos membros do

especificação dos critérios adotados no próprio documento: “**Independence criteria.** **Y:** all or almost all of the requirements of the Recommendation are in place. **Partly:** the criteria of independence of controlling shareholder or more than two other independence criteria referred to in the Recommendation are missing. **N:** there are no detailed independence criteria.”

²⁴³ICGN, *ICGN Global Governance Principles*, 2014, p. 11.

²⁴⁴ ICGN, *ICGN Global...*, 2014, p. 9.

conselho de administração, dentre eles, confira-se a figura abaixo, extraída do documento em apreço²⁴⁵:

Jurisdiction	Tier	Board independence requirements	
		Separation of the CEO and Chair of the board	Minimum number or ratio of independent directors
Argentina	2	-	(66%)
Australia	1	(Recommended)	(50%)
Austria	2	-	(50%)
Belgium	1	(Recommended)	3
Brazil	1	-	20% (50%)
Canada	1	-	2
Chile	1	-	1
Czech Republic	1+2	-	-
Denmark	1+2	-	(50%)
Estonia	2	-	(50%)
Finland	1+2	(Recommended)	(50%)
France	1+2	-	(50% or 33%)
Germany	2	-	1
Greece	1	-	2 (33%)
Hong Kong, China	1	(Recommended)	3 and 33%
Hungary	1+2	-	50%
Iceland	1	-	(50%)
India	1	[Required]	[33%]
		-	[50%]
Indonesia	2	-	30%
Ireland	1	(Recommended) ²⁴⁵	(50%) ²⁴⁵
Israel	1	[Required]	2 (50% or 33%)
Italy	T+1+2	-	1 or 2 (if the board > 7 members)
	A	-	One outside director
	C	-	50% of outside directors in each committee
	S	-	Majority of outside directors in an audit and supervisory committee
Korea	1	-	-
Luxembourg	1+2	-	-
Mexico	1	-	25%
Netherlands	1+2	Required	(All-1)
New Zealand	1	(Recommended)	-
Norway	1+2	Required	(50%)
Poland	2	-	(2)
Portugal	L+A+D	-	(25%)
Saudi Arabia	1	-	(33%)
Singapore	1	-	(50%)
		(Recommended)	(33%)
Slovak Republic	1+2	(Recommended)	-
Slovenia	1+2	-	(50%)
Spain	1	-	(33% and 3)
Sweden	1	Required	(>50%)
Switzerland	1	- ²⁴⁵	(>50%)
Turkey	1	-	(33% and 2)
United Kingdom	1	(Recommended)	(50%)
United States	1	-	50% ²⁴⁵

²⁴⁵OCDE, *Corporate Governance Factbook*, 2015, p. 74. Na figura abaixo, deve-se observar o seguinte: [] exigência decorrente de lei; () = recomendação emanada por códigos ou princípios de governança; “-” = ausência de exigência ou recomendação.

Enriques, Hansmann e Kraakman mencionam que, na prática, a média de membros independentes é de 81% nos Estados Unidos, 59% no Reino Unido, 28% na Alemanha, 46% na França, 46% na Itália e de 0 a 10% no Japão²⁴⁶.

Conforme relatório de 2011, analisado por Davies, Hopt, Nowak e Van Solinge, os países com maior nível de conselheiros independentes são os seguintes: Estados Unidos, 81%; Holanda, 75%; Suíça, 62%; e Reino Unido, 61%²⁴⁷.

Há também exigência de que conselheiros independentes desempenhem papéis-chave, participando de comitês especializados (SOX, IBGC, OCDE), como de remuneração, auditoria, nomeação, risco de gestão e governança²⁴⁸. Essa exigência é retratada no “Corporate Governance Factbook” de 2015 da OCDE, com uma lista de 39 países que exigem, por meio de leis ou códigos de governança, a presença de conselheiros independentes em comitês-chave²⁴⁹.

Outro ponto interessante é que em alguns países os códigos de governança reduzem o número ou percentual exigido de conselheiros independentes para companhias que possuam acionistas controladores, em relação ao percentual exigido para companhias com capital disperso (sem um acionista controlador). Dentre os países que possuem tal bifurcação expressa em seus códigos, podem ser citados França, Bélgica²⁵⁰, Chile, Israel e Estados Unidos²⁵¹.

No Brasil, a Cartilha da CVM de 2002 recomenda que a companhia deve ter o maior número possível de conselheiros independentes. O Código de Governança Corporativa do IBGC de 2015 recomenda que o conselho seja composto apenas por conselheiros externos e independentes²⁵². Os regulamentos de listagem do Novo Mercado e do Nível 2 da

²⁴⁶ ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Editado por Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda e Eduard Rock. Oxford University Press, 2009, p. 69.

²⁴⁷ DAVIES. HOPT. NOWAK. VAN SOLINGE. *Boards in Law...*, p. 17.

²⁴⁸ A respeito da SOX, vide GELMAN, *O conceito...*, p. 98; em relação ao IBGC, vide IBGC, *Código...*, 2009, p. 34, 36, 37, 44, 47; e, quanto à OCDE, vide OCDE, *Principles...*, 2015, p. 58-59.

²⁴⁹ OCDE, *Corporate Governance Factbook*, 2015. Disponível em: <<http://www.tkyd.org/en/oecd-corporate-governance-factbook-march-2015-has-been-released.html>> Acesso em: nov. 2015, p. 81.

²⁵⁰ DAVIES. HOPT. NOWAK. SOLINGE. *Boards...*, p. 17.

²⁵¹ OCDE, *Corporate Governance Factbook*, 2015, p. 76. Cabe destacar que, nos Estados Unidos, caso uma companhia listada em bolsa possua um acionista com mais de 50% das ações com poder de voto, essa companhia não precisa obedecer à exigência de que o “board” seja composto majoritariamente por membros independentes.

²⁵² IBGC, *Código...*, 5. ed., 2015, p. 45, item ‘a’.

BM&FBovespa exigem que ao menos 20% do conselheiros das companhias listadas sejam independentes²⁵³.

Segundo Black, Carvalho e Gorga, o percentual de conselheiros independentes é muito pequeno, uma média de 18% em estudo realizado em 85 companhias listadas na BM&FBovespa em 2005²⁵⁴. No ano 2014, pesquisa desenvolvida por Silveira identificou a proporção média de 31% de membros independentes nas companhias listadas em bolsa²⁵⁵.

Portanto, verifica-se a importância e o crescimento das recomendações de se ter conselheiros independentes no mundo todo, seja em sistemas de controle concentrado ou de capital disperso, por oportunizar uma tomada de decisões não conflitada com interesses pessoais ou de terceiros, como o controlador ou o “management”.

2.10.4 Críticas ao conselheiro independente

Por último, e o contraponto deve ser feito, diante dos recentes escândalos corporativos, em nível internacional, algumas críticas em relação ao papel e eficiência do conselheiro independente vêm sendo endereçadas.

Dentre elas, entendemos que duas merecem destaque.

A primeira, relacionada ao sistema de capital disperso, afirma que conselheiros independentes frequentemente não possuem a competência adequada para o exercício da administração, falta-lhes o *know how* para o exercício de suas atribuições, o fluxo de informações para eles é comumente insatisfatório, possuem pouco tempo para exercer suas funções e recebem menos que os demais conselheiros, tendo menos incentivos para se dedicar à companhia, o que gera ineficiências indesejáveis²⁵⁶.

A segunda, relacionada a sistemas de capital concentrado, sustenta que acionistas controladores já realizam uma das principais funções dos conselheiros independentes, que é o monitoramento da gestão, tornando-se o conselho apenas um órgão burocrático e formal a serviço dos controladores²⁵⁷.

²⁵³ Importa destacar que houve uma tentativa no ano de 2010 de aumentar esse número para 30%, o que foi recusado pelas companhias participantes dos respectivos segmentos de listagem, recusa essa que foi vista com maus olhos pela governança corporativa, consoante se observa em CEREZETTI, *Administradores independentes...*, p. 581 e 593.

²⁵⁴ BLACK, CARVALHO, GORGA. *Corporate Governance...*, p. 24.

²⁵⁵ SILVEIRA. *Governança...*, 2015, p. 194.

²⁵⁶ MASULIS, Ronald W; RUZZIER, Christian A; XIAO, Sheng; ZHAO, Shan. *Do Independent Directors Matter?* Disponível em: SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=2022831>> p. 26.

²⁵⁷ FERRARINI, Guido A; FILIPPELLI, Marilena. Independent Directors and Controlling Shareholders Around the World (may 30, 2014). *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper*

Em razão disso, e principalmente após a crise financeira de 2008, sustenta-se que nos últimos anos a ênfase tem sido transferida para competência (no sentido de capacidade profissional), ao invés de independência dos membros do conselho²⁵⁸.

Há ainda um entendimento que propõe uma solução para unir tanto a necessidade de conselheiros independentes no “board”, quanto à necessidade de que tais conselheiros conheçam o produto e o mercado em que a companhia atua, de modo a prestar um julgamento independente e voltado ao crescimento da mesma.

Visando a estimular o crescimento da companhia (conforme o “modelo tridimensional de governança corporativa”, visto no **item 2.7**), McCahery salienta que soluções ajustadas caso a caso são mais eficientes do que soluções “formais” geralmente apresentadas em governança corporativa, que acabam gerando apenas documentos meramente burocráticos padronizados para o atendimento de tais exigências. Defende que deve haver uma composição e atuação do “board” mais voltadas ao crescimento da companhia, no sentido de se formar um *mix* de competências profissionais, sem que se desconsidere a importância de membros independentes²⁵⁹.

Com efeito, embora não se desconsidere a importância de membros independentes, o foco dos códigos e recomendações de governança parece estar sendo aprimorado para que se reforce a *expertise* e a diversidade dos membros do conselho, e não apenas a sua independência²⁶⁰.

2.11 Conclusão do capítulo

No presente capítulo, verificamos o histórico do surgimento da governança corporativa e comentamos seu progresso no Brasil, salientando a importância de tal movimento e sua valorização internacionalmente reconhecida.

Examinamos que um sistema efetivo de governança, internamente, tende a aprimorar as decisões empresariais e aumentar a probabilidade de cumprimento das regras, reduzindo a chance de aparecerem surpresas negativas; enquanto que, externamente, proporciona maior transparência e direitos aos investidores, tornando as companhias mais atraentes perante o mercado de capitais. Assim, a um só tempo, um sistema efetivo de governança aumenta o

n. 258-2014. p.32-33.

Disponível em:

<<http://ssrn.com/abstract=2443786> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2443786>>. Acesso em: mar. 2015.

²⁵⁸ DAVIES. HOPT. NOWAK. SOLINGE. *Boards in Law...*, p. 35.

²⁵⁹ MCCAHERY, *The Present...*, p. 20.

²⁶⁰ DAVIES. HOPT. *Boards in Europe...*, p. 22.

fluxo de caixa livre para a empresa e reduz o custo médio ponderado de capital, aumentando o valor das companhias.

Observamos, também, que, seja em sistemas de capital disperso ou de capital concentrado, há convergência dos sistemas administrativos quanto à separação de funções de supervisão e de estratégia, de funções executivas, tanto no modelo monista, em que há uma segregação interna mediante delegação de atribuições, quanto no modelo dual de administração, em que há uma segregação orgânica, com atribuições decorrentes de lei.

Analizamos o papel de destaque do conselho de administração perante o surgimento e evolução da governança corporativa, assumindo este órgão a posição de guardião das práticas de governança, no sentido de tomar em consideração tanto o interesse dos acionistas quanto dos demais “stakeholders” para a formulação de estratégias no intuito de guiar a companhia para a maximização de valor em longo prazo.

Pontuamos que um dos papéis de destaque do conselho, verificado em governança corporativa, é sua atuação como mediador do conflito de agência entre acionistas enquanto classe e executivos responsáveis pela gestão da companhia, nos sistemas de capital disperso, e entre acionistas controladores e não-controladores, em sistemas de capital concentrado, reduzindo os custos de agência decorrente dessas relações, fiscalizando e orientando a gestão e evitando a tomada de decisões em conflito de interesse.

Vimos que uma das boas práticas reconhecidas pela governança corporativa é a indicação de membros independentes para integrar o conselho de administração (*trusteeship strategy*), e que tal independência é especialmente requerida em comitês-chave, sugerindo destacada valorização do exercício de um julgamento independente sobre os assuntos da companhia.

Restará observar, tarefa que será realizada no próximo capítulo, se a inserção dos §§ 8º e 9º do artigo 118 da Lei da S/A contribui com esse papel e com as melhores práticas de governança corporativa atribuídas ao conselho, ou, se, ao contrário, prejudica a independência e autonomia de seus membros.

CAPÍTULO III

3 A VINCULAÇÃO DO VOTO DO CONSELHEIRO DE ADMINISTRAÇÃO

3.1 Introdução

Com base no caminho traçado até aqui, é possível entender melhor o papel do conselho de administração perante a governança corporativa e como ele pode atuar na redução do conflito de agência entre acionistas controladores e não-controladores em sistemas de capital concentrado, como o Brasil.

A partir de agora, veremos que a vinculação do voto do conselheiro de administração ao acordo de acionistas, embora seja um assunto bastante recente na doutrina nacional, bem como na legislação acionária, desde a sua inserção com a Lei 10.303/2001, tem sido alvo tanto de críticas quanto de elogios.

Neste capítulo, analisaremos como era o sistema vigente antes da Lei 10.303/2001 e como passou a ser sistematizado a partir da introdução dos §§ 8º e 9º do artigo 118 da Lei das S/A.

A partir de estudos recentes, demonstraremos como estão sendo utilizados os referidos dispositivos perante as companhias listadas no mercado de capitais brasileiro e os efeitos desta utilização.

Em sequência, analisaremos, em alguns tópicos especiais, os fundamentos que levam parcela da doutrina a defender a vinculação e, outra parcela, a refutar sua aplicação.

Levantaremos algumas questões referentes a aspectos problemáticos decorrentes da referida vinculação, e, verificaremos como a situação vem sendo tratada perante o direito estrangeiro.

Por fim, refletiremos conclusivamente a fim de demonstrar porque, em nossa opinião, os §§ 8º e 9º do artigo 118 contrariam as boas práticas de governança corporativa, interferem na relação fiduciária entre companhia e administradores, violam o sistema orgânico concebido pela Lei das S/A, retiram a autonomia do conselho de administração e ampliam o conflito de agência entre acionistas controladores e não-controladores em nossas companhias.

3.2 A vinculação do voto do conselheiro: breve histórico

Sob a égide do Decreto Lei nº 2.627 de 1940, a utilização de acordos de acionistas prevendo convenções de voto não era pacífica. Referido decreto somente continha disposições referente à negociabilidade das ações nominativas, em relação a estes pactos, sem fazer expressa referência quanto à possibilidade de regulação do voto²⁶¹.

Apenas a partir da década de sessenta do século passado é que o uso do acordo de acionistas começou a ser mais comum no Brasil, em razão de exigência do BNDES – Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social para participação no capital das empresas privadas nacionais²⁶².

Com a promulgação da Lei 6.404/76 (a Lei das S/A), previu-se pela primeira vez em nosso ordenamento de maneira expressa – mais precisamente, no *caput* do artigo 118²⁶³ –, a possibilidade de celebração de acordos de acionistas cujo objeto fosse o “exercício do direito de voto”²⁶⁴.

Com a reforma promovida pela Lei nº 10.303/2001, na Lei das S/A, e a inserção dos §§8º e 9º no aludido artigo²⁶⁵, previu-se a chamada “vinculação” dos membros do conselho de administração perante os acordos de acionistas²⁶⁶.

²⁶¹ Digno de nota que, até a vigência da Lei 6.404/76, sob o regime do Decreto-lei 2.627/1940, havia discussão até mesmo a respeito da validade das convenções de voto. A doutrina majoritária, composta por PONTES DE MIRANDA, Francisco C. *Tratado de direito privado*. Rio de Janeiro: Borsoi, tomo 50, 1965, p. 295-318, defendia a viabilidade do uso dos acordos de acionistas para o exercício do direito de voto, diante da ausência de proibição legal e da autonomia da vontade das partes. Conforme entendia o referido jurista: “Não se tem de apreciar a convenção de voto senão em sua existência, validade e eficácia, como qualquer outro negócio jurídico. Se há compra-e-venda, ou cessão do direito de voto, não é de convenção de voto que se trata, mas sim de contrato com acordo de transmissão inadmissível. Fora daí, a convenção é de voto, e só é inválida segundo os princípios comuns aos negócios jurídicos em geral. O que se promete não é o voto, em si; é o ato de votar, ou o de deixar que o outorgado de poderes vote, ou não vote. O voto é livre, e tal liberdade é assegurada pela revogabilidade de qualquer outorga de poderes.”

²⁶² ABBUD, André de Albuquerque Cavalcanti. *Execução específica dos acordos de acionistas*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p.101.

²⁶³ A redação anterior era a seguinte: “Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, ou exercício do direito de voto, deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.”

²⁶⁴ BULGARELLI, Waldírio. A regulamentação jurídica do acordo de acionistas no Brasil. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*. Ano XIX, n. 40 – Editora Revista dos Tribunais, 1980, p. 81.

²⁶⁵ A redação dos parágrafos diz o seguinte: “Art. 118. (...) § 8º O presidente da assembléia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado. § 9º O não comparecimento à assembléia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do Conselho de Administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissor e, no caso de membro do Conselho de Administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada”.

²⁶⁶ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de sociedades anônimas*, 4. ed. São Paulo: Saraiva, v. 3 artigos 138 - 205, rev. e atual., 2009, p. 542.

Antes da reforma, a vinculação a acordos de acionistas era feita mediante cláusula assessoria do próprio acordo²⁶⁷. É preciso notar que mesmo antes de 2001, a escassa jurisprudência sobre o tema já oscilava a respeito da possibilidade de vinculação do voto de membros do conselho de administração aos acordos²⁶⁸.

Também em doutrina se considerava a possibilidade de o acordo vincular o voto dos conselheiros, conforme é possível verificar nos ensinamentos de Wald, o qual – mesmo antes da reforma –, entendia pela possibilidade de tal vinculação. Sua interpretação fundava-se na vedação à interpretação restritiva quanto à liberdade contratual, a partir do fato de que o *caput* do artigo 118, por não especificar se seria apenas o voto do acionista ou da administração, e por dispor genericamente que a vinculação deveria ser observada pela companhia, abrangeria tanto a pessoa jurídica como os seus órgãos²⁶⁹.

Contudo, Comparato, de maneira contrária, entendia, com base na estrutura orgânica da empresa, que as atribuições do conselho decorreriam de dispositivo legal de ordem pública, e, portanto, não poderiam ser condicionadas por acordo de acionistas, e, se assim o fizesse, não surtiria efeitos perante a companhia²⁷⁰. Veremos, mais adiante, nos **itens 3.5.2 e 3.5.4**, que essa discussão ainda existe.

Ao longo da tramitação dos projetos de lei, que culminaram com a edição da Lei nº 10.303/2001, havia uma clara dicotomia a respeito do fortalecimento dos acionistas minoritários ou do fortalecimento do acionista controlador. De um lado, havia a necessidade de reforçar a posição dos minoritários, mediante criação de mecanismos para sua proteção, para a captação de investimentos e desenvolvimento do mercado de capitais. De outro, a realidade do mercado de capitais brasileiro, de controle concentrado, fomentava o reconhecimento do acionista controlador e a necessidade de promover mecanismos que lhe

²⁶⁷CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas: Homenagem a Celso Barbi Filho*. São Paulo: Editora Saraiva, 2015, p. 245. Cumpre recordar que até a Lei nº 12.431/2011, que alterou a redação do *caput* do Artigo 146, o membro do conselho de administração deveria, obrigatoriamente, ser acionista da companhia, motivo pelo qual, em razão de sua condição de acionista signatário do acordo, restaria obrigado a dar cumprimento às suas estipulações.

²⁶⁸ Segundo AFONSO, Daniela Gomes. *Acordo de acionistas que vinculam membros do Conselho de Administração*. Dissertação de Mestrado. São Paulo, Faculdade de Direito da USP, 2005, p. 214: Em 1994, a Apelação Cível nº 219.618-1/6, da 6ª Câmara do TJSP, reconheceu como válido acordo de acionistas que dispunha sobre a eleição de diretores pelos membros do conselho de administração em uma companhia fechada, em razão de seu caráter contratual. No mesmo ano, a mesma Câmara, Apelação Cível nº 211.924-1/4, validou acordo de acionistas sobre a mesma matéria em relação à uma companhia aberta. No entanto, em 2000, o Agravo de Instrumento nº 137.578-4, da 9ª Câmara do TJSP, não reconheceu como válido acordo de acionistas que dispunha sobre o voto de acionistas, na qualidade de administradores da Sociedade.

²⁶⁹WALD, 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, do Mercado de Capitais e Arbitragem*, São Paulo, n. 11, jan.-mar. 2001, p. 288-289.

²⁷⁰COMPARATO, Fábio Konder. *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 99.

permitissem o adequado uso do controle, e, assim, pudesse gerir de maneira mais eficiente a companhia²⁷¹.

A Lei nº 10.303/2001, no que tange aos acordos de acionistas, seguiu a segunda linha apontada acima: além de confirmar a possibilidade de que os acordos de acionistas versassem sobre o exercício do poder de controle (antes se previam apenas como acordos típicos²⁷², os acordos de compra e venda de ações, da preferência para adquiri-las e do exercício do direito de voto²⁷³), ampliou os lindes de vinculação dos acordos de acionistas. Assim, outorgou maior coercibilidade aos acordos de acionistas, prestigiando uma posição de dominância dos signatários perante órgãos de administração da companhia.

Salles de Toledo reporta que, durante a tramitação do projeto da Lei 10.303/2001, entre as emendas supressivas dos §§8º e 9º, havia uma primeira, apresentada pelo Senador Paulo Hartung, que rejeitava ambos os dispositivos, e, uma segunda, pelo Senador Íris Rezende, que rejeitava apenas o texto do § 9º. No entanto, lamenta o autor que essas emendas não tenham motivado algum veto presidencial²⁷⁴.

Assim, com a introdução dos §§ 8º e 9º ao artigo 118, estabeleceu-se, definitivamente, mecanismo legal que permite a vinculação do voto dos membros do conselho de administração aos acordos de acionistas.

Passaremos a analisar, a seguir, o funcionamento da introdução desses dois parágrafos.

²⁷¹ As privatizações realizadas na década de 1990 deram força à discussão, em que se tornou comum a formação de blocos de controle mediante a utilização de acordos de acionistas. Isso contribuiu para fortalecer a posição daqueles que defendiam maior coercibilidade a estes instrumentos.

²⁷² Os acordos de acionistas que tenham por objeto as hipóteses previstas no caput do artigo 118 são chamados de acordos “típicos”, enquanto os demais chamados de “atípicos”. A diferença entre ambos reside na sua oponibilidade perante terceiros e à companhia: “A diferença de tratamento atribuído aos acordos com objeto típico e atípico refere-se apenas à oponibilidade de suas estipulações perante a companhia e a terceiros. Somente os primeiros deverão ser observados pela sociedade, se devidamente arquivados em sua sede. Do mesmo modo, somente os acordos típicos terão eficácia reflexa em relação a terceiros, se averbados no livro de “registro de ações nominativas” e nos certificados das ações, se existentes – em se tratando de ações nominativas –, ou nos livros e extrato de conta corrente da instituição financeira depositária, em caso de ações escriturais (art. 118, § 1º c/c arts. 31 e 35)” (ABBUD, André de Albuquerque Cavalcanti. *Execução específica dos acordos de acionistas* – São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 106-107).

²⁷³ Muito embora o exercício do poder de controle estivesse contido no exercício do direito de voto, o legislador reconheceu expressamente a possibilidade de celebração de acordos de acionistas sobre o exercício do ‘*poder de controle*’, buscando afastar quaisquer dúvidas a respeito do tema.

²⁷⁴ TOLEDO, Paulo Fernando C. Salles de. Modificações introduzidas na lei de sociedades por ações, quanto à disciplina da administração das companhias. In: LOBO, Jorge (org.). *Reforma da lei das sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 428.

3.3 A sistemática dos §§ 8º e 9º do artigo 118 da lei 6.404/76

A Lei das S/A já trazia, em sua redação original, no § 3º do Artigo 118, a previsão de execução específica das obrigações contidas nos acordos.

A previsão da execução específica, conforme ressaltou o novel legislador na exposição de motivos da Lei das S/A, se justificava em razão da exigência de instrumentos capazes de confrontar e estabilizar as relações internas entre os acionistas da sociedade anônima. Confira-se o excerto abaixo da exposição de motivos: “cumpre dar disciplina própria ao acordo de acionistas que, uma vez arquivado na sede da companhia e averbado nos registros ou nos títulos, é oponível a terceiros e tem execução específica”.

Preleciona Carvalhosa que essa execução, de influência norte-americana, foi incorporada ao nosso direito para outorgar aos acordos de acionistas uma eficácia real, assegurando aos signatários o cumprimento efetivo das obrigações assumidas em seu âmbito²⁷⁵.

Não obstante, enquanto a execução específica prevista no § 3º depende de propositura de ação judicial, a sistemática dos §§ 8º e 9º independe do poder judiciário, funcionando, na verdade, como uma inversão dos papéis. Ao invés de se fazer com que a parte prejudicada proponha judicialmente a execução específica das obrigações contidas no acordo, quem terá de demandar em juízo para questionar a validade e eficácia do acordo ou da deliberação por ele afetada será aquele que não tiver seu voto computado (§ 8º) ou cujo voto tenha sido suprido pelo terceiro prejudicado (§ 9º)²⁷⁶.

Assim, na reforma de 2001, o legislador pretendeu dotar os acordos de acionistas de maior coercibilidade. Para tanto introduziu a sistemática proposta pelos §§ 8º e 9º do Artigo 118, que

*tratam de declaração de ineficácia dos atos de obstrução que os dissidentes do acordo venham a produzir contrariamente ao decidido por maioria nas reuniões do órgão interno da comunhão de controle, as denominadas reuniões prévias, na forma prevista nesses parágrafos*²⁷⁷.

Segundo Carvalhosa, os administradores eleitos pela comunhão, por serem “partes em sentido substancial” do acordo (i.e., por estarem sujeitos aos efeitos da convenção), possuem a “obrigação de votar” conforme deliberado na reunião prévia da comunhão de

²⁷⁵ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas* – São Paulo: Editora Saraiva, 1984, p. 249.

²⁷⁶ Conforme CARVALHOSA, *Acordo de acionistas...*, 2015, p. 251 e 257.

²⁷⁷ CARVALHOSA, *Comentários à Lei de sociedades anônimas*, 4. ed. São Paulo: Saraiva, v. 2, artigos 75 a 137, rev. e atual., 2008, p. 536.

controle. Assim, caso não exerçam o voto no sentido estabelecido pela comunhão do acordo, estariam agindo em “abuso de poder” e infringindo o acordo²⁷⁸.

Não concordamos com essa orientação de que os administradores seriam partes em “sentido substancial”. Como explica Comparato, o conceito de parte em sentido formal e parte em “sentido substancial” alinha-se, respectivamente, com “aquele que age ou manifesta a declaração de vontade negocial” (formal) e “o titular do interesse” (substancial)²⁷⁹. Portanto, é a parte substancial que tem o interesse que a parte formal manifeste declaração de vontade em consonância com o seu interesse, e não o contrário, como ocorre nos §§8º e 9º, em que a dita parte substancial (o conselheiro vinculado) ficaria subjugada aos comandos da parte em sentido formal (acionistas acordantes).

A nosso ver, os §§ 8º e 9º não estabelecem ao conselheiro eleito pelo acordo a “obrigação” de votar conforme suas disposições ou conforme a vontade da comunhão. O que ocorre é que o acordo impede a produção dos efeitos do voto contrário à avença e permite o suprimento do voto do conselheiro ausente ou omissos. Portanto, a recusa do voto ou da ausência ou omissão de voto será modelada pelos efeitos irradiados pelo acordo de acionistas.

Em qualquer das hipóteses, é importante observar que a vinculação ocorre somente em relação ao membro do conselho de administração eleito no âmbito dos acordos de acionistas. Vale dizer, o voto dos demais membros do conselho, eleitos por outros meios que não no âmbito do acordo, não podem ter a eficácia de seu voto atrelada à orientação emanada pelos signatários do mesmo.

O § 8º do artigo 118 da Lei da S/A estipula que o presidente do órgão colegiado de deliberação da companhia – i.e. assembleia geral, conselho de administração, ou, eventualmente, a diretoria²⁸⁰ – não pode computar o voto proferido com infração ao acordo de acionistas devidamente arquivado na sede da companhia. A partir de então, sempre que o

²⁷⁸ CARVALHOSA. *Acordo de acionistas...*, 2015, p. 247 e 254-255.

²⁷⁹ COMPARATO. *Acordo de Acionistas...*, p. 684. O autor explica que a utilização desse instituto é comum em situações como a comissão mercantil em que o comissário age em nome próprio, mas por conta e no interesse do comitente, verificando-se um ‘mandato sem representação’; e como a gestão de negócio alheio, em que se possibilita gerir negócio alheio sem autorização do interessado, segundo o interesse e vontade presumível deste, ou seja, como ‘representante sem mandato’. Salienta, ainda, que tal distinção não se aplica em relação de representação: “Não me parece que a distinção em foco se aplique ao instituto da representação, pois o representante não age em nome próprio e, por conseguinte, não adquire direitos nem contrai obrigações” (p. 684).

²⁸⁰ Saliente-se aqui, que a diretoria também pode ser colegiada, se o estatuto assim permitir (Artigo 143, § 2º, Lei das S/A). No entanto, por ser tal previsão facultativa, por desempenharem atribuições distintas, e por haver uma “cadeia” de eleição, trataremos a respeito da vinculação dos diretores em tópico específico, no **item 3.6.2**.

conselheiro pretender proferir voto contrário ao acordo, o presidente do conselho tem o dever de não computar seu voto. Essa hipótese será vista mais a fundo no **item 3.6.4**.

Por outro lado, o § 9º da Lei das S/A dispõe que o não comparecimento às reuniões dos órgãos de administração da companhia e as omissões de voto de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas assegura à parte prejudicada o direito de votar em nome do conselheiro por ela eleito. Analisaremos essa hipótese em maior detalhe no **item 3.6.5**.

Segundo Carvalhosa, esse mecanismo funda-se no princípio da “autotutela”, permitindo a “auto-execução específica do acordo”²⁸¹.

A definição da orientação de voto costuma ocorrer de duas formas. A primeira é aquela predisposta no próprio acordo, especificando no seu texto a orientação a ser seguida. Esse tipo de disposição ocorre geralmente em acordos celebrados para uma determinada assembleia ou reunião – ou conjunto de assembleias e reuniões – cuja matéria já é previamente conhecida pelos signatários do acordo.

A segunda é aquela realizada por meio de uma “reunião prévia”. Nesse caso, sendo convocada assembleia geral ou reunião do órgão de deliberação colegiada, os acionistas signatários do acordo de voto se reúnem para deliberar, antes da realização da assembleia ou reunião, como o bloco dos signatários deverá manifestar seu voto. Formada a maioria, qualificada ou não, o objetivo do acordo é uniformizar o voto do bloco, de modo que os signatários dissidentes obrigam-se a votar no mesmo sentido que a maioria vencedora²⁸².

Tratando-se de membros do conselho de administração eleitos no âmbito do acordo de acionistas, o espectro de aplicação da norma cinge-se às reuniões do conselho, ou seja, o voto vinculado será proferido em reunião do conselho, e o presidente do conselho fará a verificação de sua conformidade com o acordo. Se o conselheiro não comparecer à reunião

²⁸¹ CARVALHOSA, em seus *Comentários à Lei de sociedades anônimas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, v. 2, artigos 75 a 137, rev. e atual., 2008, p. 522, entende que: “Tal mecanismo funda-se no princípio da autotutela, por meio do qual assegura-se aos particulares, em situações bastante singulares e previstas em lei (p. ex., direito de retenção, legítima defesa e estado de necessidade, dentre outras), agir direta ou suficientemente, ou seja, sem a intervenção estatal, exigindo ação ou omissão da outra parte contratante ou de terceiro para obter o integral cumprimento da avença celebrada ou do direito ameaçado”.

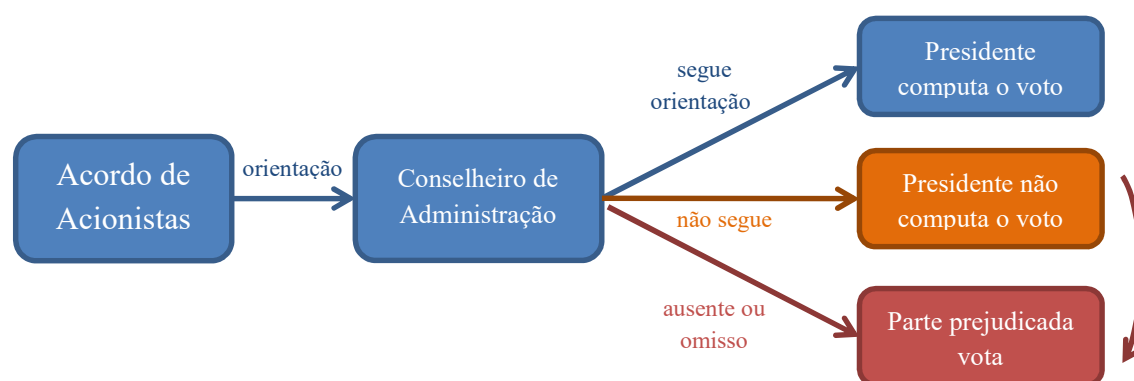
²⁸² Segundo CARVALHOSA, *Comentários...*, v. 2, p. 528: “Pode-se, dessa forma, conceituar o acordo de voto em bloco como modalidade de acordo de acionistas visando, durante o prazo de sua duração, o exercício do controle comum, para o que os convenientes formam uma comunhão que em reunião prévia estabelecerá o quórum majoritário que irá direcionar os votos que devem ser dados, com todas as ações do bloco, pelos acionistas convenientes, nas assembleias da companhia, e pelos administradores eleitos em virtude do acordo, nas reuniões dos órgãos de administração que participam”. Mais adiante, sustenta o autor a caracterização da reunião prévia como órgão interno à comunhão de controle: “Trata-se a reunião prévia de um órgão interno soberano indispensável à comunhão do controle. É um órgão interno da comunhão, já que não tem poderes de representação. Suas deliberações majoritárias são impostas pelo síndico (§ 7º) ou pelos signatários representantes da vontade majoritária, ou ainda pelos administradores eleitos pelo acordo” (p. 529).

ou omitir-se no exercício do voto, o presidente do conselho assegurará à parte prejudicada o direito de votar pelo conselheiro eleito.

Para Eizirik, a interpretação sistemática de ambos os dispositivos acarreta que o voto não computado por força do § 8º autoriza à parte prejudicada a votar em nome do inadimplente com base no § 9º:

O voto não computado deve, então, ser tido como não proferido, tal como se o acionista tivesse se abstido de votar. Consequentemente, os acionistas prejudicados estarão expressamente legitimados a, com base no §9º do art. 118, votar em nome do acionista inadimplente, assegurando a eficácia imediata do acordo de acionistas²⁸³.

Para ilustrar o resultado da aplicação dos §§ 8º e 9º, em relação ao membro do conselho de administração vinculado ao acordo, procuramos sistematizar o processo no organograma abaixo:



Na prática, uma técnica geralmente associada à vinculação, a fim de conferir maior segurança ainda ao acordo, consiste em consignar nas suas cláusulas que caso o conselheiro eleito em seu âmbito se recuse a votar conforme a orientação emanada pelos acordantes, os signatários se obrigam a substituí-lo imediatamente²⁸⁴.

²⁸³EIZIRIK, 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: CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *Estudos de direito empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 44. Em mesmo sentido, 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. 666, e, 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. 373-374.

²⁸⁴BULHÕES 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 a orientação definida pelo grupo controlador. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 15, jan.-mar. 2002, p. 241.

Assim, à primeira vista²⁸⁵, se o acordo de acionistas estiver arquivado, na sede da companhia, e uma vez estabelecida a orientação de voto em relação ao conselheiro de administração, três desencadeamentos são possíveis em vista do disposto nos §§ 8º e 9º do artigo 118: (i) se o conselheiro seguir a orientação de voto, então o presidente do conselho de administração computará o voto proferido; (ii) se o conselheiro não seguir a orientação de voto, o presidente do conselho de administração não computará o voto proferido pelo administrador recalcitrante; e (iii) se o conselheiro omitir-se ou ausentar-se, ou, na hipótese do item (ii), permite-se à parte prejudicada votar em nome do conselheiro ausente ou omissor, em consonância com a decisão tomada no âmbito da reunião prévia.

3.4 Dados empíricos

Em 2012, as pesquisadoras Érica Gorga e Marina Gelman, realizaram estudo empírico em relação à vinculação dos conselheiros de administração pelos acordos de acionistas no mercado de capitais brasileiro, ocasião na qual foram premiadas com o Prêmio IBGC Itaú Academia e Imprensa²⁸⁶.

Para a elaboração do estudo, as autoras tomaram como base apenas as companhias listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, quais sejam, o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado.

Interessante notar, também, a distinção dos tipos de cláusulas vinculativas verificadas pelas autoras: (i) cláusulas “guarda-chuva” e (ii) cláusulas pré-estabelecidas.

As primeiras seriam aquelas previsões contratuais que vinculam o voto do conselheiro de administração irrestritamente, não havendo delimitação das matérias às quais o voto do conselheiro estaria vinculado à reunião prévia dos acionistas²⁸⁷. As últimas, também chamadas de cláusulas específicas, pelo contrário, limitam as matérias em que o

²⁸⁵ Veremos, nos **itens 3.5.5, 3.6.4. e 3.6.5**, que a aplicação deste mecanismo não é tão simples e irrestrita.

²⁸⁶ GORGA, Érica; GELMAN, Marina, *O esvaziamento crescente do Conselho de Administração como efeito da vinculação de seu voto a acordos de acionistas no Brasil*, 1º Colocado no Prêmio IBGC Itaú Academia e Imprensa 2012.

²⁸⁷ Conforme apontam as autoras, um exemplo de cláusula guarda-chuva é a disposição contida no acordo de acionistas da Renar Maçãs S.A., companhia listada no Novo Mercado desde 2007, que assim dispõe: “3.2.5 Para viabilizar o exercício do direito de voto em bloco dos Acionistas em conformidade com as disposições do presente Acordo, os Acionistas se obrigam a realizar reuniões entre si previamente à realização de qualquer Assembléia Geral, reunião do Conselho de Administração ou reunião da Diretoria da Companhia e de qualquer Companhia Investida, com vistas a deliberar a respeito das matérias constantes da ordem do dia em questão (Reunião Prévia)”.

voto do conselheiro estaria vinculado à reunião prévia dos contratantes do acordo de acionistas, designando-as expressamente²⁸⁸.

Para a formação da base de cálculo do estudo, foram excluídas da análise as companhias nas quais o maior acionista dispunha de participação superior a 50% do capital acionário votante, eis que se trata de situação que prescinde do uso de acordo de acionistas para o exercício do controle²⁸⁹. Restaram, então, 107 (cento e sete) companhias. Dessas 107 (cento e sete), 55 (cinquenta e cinco) possuíam acordos de acionistas arquivados na sede, sendo que 3 (três) companhias possuíam 2 (dois) acordos, elevando o número para 58 (cinquenta e oito) acordos.

As autoras observaram que, da amostra colhida em maio de 2012 (58 acordos), 40 (69%) acordos de acionistas previam a vinculação do voto do conselheiro de administração ao acordo. Desses 40 (69%) acordos, que previam a vinculação do voto, 27 (68%) possuíam as chamadas cláusulas “guarda-chuva” e 13 (32%) cláusulas específicas. Esse número cresceu, em relação ao estudo realizado em 2007, em que 62% possuíam acordo de acionistas com vinculação do voto de membros do conselho de administração²⁹⁰.

A partir disso, concluem que “[o]s acordos de acionistas estão operando, de fato e de forma crescente, como um instrumento de anulação do dever de independência e comprometimento do pleno exercício das funções do Conselho de Administração”²⁹¹.

Embora, por um lado, tal vinculação produza um efeito positivo (“efeito incentivo”), que permite, aos acionistas controladores, maior influência sobre as ações da administração, evitando que a gestão prejudique os acionistas enquanto classe, por outro, há um efeito negativo (“efeito entrincheiramento”), segundo o qual esses mesmos acionistas controladores podem extrair benefícios privados do controle em detrimento de acionistas não-controladores²⁹².

²⁸⁸ Por outro lado, o exemplo de cláusula pré-estabelecida é a 2.6. em conjunto com a 2.4.2. do Acordo de Acionistas da Cielo S.A.: “Antes de qualquer Assembleia Geral ou Reunião do Conselho de Administração da Companhia para debater e decidir as matérias previstas nas cláusulas 2.3 e 2.4.2 e respectivos subitens, acima, os Acionistas, por seus representantes legais ou procuradores, obrigam-se a comparecer a uma reunião prévia para o fim de estabelecer seu voto comum na Assembleia Geral ou sua recomendação comum de voto aos membros do Conselho de Administração que cada Acionista tiver indicado (Reunião Prévia), observado o disposto abaixo.” A cláusula 2.4.2. enumera uma série de atribuições atinentes ao Conselho de Administração, inclusive matérias de competência exclusiva prevista no Artigo 142 da Lei das S/A.

²⁸⁹ Parece-nos, portanto, que a intenção das autoras foi avaliar a adoção dos acordos de acionistas para exercício do poder de controle, em casos de controle compartilhado.

²⁹⁰ GORGA, Érica; GELMAN, Marina, *O esvaziamento...*, p. 4.

²⁹¹ GORGA, Érica; GELMAN, Marina, *O esvaziamento...*, p. 20.

²⁹² GELMAN, Marina; CASTRO, Luiz Ricardo Kabbach de; SEIDLER, Valentin. Efeitos da vinculação do voto dos conselheiros ao acordo de acionistas no valor da firma: evidências de empresas brasileiras. *RAE - Revista de Administração de Empresas*, v. 55, p. 345-358, 2015. Disponível em:

Segundo Gelman, Castro e Seidler, o predomínio de um ou outro efeito (negativo ou positivo) se dá conforme as características de cada acordo, seu tipo e alcance de vinculação da administração. Assim, seria necessário verificar, do ponto de vista regulatório, se as cláusulas dos acordos estão orientadas ao interesse social da companhia ou apenas da comunhão de acordantes. De um modo geral, os acordos que vinculam os votos dos administradores de forma indiscriminada (vinculação genérica) são prejudiciais à companhia, indicando, pois, o predomínio do efeito negativo²⁹³.

Conforme visto também no **item 1.5**, o Brasil é um dos países recordistas na extração de benefícios privados do controle, o que indica que o efeito negativo se sobreponha ao efeito positivo.

Vejamos, a partir de agora, a controvérsia instalada na doutrina a respeito do tema.

3.5 A discussão em torno do tema

A doutrina não é uníssona quanto à inovação trazida pelos §§ 8º e 9º do artigo 118, havendo diversos argumentos favoráveis à vinculação e diversos argumentos contrários à vinculação.

Analisaremos, ponto a ponto, os aspectos e fundamentos mais relevantes levantados atualmente, a fim de conseguirmos visualizar melhor a discussão como um todo, sistematizados da seguinte forma: (i) o significado de interesse social; (ii) a hegemonia do controlador vs. a autonomia do conselho de administração; (iii) a posição da doutrina quanto à compatibilização com o dever de independência; (iv) a posição da doutrina quanto à teoria organicista e a invasão de atribuições pertencentes ao conselho, e, ao final, (v) realizaremos uma tentativa de síntese.

<http://homepage.univie.ac.at/valentin.seidler/wp-content/uploads/2015/01/SA_GKS_Final.pdf> Acesso em: out.2015, p. 18.

²⁹³ GELMAN, *Efeitos da vinculação...*, p. 19.

3.5.1 O interesse social²⁹⁴

É pacífico que o acordo de acionistas deve estar em consonância com o interesse social. O interesse social delimita a validade ou a eficácia do acordo de acionistas²⁹⁵. Vale dizer, um acordo de acionistas não pode ser contrário ao interesse social.

No âmbito dos acordos de voto em bloco, o interesse social sempre deverá ser respeitado, como ensina Eizirik: “O interesse social deve ser absolutamente preservado pelos termos do acordo de voto em bloco, bem como na sua execução e implementação”²⁹⁶.

Conforme ressalva Salles de Toledo, o interesse social prevalece sobre o individual dos acionistas ou do grupo de acionistas. Como o acordo de acionistas visa à composição de interesses distintos, “estes não podem sobrepor-se a interesses mais altos, como o da própria companhia”²⁹⁷.

As regras, previstas pelos artigos 115, 116, § único e 154 da Lei das S/A, prevêm que acionistas, controlador e administradores, respectivamente, têm o dever de atuar no “interesse da companhia”.

Segundo Carvalhosa, o voto dos controladores é um “direito-função”, decorrente das prerrogativas e responsabilidades conferidas ao titular do poder de controle pela Lei das S/A, e deve ser exercido obrigatoriamente sempre no interesse social, e não no seu interesse individual. Se houver incompatibilidade entre o acordo, o sentido do voto, e o interesse da companhia, a comunhão de acionistas fica liberada da obrigação de votar conforme o acordo, pois tal situação tem efeito liberatório²⁹⁸.

²⁹⁴ Cumpre salientar que a Lei das S/A não faz referência a interesse social, apenas a “interesse da companhia”. Utilizaremos, nesta dissertação, visando facilitar o estudo da matéria, ambos os conceitos, de ‘interesse social’ e de ‘interesse da companhia’, como sinônimos, conforme NOVAES FRANÇA, Erasmo Valadão de Azevedo. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S/A*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 62: “Assim, por interesse social ou interesse da companhia, deve-se entender o interesse comum dos sócios, que não colida com o interesse geral da coletividade, mas que com ele se harmonize.”

²⁹⁵ Segundo CARVALHOSA, *Acordo...*, 2015, p. 132, trata-se de hipótese de invalidade: “Temos, assim, que o interesse social, representado pelos interesses legítimos dos sócios, delimita a validade dos acordos”. Diversamente, BARBI FILHO, Celso. Acordo de Acionista: Panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma da sua disciplina legal, *Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, ano 3, abr.-jun. 2000, p. 43, entende que se trata de hipótese de ineficácia: “Não obstante, um pacto sobre voto pode ser válido mas não ter eficácia se, na assembleia geral, alguma circunstância opuser o voto contratado ao interesse social. É o que ocorre, por exemplo, em relação à distribuição de dividendos quando a companhia estiver em dificuldades financeiras. E essa ineficácia incidental justifica-se porque ‘os efeitos do acordo de voto se produzem na esfera da companhia, afetando-a diretamente, em termos de consecução do interesse social.’”

²⁹⁶ EIZIRIK, *Acordo...*, p. 50.

²⁹⁷ TOLEDO, *Modificações...*, p. 428.

²⁹⁸ CARVALHOSA, *Acordo de acionistas...*, 2015, p. 144 e 147.

Como será visto adiante, a compreensão do significado de “interesse social” não é simples e demanda cuidado, variando conforme o tamanho da companhia, seu impacto perante o mercado e a sociedade em que atua, e assumindo especial relevância quando se tem em conta a atuação da administração²⁹⁹.

Com efeito, existem diversas teorias quanto à investigação do interesse social, divergindo quanto ao alcance e amplitude do referido conceito, sendo por vezes difícil de identificar ao que corresponderia tal interesse, e, em outros casos, difícil visualizar qual orientação estaria de acordo com este interesse e qual não estaria.

Deve-se recordar valiosa lição de Salomão Filho, que sistematiza as orientações a respeito do interesse social da seguinte forma: (i) o contratualismo clássico, que é aquele em que o interesse social identifica-se com o interesse dos sócios atuais; (ii) o contratualismo moderno, o qual desprende-se da visão de interesse social como interesse dos sócios atuais, passando a ser identificado na perspectiva da obtenção da maximização do valor de venda das ações dos sócios (atuais e futuros); (iii) a teoria institucionalista publicista, originária de Rathenau, segundo a qual haveria um interesse próprio da companhia (e de sua participação), destacado dos sócios, seria um interesse público, decorrente da relevância social da macroempresa, e não meramente privado; e, por último, (iv) o institucionalismo integracionista ou organizativo, que seria uma evolução do institucionalismo publicista, tratando-se de um interesse harmônico e comum aos interesses dos vários tipos de sócios e trabalhadores, inclusive com a inclusão de interesses externos à companhia, como credores, meio ambiente, consumidores e da comunidade afetada pela atuação da companhia³⁰⁰.

Ainda, refere o autor, que há uma teoria mais moderna, a “teoria do contrato organização”, em que o núcleo dos contratos associativos está na organização criada, identificando o interesse social ao interesse consubstanciado na melhor organização possível do feixe de relações envolvidas pela sociedade. O foco desta teoria é o valor organização e não a coincidência de interesses de uma pluralidade de partes ou de um interesse específico à auto preservação. O interesse social é entendido como o melhor ordenamento dos interesses envolvidos na sociedade e a solução dos conflitos existentes entre eles³⁰¹.

²⁹⁹ Como salienta COMPARATO: “É inadmissível que o conselheiro representante de acionista, em tal companhia [refere-se à companhia aberta], confunda o interesse do seu representado com o interesse social, ou melhor, subordine este àquele, e passe a atuar como simples procurador individual, desviando os poderes ‘que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa’” (COMPARATO, *Novos ensaios...*, p. 103).

³⁰⁰ Para maiores detalhes, vide SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*, 4. ed., São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 28-38.

³⁰¹ SALOMÃO FILHO, *O Novo Direito...*, p. 44-47.

Novaes França traz uma outra sistematização a respeito do tema. Analisa, primeiramente, as teorias institucionalistas: (i) primeiro, com a obra de Rathenau, verifica-se um despertar para a macroempresa, não mais como uma organização de direito privado, mas como um fator de economia nacional, a serviço de interesses públicos; (ii) segundo, com a teoria da empresa em si, destaca-se um interesse próprio da mesma, no sentido de se alcançar a melhor eficiência produtiva, tendente a subtrair dos acionistas o controle da empresa e confiá-lo a uma administração, com uma superioridade do interesse da empresa em relação aos dos acionistas; (iii) a teoria da pessoa em si, baseada na concepção organicista de Otto Von Gierke, expressa a realidade da pessoa jurídica, com um interesse da própria companhia enquanto pessoa jurídica distinta de seus membros; (iv) a teoria do direito da empresa acionária, de Haussmann, nega que a empresa seja titular de interesses, mas vê confluência de interesses de sujeitos diversos, como acionistas, administradores, trabalhadores e credores, titulares de um interesse em comum; e, por último, (v) a teoria da instituição, criada por Hariou, na França, vê a empresa “como uma organização social, estável em relação à ordem geral das coisas, cuja permanência é assegurada por um equilíbrio de forças ou por uma separação de poderes, e que constitui, por si mesma, um estado de direito”. Aduz, Novaes França, outrossim, que as concepções norte-americanas alcançaram, por outros meios, posições semelhantes às de Rathenau, no sentido de que o interesse social não se confunde com o interesse exclusivo dos acionistas, pois a grande companhia exerce um serviço social, perdendo seu caráter privatístico, e, em lugar disto, dando origem a um organismo originário, independente e soberano, assemelhando-se ao Estado³⁰².

Em segundo lugar, o autor analisa as teorias contratualistas, que se contrapõem às teorias institucionalistas, na medida em que entendem que o interesse social se reduz ao interesse comum dos sócios. Tais teorias recusam-se a enxergar a sociedade anônima como uma instituição desvinculada da pessoa de seus sócios. Dentro dessa vertente, define-se o interesse social como interesse comum dos sócios apenas, vale dizer, enquanto sócios, na qualidade de sócios, e, dentro disso, varia de maneira bastante ampla, chegando-se a orientações distintas: (i) o interesse dos sócios corresponderia ao interesse dos sócios atuais e futuros, ou seja, um interesse típico, instrumental (valorização do escopo-meio, objeto social), imutável durante a vida da sociedade; (ii) o interesse dos sócios corresponderia apenas ao interesse dos atuais, excluindo-se os sócios futuros, visando, apenas, à

³⁰² NOVAES FRANÇA. *Conflito de Interesses...*, 2014, p. 28-39.

maximização da empresa produtiva; (iii) o interesse dos sócios diria respeito à eficiência da empresa e distribuição de dividendos, valorizando-se tanto o escopo-meio (a empresa, no sentido de atividade, o objeto social) quanto o escopo-fim (maximização dos lucros); (iv) o interesse dos sócios é entendido como conceito relativo, abandonando-se a rígida contraposição entre interesse social e extra social, adotando-se um conceito de interesse social objetivo e abstrato; ou, (v) o interesse dos sócios é entendido como qualquer relação de solidariedade entre interesses individuais de seus acionistas³⁰³.

O autor conclui, ao final, que, conforme o tamanho da empresa e o impacto dela na economia, pode variar entre uma ou outra teoria, mas – e o que importa para o presente trabalho –, no caso das grandes companhias de capital aberto, costuma predominar o caráter institucional, com disposições de ordem pública, inderrogáveis por seus acionistas, porque idealizadas para a proteção do interesse coletivo de investidores no mercado de capitais³⁰⁴. Concluiu também que, embora a teoria contratualista possa ter maior aplicação na solução de conflitos internos à assembleia geral, a teoria institucionalista seria mais adequada para a compreensão de situações jurídicas envolvendo outros órgãos sociais, especialmente, a administração³⁰⁵.

Note-se, a partir dessa discussão, como o contratualismo aproxima-se da visão de governança corporativa orientada aos acionistas (“shareholders oriented”), com o favorecimento do interesse destes, enquanto que o institucionalismo e teoria do contrato organização aproximam-se da visão orientada aos “stakeholders” (“stakeholders oriented”), considerando e protegendo os interesses destes, além do interesse dos acionistas.

Na visão de Salomão Filho, a situação no Brasil seria de uma mescla de contratualismo com institucionalismo. Enquanto se verificam regras de nítido caráter contratualista, há, no artigo 116, parágrafo único da Lei das S/A, importante declaração de princípios teóricos de caráter institucionalista, atribuindo deveres genéricos ao acionista controlador em relação aos demais acionistas, trabalhadores e comunidade em que atua. Quanto ao acordo de acionistas, no entanto (e até mesmo pela inclusão dos §§8º e 9º do artigo 118), o autor entende que a nova função atribuída pelo legislador, como “instância parassocietária” de poder, conferiu prevalência ao interesse do grupo de acionistas (com

³⁰³ NOVAES FRANÇA. *Conflito de interesses...*, 2014, p. 41-47.

³⁰⁴ NOVAES FRANÇA. *Conflito de interesses...*, 2014, p. 54-57.

³⁰⁵ NOVAES FRANÇA. *Conflito de interesses...*, 2014, p. 58-59.

enfoque contratualista, portanto), em especial, o grupo controlador, em relação aos demais³⁰⁶.

Na visão de Novaes França, a Lei das S/A estabeleceu um regime dual quanto a tais teorias, competindo ao acionista em geral perseguir o interesse em comum dos sócios (enquanto sócios), assumindo aí a perspectiva contratualista, e, ao acionista controlador, em decorrência do mandamento contido no artigo 116, parágrafo único da Lei das S/A, a tutela dos interesses *intra* e *extra* sociais (demais acionistas e investidores, trabalhadores, comunidade em que atua e economia nacional), suscetível, pois, a uma perspectiva institucional³⁰⁷.

Inclusive, salienta o autor que o acionista controlador que orientar a companhia para fim lesivo ao interesse nacional ou praticar atos em detrimento de acionistas minoritários, trabalhadores ou investidores, cometerá “abuso do poder”, consoante artigo 117, §1º alíneas ‘a’, ‘b’ e ‘c’³⁰⁸.

Comparato, por outro lado, preleciona estar superada a discussão entre institucionalistas e contratualistas, em relação à sociedade anônima. Segundo o nobre jurista,

*Na companhia aberta, predomina o caráter institucional, marcado por disposições de ordem pública, não derogáveis por deliberação dos acionistas, porque tendentes a proteger o interesse coletivo de investidores no mercado de capitais (...) Na companhia fechada, ao revés, prevalece o aspecto contratual, conferindo-se ampla liberdade de estipulação às partes para regular o funcionamento dos órgãos societários, de acordo com os seus interesses particulares, que no caso são exclusivos*³⁰⁹.

Sob outra ótica, como salienta Munhoz, a ideia não seria necessariamente trazer todos os interesses externos (que recebem tutela de legislação própria) para dentro da estrutura de decisão interna da sociedade, mas sim de se aventar a possibilidade de interiorizá-los, uma vez respeitada a lógica da “prosperidade – rentabilidade – distribuição equitativa de resultados a longo prazo”³¹⁰.

Quanto aos administradores, e este ponto assume especial relevância para esta dissertação, Novaes França refere que a administração possui uma função marcadamente

³⁰⁶ SALOMÃO FILHO, *O Novo Direito...*, p. 38/41.

³⁰⁷ NOVAES FRANÇA, *Conflito de interesses...*, 2014, p. 62.

³⁰⁸ NOVAES FRANÇA, *Conflito de interesses...*, 2014, p. 61/62.

³⁰⁹ COMPARTO, *Novos Ensaios...*, p. 95.

³¹⁰ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro (coord.); ARAGÃO, Leandro de. *Direito Societário – Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 134: “Com essas considerações, sugeri à reflexão a definição do interesse social na prosperidade, rentabilidade e distribuição equitativa de resultados entre os diversos participantes da atividade empresarial, em longo prazo. Esse pode ser o critério a ser observado na definição dos interesses externos a serem interiorizados e na solução de conflitos entre os diversos interesses a serem protegidos”.

institucional, à semelhança do acionista controlador, tendo em vista o caput e § 1º do artigo 154, que determina que os administradores atuem “no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e função social da empresa”³¹¹.

De maneira similar, Roth e Kindler, analisando o direito alemão, afirmam que o dever geral direcionado aos administradores de agir no interesse da companhia (previsto na § 93 (1), segunda sentença, dAktg³¹² c/c seção 116), além de servir aos acionistas, serve à proteção de credores e outras partes interessadas, o que os leva a asserção de que essa variedade de deveres conferidos aos administradores visam, primariamente, à proteção de “stakeholders” e não dos acionistas da companhia³¹³.

Por último, cumpre-nos recordar, como verificado nos **itens 1.5, 2.6 e 2.9**, que na estrutura de capital concentrado do Brasil, faz-se necessário atenuar o conflito de agência entre acionistas controladores e não-controladores, posicionando o conselho de administração como mediador dessa relação, sem descuidar, também, do interesse dos demais “stakeholders”.

Assim, em virtude da evolução da visão do conceito de interesse social, não mais consubstanciado exclusivamente no interesse dos sócios, muito menos ao interesse dos sócios controladores isoladamente ou retratado em acordo de acionistas, tendo em vista a previsão de deveres de caráter institucionalista para os acionistas controladores, no parágrafo único do artigo 116, e, para os administradores, no *caput* e § 1º do artigo 154, cumpre questionar se a inserção legislativa dos §§8º e 9º não colidira com o sistema da Lei das S/A, bem como com a visão de interesse social referida pela teoria do contrato organização e com a teoria institucionalista, uma vez que prestigia apenas parcela dos integrantes da companhia em detrimento dos demais e de “stakeholders”.

Parece-nos um pouco dissociada da realidade a visão que entende estar o acordo de acionistas, necessariamente afinado com o interesse social. Uma coisa é o interesse dos acionistas signatários do acordo, outra é o interesse dos acionistas enquanto classe, e outra é

³¹¹ NOVAES FRANÇA, *Conflito de interesses...*, 2014, p. 62, nota de rodapé nº 8.

³¹² Transcreve-se o texto da tradução em inglês: “§ 93 Duty of Care and Responsibility of Members of the Management Board (1) ¹ In conducting business, the members of the management board shall employ the care of a diligent and conscientious manager. ² They shall not be deemed to have violated the aforementioned duty if, at the time of taking the entrepreneurial decision, they had good reason to assume that they were acting on the basis of adequate information for the benefit of the company. (...)”, *German Stock Corporation Act (Aktiengesetz)*, Traduzido para o Inglês, outubro de 2013, Norton Rose Fulbright, Disponível em: <<http://www.nortonrosefulbright.com/files/german-stock-corporation-act-109100.pdf>> Acesso em: out. 2015.

³¹³ Conforme ROTH, Günter H; KINDLER, Peter. *The Spirit of Corporate Law: Core Principles of Corporate Law in Continental Europe*, Editora Beck, 2013, p. 76: “To this extend, the company’s organizational structure – as is the case with the capital structure – is not aimed at protecting the shareholders but rather third parties”.

o interesse da companhia. Apenas este último deve pautar as condutas dos administradores da companhia.

Nos subcapítulos seguintes, procuraremos analisar em maior profundidade as situações desencadeadas pela utilização dos §§8º e 9º do artigo 118, a fim de responder a esse questionamento.

Essa discussão levará a visitar, no **item 3.5.2**, alguns temas relacionados ao debate que gira em torno da dicotomia entre hegemonia do controlador *versus* a autonomia do conselho de administração.

3.5.2 A hegemonia do controlador vs. a autonomia do conselho de administração

O pano de fundo por trás da discussão envolvendo a vinculação do conselho de administração aos acordos de acionistas está relacionado ao aumento e reconhecimento do poder de controle, por um lado, e o empoderamento do conselho de administração, por outro.

Apresentaremos, a seguir, duas linhas argumentativas verificadas na doutrina, uma favorável à primeira visão, e, outra, favorável à segunda.

3.5.2.1 A hegemonia do controlador

3.5.2.1.1 A estrutura de tomada de decisões da companhia

A Lei das S/A estabelece que a estrutura administrativa das companhias se dá por meio de quatro órgãos sociais: (i) a assembleia geral; (ii) o conselho de administração; (iii) a diretoria; e (iv) o conselho fiscal³¹⁴.

Segundo Bulhões Pedreira, tais órgãos funcionam como uma “estrutura social hierarquizada”³¹⁵, ou seja, formam uma estrutura de tomada decisões segundo a qual a

³¹⁴BARRETO FILHO, Oscar. Estrutura Administrativa das Sociedade Anônimas. *Revista de Direito Mercantil*, n. 24, a. XV, 1976, p. 65-66.

³¹⁵Assim definida: “Estrutura social hierarquizada é conjunto de cargos, funções ou papéis sociais organizados normativamente e ligados por relações de subordinação: os ocupantes de alguns cargos exercem poder sobre os outros, que têm o dever de cumprir as instruções recebidas. O poder hierárquico, próprio desse tipo de estrutura, é a capacidade de determinar e fiscalizar a ação ou o comportamento subordinado” (BULHÕES PEDREIRA, *Acordo de Acionistas...*, p. 229). No mesmo sentido, VERÇOSA, Haroldo M.D. *Curso de direito comercial*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, v. 3, 2011, p.186-187: “O órgão máximo, no qual se localiza o poder deliberativo da sociedade, é a assembleia-geral ou reunião de sócios. Em segundo lugar vêm o órgão ou os órgãos administrativos, conforme a sociedade seja constituída dentro do sistema unitário ou dual de administração [...]. Outros órgãos podem existir, exigidos por determinação legal ou criados pelo ato constitutivo, como é o caso do conselho fiscal e dos conselhos consultivos.”

assembleia geral é o órgão máximo e de última instância, capaz de definir, ao fim e ao cabo, qual orientação a companhia (e a administração) deverá observar³¹⁶.

Tal predominância da assembleia se justificaria pelo fato de os acionistas serem os únicos a contribuírem para o capital social, correndo o risco de perder esse capital em caso de prejuízo, sendo também os últimos a receber os benefícios atinentes à atividade social, em forma de lucro (“residual claims”³¹⁷)³¹⁸.

Se existe um acionista controlador no seio da companhia, a decisão final fica em suas mãos, tendo este o dever de “fazer a companhia realizar o seu objeto social e cumprir sua função social” (artigo 116, parágrafo único, Lei das S/A).

Com efeito, o artigo 129 da Lei das S/A dispõe que as decisões tomadas em assembleia, via de regra, deverão seguir o princípio majoritário³¹⁹. E, em grande parte das companhias abertas brasileiras, como visto no **item 1.3**, o controle é concentrado, ou seja, a maioria dos votos é detida por um acionista (o acionista controlador) ou por um grupo de acionistas que coordenam o exercício do seu direito de voto por meio de um acordo de acionistas (controle compartilhado).

Note-se que os conselheiros de administração são eleitos pela assembleia geral, conforme artigo 140 da Lei das S/A. Ainda que com o uso do voto múltiplo, a maioria dos conselheiros será sempre eleita pelo acionista controlador. Mesmo a par de todo esse sistema

³¹⁶ BULHÕES PEDREIRA, *Acordo de Acionistas...*, p. 235. Cumpre destacar o seguinte trecho: “Na maioria das deliberações ou atos dos órgãos sociais da companhia não se colocam, todavia, questões de legalidade, e sim de adequação ao interesse da companhia, ou de conveniência. Nesses casos, a conclusão é diferente: prevalece o princípio da estrutura hierárquica – de que o subordinado tem o dever de cumprir as ordens recebidas de seus superiores – porque se há opiniões diferentes sobre qual a deliberação ou o ato mais conveniente para a companhia, são os órgãos hierarquicamente superiores que têm competência para decidir”. Ressalva o autor, contudo, que esse poder hierárquico não pode ultrapassar ou violar dispositivo legal ou estatutário, eis que seria “abuso de poder de controle” induzir ou tentar induzir administrador ou fiscal a praticar ato ilegal e contrário ao estatuto, consoante Artigo 117, § 1º, e. (p. 34).

³¹⁷ Trata-se, no caso, do direito de os acionistas receberem os bens da companhia após a liquidação do ativo e passivo. Para entender melhor como se ajustam os “residual claims” em relação aos diferentes tipos de sociedades, ver FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Agency problems and residual claims. *Journal of law and Economics*, 1983, p. 334-345. Em interessante trecho, à fl. 332, os autores referem alguns mecanismos para separar a decisão administrativa e a decisão de controle, dentre eles: (i) estrutura hierárquica de decisões, em que as decisões dos agentes inferiores são submetidas a agentes superiores (no nosso caso, seria “órgãos inferiores” e “órgãos superiores”, respectivamente) para ratificação e monitoramento; (ii) “board of directors” para ratificar e monitorar as decisões mais importantes da companhia, contratar, demitir e compensar os executivos de alto escalão; e, (iii) estruturas de incentivo que possibilitem o monitoramento mútuo entre os agentes de decisão (para nós, os “órgãos decisórios”).

³¹⁸ BULHÕES PEDREIRA, *Acordo de Acionistas...*, p. 235.

³¹⁹ COMPARATO explica o porquê da adoção do princípio majoritário: “Parte-se, sem dúvida, do postulado de que a sociedade existe no interesse dos sócios, e como ninguém, em princípio, está investido da prerrogativa de decidir pelos interesses alheios, prevalece sempre a vontade do maior número, julgado cada qual segundo seu próprio interesse. A ideia que está na base do princípio majoritário, observou Kelsen, é a de que o ordenamento social deve estar de acordo com o maior número possível de sujeitos, e em desacordo com o menor número possível” (COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima* 4. ed., Rio de Janeiro: Forense, , n. 12, 2005, p. 60).

legal, o controlador já exerce uma influência natural sobre os administradores, especialmente os conselheiros de administração, pois pode destituí-los *ad nutum*, ou seja, a qualquer tempo e discricionariamente, consoante inciso II, do artigo 122 da Lei das S/A, por meio da assembleia geral.

Segundo o artigo 143 da Lei das S/A, a diretoria é eleita pelo conselho de administração, ou, se inexistente, pela assembleia geral. Novamente, a diretoria é eleita, indireta ou diretamente, em sua maioria, pelo acionista controlador.

Desta forma, a vontade do controlador influencia direta e indiretamente todos os órgãos decisórios das sociedades anônimas (ou seja, a assembleia geral, o conselho de administração e a diretoria), moldando as decisões da companhia e influenciando a identificação do interesse social³²⁰.

3.5.2.1.2 O fortalecimento do poder de controle

Para Carvalhosa, a harmonia e unicidade necessária ao exercício do poder de controle devem existir (e começar) nos órgãos de administração também, confira-se:

*Temos assim que o acordo de controle, na conformidade do caput e dos parágrafos do art. 118, tem por objeto o exercício do poder-dever de controle, que é exercido, primeiro nos órgãos de administração da companhia, para, depois, exprimir-se na assembleia geral. Em consequência, estão vinculados ao acordo, no que respeita a seus votos sobre matérias relevantes e extraordinárias, os membros do Conselho de Administração eleitos pela comunhão dos controladores e também os diretores, em reunião regular da Diretoria*³²¹.

Em razão disso, afirma que

*A função dos dispositivos constantes dos §§ 8º e 9º do art. 118 da lei societária, que foram introduzidos pela Lei n. 10.303, de 2001, é a de permitir o exercício harmônico do poder-dever de controle nas três instâncias em que ele se manifesta, sucessivamente: na diretoria, no conselho de administração e na assembleia geral (ou especial)*³²².

³²⁰ Como bem salienta ZANINI: “a eleição dos administradores pode ser, e seguidamente o é, decidida pelos controladores em oposição à vontade dos sócios minoritários, que neste caso, ficariam à mercê dos controladores e dos administradores por eles eleitos” (ZANINI, Carlos Klein. A doutrina dos fiduciary duties no direito norte-americano e a tutela das sociedades e acionistas minoritários frente aos administradores das sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 36, n. 109, jan.-mar. 1998, p. 140).

³²¹ CARVALHOSA, *Acordo de Acionistas...*, 2015, p. 212. Não podemos deixar de comentar a estranheza e imprecisão desse conceito de matérias “relevantes e extraordinárias”, afirmado pelo autor. A leitura desse conceito a *contrario sensu* nos permitiria inferir que o acordo apenas não poderia vincular atribuições “irrelevantes e ordinárias” o que não parece estar em linha nem com o dever de independência, nem com a teoria organicista da companhia. De todo o modo, tal postura parece inconciliável com a orientação do autor de uma maneira geral, que sustenta a primazia da assembleia, a hegemonia do controlador e o alinhamento entre o acordo de acionistas e o interesse social.

³²² CARVALHOSA, *Acordo de Acionistas...*, 2015, p. 243.

Nesse sentido, a vinculação dos administradores aos acordos de acionistas, para esta linha doutrinária, seria coerente com o atual sistema decisório adotado pela Lei das S/A, estabelecendo-se uma “hegemonia absoluta dos controladores” sobre o conselho e a diretoria³²³. Dessa forma, segundo Eizirik, a vinculação da administração aos acordos de acionistas decorreria desse reconhecimento da posição de destaque do controle:

*a obrigatoriedade de observância das disposições do acordo de acionistas pelos administradores constitui consequência direta do reconhecimento do poder de controle, e não apenas do exercício de voto, como matéria que pode vincular a sociedade*³²⁴.

Salomão Filho observa, sob uma determinada ótica, que o próprio surgimento do conselho de administração em nossa legislação acionária visou a retirar das assembleias debates e matérias relevantes sobre a estratégia empresarial, reforçando o poder do controlador, que dominava o referido órgão³²⁵. Menciona que “o sistema brasileiro sempre se preocupou em dar voz ao controlador nos órgãos de administração”, que o conselho de administração jamais foi concebido como um órgão de fiscalização externa da administração³²⁶. Nesse contexto, a inserção dos §§8º e 9º ao artigo 118 procurou a fortalecer a posição do controlador, reconhecendo o acordo de acionistas como “instância da estrutura societária”, como “centro parassocietário de poder”, e, por conseguinte, tornando o conselho de administração sujeito à da vontade do controlador³²⁷.

A esse respeito, Fernandes Jr., Ribeiro e Navarro aduzem que o atual arcabouço da Lei das S/A passou a posicionar os acordos de acionistas de voto como “um contrato de organização, de natureza associativa ou societária, que faz parte da estrutura corporativa da

³²³ CARVALHOSA, *Comentários...*, v. 3, p. 15.

³²⁴ EIZIRIK. *Acordo...*, p. 50.

³²⁵ Refere SALOMÃO FILHO que, historicamente, os poderes conferidos ao conselho de administração, em sua maioria, pertenciam antes da sua criação –, à esfera de competência das assembleias, e, segundo o autor, esse deslocamento de competências proporciona um afastamento de decisões importantes sobre a estratégia empresarial da “turbulência das Assembleias, o que acaba por “reforçar o poder do controlador” (SALOMÃO FILHO. *O Novo Direito...*, p. 98). Registra-se, não obstante, que a remissão ora realizada trata-se de uma constatação da realidade do sistema legal da Lei das S/A apontada pelo autor, não refletindo seu completo entendimento sobre o tema.

³²⁶ SALOMÃO FILHO, *O novo direito...*, p. 100-102

³²⁷ SALOMÃO FILHO, *O novo direito...*, p. 135, em suas palavras: “A consequência desse aparente choque nada mais é que a contraprova da necessária inserção do acordo na estrutura societária. Os acordos (de voto) que têm a menor pretensão de legalidade são estruturados de forma a criar uma nova instância, anterior à instância propriamente societária em que o conteúdo do voto será definido, para predeterminação do voto”. Porém, pondera que, até mesmo por seu caráter parassocietário, o acordo está limitado pela própria estrutura societária da companhia, não podendo ferir o estatuto e a lei (SALOMÃO FILHO, *O novo direito...*, p. 139).

companhia” (sendo ele típico³²⁸ e arquivado³²⁹ na sede da companhia), aumentando, de certo modo, a eficácia que antes lhe era conferida pela teoria do contrato parassocial de Giorgio Oppo (que restringia sua eficácia apenas às partes signatárias) à companhia e seus administradores³³⁰.

Para arrematar, Aragão sustenta que a indicação do conselheiro desde o início se traduz na “nomeação de um preposto para representar o acionista na reunião do Conselho de Administração, e não a indicação de um terceiro verdadeiramente independente, que irá representar, de forma não particular, o interesse de todos os acionistas.” E refere que tal relação seria similar a uma relação de mandato: “É preciso lembrar que, em muitos casos, a

³²⁸ Como já salientamos, a diferença entre acordos típicos (tais como: acordos de voto – controle ou defesa – e acordos de bloqueio – preferência, opção, prévio consentimento, compra e venda de ações) e acordos atípicos reside na oponibilidade perante terceiros e à companhia dos acordos típicos (ABBUD, *Execução Específica...*, p. 106-107).

³²⁹ Conforme explica COMPARATO: “O arquivamento do acordo na sede da sociedade anônima constitui “conditio iuris” para que as estipulações sobre o exercício do voto tenham eficácia em relação à companhia”. Referido autor diferencia o regime de publicidade dos acordos de acionistas, entre arquivamento na sede e averbação nos livros. Explica que o arquivamento é direcionado aos acordos de voto, eis que contempla o exercício de um poder jurídico, que pode interferir com o interesse individual dos demais acionistas, tornando o acordo eficaz perante a companhia e acionistas que não participaram do mesmo. A averbação nos livros, por outro lado, destina-se tanto a acordos de voto quanto a legitimação para dispor dos títulos da companhia, tornando-o perante a companhia, demais acionistas e inclusive terceiros (COMPARATO, *Acordos de Acionistas...*, p. 686-687). Registra-se, que o regime de arquivamento está previsto no caput do artigo 118, enquanto que o regime de averbação está previsto no § 1º do aludido dispositivo.

³³⁰ FERNANDES JR., Adriano; RIBEIRO, Flávio S.; NAVARRO, Norlan. Acordos de acionistas e o mercado de capitais em evolução. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (coord.). *Mercado de Capitais Brasileiro II, Doutrina, Cases & Materials*, São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 471. Sobre a natureza do acordo de acionistas, encontramos certa discussão na doutrina. Em BRANCO, Adriano Castello. *O Conselho de Administração*. Rio de Janeiro: Editora Forense Universitária, 2004, p. 116, observa-se um bom resumo sobre a natureza do acordo de acionistas: “o acordo de acionistas possui natureza jurídica de negócio jurídico privado, sendo um contrato civil, nominado, parassocial, plurilateral quanto aos interesses que congrega, podendo, ainda, ser plurilateral, bilateral ou unilateral quanto às obrigações que impõe às partes”. Frisa-se, conforme COMPARATO, que a Lei das S/A legitimou os acordos de acionistas como parassociais: “Entre nós, a Lei nº 6.404, de 1976, dissipando antigas e infundadas dúvidas, legitimou expressamente os acordos de acionistas como instrumentos parassociais” (COMPARATO, *Novos Ensaios...*, p. 76). Há certa discussão se tais acordos seriam de natureza preliminar ou definitiva; segundo BARBI FILHO, a natureza de tais pactos é preliminar: “Além de contrato nominado, civil, parassocial e preliminar, o acordo de acionistas é também plurilateral” (BARBI FILHO, Celso. Acordo de Acionista: Panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma da sua disciplina legal. *Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, Editora Revista dos Tribunais, ano 3, abr.-jun. 2000, p. 36); BERTOLDI, por outro lado, entende que o acordo de acionistas de voto pode ser entendido como um contrato definitivo: “nos casos dos acordos de voto, é evidente que o exercício do direito de voto jamais poderá ser tido como um ‘contrato’ posterior ao acordo. Trata-se aqui de obrigação de declarar vontade num determinado sentido previamente estipulado pelo acordo” (BERTOLDI, Marcelo M. *Acordo de Acionistas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2006, p. 53-54), igualmente, quanto aos acordos de bloqueio: “O acordo de bloqueio não é um contrato preliminar, pois não se está diante de estipulação que preveja a obrigação de se criar um contrato definitivo, mas sim a de o signatário do acordo emitir declaração de vontade para dar preferência aos demais signatários, para respeitar a opção de venda emitida anteriormente, obrigações estas que prescindem de qualquer outro instrumento contratual para gerar plenamente seus efeitos” (BERTOLDI, *Acordos de Acionistas...*, p. 90).

função do representante é legítima apenas na medida em que adequadamente transmite e defende o interesse de seu representado”³³¹.

Essa visão, por outorgar aos controladores ou a comunhão de controle uma “hegemonia absoluta” sobre a administração da companhia, obrigando os administradores a segui-la, identifica-se, em certa medida, como vimos no **item 2.6**, com o “shareholder oriented model” (ou “standardmodel”), em que o modelo de governança corporativa é orientado ao acionista, que prevalece sobre a gestão, ou seja, aqui, é o acionista quem dará a palavra final sobre os negócios sociais. Contudo, ainda assim, essa visão gera um excesso de favorecimento ao controlador, indo além do que prestigia o “shareholder oriented model”, que defende ver também rigorosa proteção aos acionistas não controladores³³².

Ainda que não se possa negar que, no Brasil, existam numerosos casos em que os conselheiros são, *na prática*, meros prepostos dos acionistas controladores, “igualmente não se pode deixar de convir que esta situação, diante dos progressos trazidos pelas práticas de governança corporativa, e pela mudança de mentalidade que as acompanham, não deve perdurar por muito tempo”³³³.

3.5.2.2. A autonomia do conselho de administração

Analisaremos, a partir de agora, alguns pontos contrários ao comprometimento da pelos acordos de acionistas, fazendo o contraponto à visão anterior.

3.5.2.2.1. Redução do conflito de agência entre controladores e não controladores

Conforme analisado no **item 1.5**, supra, em nosso sistema de propriedade acionária, o principal conflito de agência existente é entre acionistas controladores e acionistas não-controladores, e o Brasil é recordista internacional em extrair de benefícios privados do controle.

³³¹ ARAGÃO, *A disciplina...*, p. 376.

³³² Essa orientação é retratada por HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *The End of History for Corporate Law*, The. Geo. LJ, v. 89, p. 439, 2000, p. 440: “The principal elements of this emerging consensus are that ultimate control over the corporation should rest with the shareholder class; managers of the corporation should be charged with the obligation to manage the corporation in the interests of its shareholders; other corporate constituencies, such as creditors, employees, suppliers, and customers, should have their interests protected by contractual and regulatory means rather than through participation in corporate governance; non controlling shareholders should receive strong protection from exploitation at the hands of controlling shareholders; and the market value of the publicly traded corporation's shares is the principal measure of its shareholders' interests”.

³³³ TOLEDO, *Modificações...*, p. 428.

Nesse caso, não se pode deixar ao inteiro arbítrio e poder do controlador a direção da companhia. Justamente por causa dessa hegemonia do controlador é que se justificam estratégias para redução de conflito de agência, como a previsão de “standards” (como o dever de independência previsto no artigo 154, §1º), e a “trusteeship strategy”, em que se indicam conselheiros de administração independentes, a fim de reduzir o conflito em questão, protegendo os acionistas minoritários.

No mesmo tom, tem sido objeto de destaque, em governança corporativa, o papel de mediação exercido pelo conselho sob essa relação entre acionistas controladores e não-controladores, fiscalizando e orientando a gestão e evitando a tomada de decisões em conflito de interesses (vide **item 2.9**)³³⁴.

3.5.2.2.2 O interesse social

O interesse social não se confunde com o interesse exclusivo dos acionistas ou dos controladores. Não se pode desconsiderar o interesse de outras partes interessadas ou afetadas pelas decisões da companhia (os “stakeholders”), eis que o interesse social não está necessariamente ligado à exclusiva satisfação da vontade dos sócios, principalmente quando se trata de companhias abertas de grande porte, em que o caráter institucional floresce³³⁵. De todo o modo, as regras relacionadas à administração e ao controle também possuem caráter institucional, como ressaltamos no **item 3.5.1**.

3.5.2.2.3 A teoria organicista e o modelo dual de administração

Nas companhias que seguem o modelo dual de administração, a estrutura hierárquica de tomada de decisões, referida no **item 3.5.2.1**, não prevalece sobre a autonomia do conselho, pois a lei confere a cada órgão a capacidade de exercer suas atribuições de maneira independente, inexistindo primazia da assembleia geral sobre o órgão de administração³³⁶.

³³⁴ Em sentido similar, salienta BRANCO, Adriano Castello. *O Conselho de Administração*. Rio de Janeiro: Editora Forense Universitária, 2004, p. 102: “A nova redação do artigo em exame [art. 118, LSA] parece enfraquecer uma função importante do conselheiro, que é a de exercer o papel de filtro seletivo à política defendida pelo acionista controlador.”

³³⁵ Segundo KINDLER e ROTH, os interesses dos “stakeholders” não podem ser desconsiderados no caso de companhias de grande porte, eis que, dado seu caráter institucional, estão protegidos pelo dever geral de atuação em conformidade com o interesse social (ROTH. KINDLER. *The spirit...*, p. 76).

³³⁶ ROTH. KINDLER. *The spirit...*, p. 92 e 94, concluindo o seguinte: “the dualistic organizational structure contains no primacy of the general meeting over the management body”. No mesmo sentido, com fulcro na teoria orgânica da pessoa jurídica, NOVAES FRANÇA, *Dever de Informar...*, p. 367.

Vale dizer, embora se reconheça que os órgãos societários estejam estruturados de maneira hierárquica, as atribuições privativas, conferidas a tais órgãos por lei, são indelegáveis, não podendo ser remanejadas pela vontade de eventuais interessados:

*os estatutos sociais não podem redistribuir as competências definidas em lei para cada um dos órgãos obrigatórios (LSA, arts. 122, 139 e 163, §7º) nem acometê-las a um órgão outro facultativo, porventura criado. As competências privativas são, logicamente, indelegáveis, aspecto esse que a própria lei enfatizou*³³⁷.

Dessa forma, Comparato sublinha que:

*ao contrário do que sucede nos demais tipos societários, a economia interna da sociedade anônima não é deixada à livre decisão dos seus fundadores ou acionistas. O legislador discriminou poderes-função considerados fundamentais, atribuindo-os a órgãos próprios, insuprimíveis e inconfundíveis*³³⁸.

A estrutura societária acompanha a lógica da separação de poderes no Estado, reservando a cada órgão competência privativa sob certas atribuições, que não podem ser outorgadas ou sobrepujadas por outro órgão, criado pela lei ou estatuto³³⁹.

Embora exista hierarquia, reconhecendo-se a assembleia como órgão primário que investe os demais, a assembleia não se confunde com a própria sociedade, pois “embora órgão máximo, ela não é o organismo”³⁴⁰. A relação entre a assembleia geral e a administração é, antes de tudo, de controle e orientação, não de supremacia propriamente dita. Seu poder não é absoluto e encontra limites em relação à administração da empresa, a qual possui competência privativa decorrente de lei (“princípio da exclusividade de competências”)³⁴¹. Assim, os administradores da companhia não estariam vinculados ao cumprimento das diretrizes da assembleia ou de acordos de acionistas que invadam sua competência privativa³⁴².

³³⁷ ADAMEK, Marcelo Vieira Von *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 16.

³³⁸ COMPARATO. *O poder de controle...*, p. 30.

³³⁹ Mais uma vez é NOVAES FRANÇA que nos traz a explicação: “Essa estrutura orgânica da companhia reproduz, no direito privado, a divisão de Poderes do direito constitucional, ‘com o consectário da sua indelegabilidade’. Assim, da mesma forma como existem matérias de competência privativa da assembleia geral, as atribuições conferidas pela lei aos órgãos de administração ou ao conselho fiscal não podem ser outorgadas a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto (cf. arts. 139 e 163, § 7º, da Lei 6.404/76)” (FRANÇA, Erasmo V. e N. *Invalidade das Deliberações de Assembleia das S/A*, São Paulo: Malheiros Editores Ltda., 1999, p. 29). Em mesmo sentido, COMPARATO, *Novos Ensaios...*, p. 96.

³⁴⁰ NOVAES FRANÇA, *Invalidade das deliberações...*, p. 29.

³⁴¹ Segundo explica COMPARATO, *Novos Ensaios...*, p. 96: “A regra [art. 139 da Lei das S/A] decorre, naturalmente, do princípio da exclusividade de competências, que na história do direito político toma o nome de “princípio da divisão dos Poderes.”

³⁴² ADAMEK, *Responsabilidade...*, p. 137-138. Conforme salienta SILVA, José Thiago da. *Limites à vinculação de administradores a acordo de acionistas*. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2014, p. 76: “Em outras palavras, embora hierarquicamente superior aos demais órgãos societários, a assembleia somente é capaz de eleger membros de outros órgãos e instruir sua atuação, mas não por esse motivo substituí-lo em suas funções”.

Essa linha apoia-se na “teoria organicista”, para a qual os administradores não seriam meros mandatários da sociedade, mas sim órgãos da companhia³⁴³, com atribuições específicas, não devendo seguir instruções de ninguém, nem dos demais órgãos³⁴⁴. O desrespeito a essa estrutura orgânica, por violar dispositivo legal de ordem pública, implicaria em ineficácia perante a companhia e seus administradores³⁴⁵.

Com efeito, “os acordos de acionistas inserem-se nessa estrutura societária e, assim, não podem violar o interesse social ou mudar as instâncias decisórias societárias”, pois, nesse caso, violariam o “princípio da tipicidade societária”³⁴⁶.

Como afirma Branco, “O acordo de acionistas não pode transferir o direito de voto”, e, no caso do conselho, essa situação se agrava, pois ao subtrair a independência funcional de seus membros, afeta também a responsabilidade pelo voto, que é pessoal e intransferível³⁴⁷.

Contudo, é justamente essa transferência de instância decisória societária que acaba ocorrendo com a utilização dos §§ 8º e 9º do artigo 118: “verifica-se que com o exercício do poder de controle através do acordo de acionistas ocorre uma transferência do centro de decisão para ‘fora’ da sociedade”³⁴⁸. Assim, as reuniões do conselho acabariam se transformando numa “mera formalidade” para homologar as decisões já previamente tomadas pelas partes do acordo de acionistas³⁴⁹.

3.5.2.2.4 Limitações dos acordos de acionistas e o voto de verdade

De acordo com Carvalhosa, o voto de verdade

*é mero ato de verdade, em que não cabe ao acionista deliberar na esfera jurídica da companhia, para alterar a sua estrutura ou funções, mas tem apenas o objetivo de declarar aceitáveis, portanto, legítimas as contas da administração e, dessa forma, ratificar os atos por ela praticados no exercício*³⁵⁰.

O acordo apenas pode regular declaração de vontade³⁵¹.

³⁴³ COMPARATO, *O poder de controle...*, p. 113.

³⁴⁴ NOVAES FRANÇA, Erasmio Valadão de Azevedo. Dever de informar dos administradores de companhias abertas. Inexistência de submissão ao acionista controlador. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, São Paulo: Malheiros Editores, 2009, p. 367-368.

³⁴⁵ COMPARATO, *Novos Ensaio...*, p. 99.

³⁴⁶ ADAMEK, *Responsabilidade...*, p. 146.

³⁴⁷ BRANCO, *O conselho...*, p. 132 e 134.

³⁴⁸ FERNANDES JR.. RIBEIRO. NAVARRO. *Acordos de acionistas...*, p. 474.

³⁴⁹ FERNANDES JR.. RIBEIRO. NAVARRO. *Acordos de acionistas...*, p. 473.

³⁵⁰ CARVALHOSA, *Acordo de acionistas...*, 1984, p. 77.

³⁵¹ CARVALHOSA, *Acordo de acionistas...*, 2015, p. 84.

Em vista disso, “jamais o acordo de voto e do controle poderá ter por objeto ato de verdade”, sendo, em consequência, considerado nulo, independentemente de prova de conluio ou favorecimento, eis que “O voto exercido dessa forma simplesmente inexistiu, já que não representou a livre manifestação da vontade do acionista, que é imprescindível no caso de matéria de verdade”³⁵².

Nesta via, por exemplo, não pareceria possível que o acordo de acionistas abrangesse voto de verdade de membros do conselho de administração, e de grande parte de suas atribuições, por se tratar de uma limitação do próprio acordo³⁵³.

Outra limitação relevante a se apontar, que decorre da natureza parassocial do acordo, é que seu conteúdo e emanções de vontade não podem contrariar o estatuto ou a lei, sob pena de serem ineficazes perante a companhia³⁵⁴.

3.5.2.2.5 Os deveres fiduciários da administração e o dever de independência³⁵⁵

Uma relação fiduciária ocorre quando uma parte (o fiduciário) age em benefício de (“on behalf of”) outra parte (o beneficiário), enquanto exerce arbítrio (“discretion”) em

³⁵² CARVALHOSA, *Comentários...*, v. 2, p. 572.

³⁵³ Outras limitações aos acordos de acionistas, em relação a seu objeto, são comentadas por BARBI FILHO, *Acordo de Acionistas...*, p. 42: “Noutro giro, cumpre destacar que há objetos vedados para os acordos de acionistas, como são os casos de a) indeterminação de escopo, ou “acordos em aberto”, caracterizados pela inespecificidade do ajuste quanto às matérias ou diretrizes do voto; b) cessão do direito de voto sem transferência da titularidade das ações; c) negociação do voto (crime, art. 177, § 2º, CPC); d) violação de direitos essenciais do acionista; e) violação da legislação antitruste, de proteção à economia popular e aos consumidores; f) acordo danoso aos interesses da sociedade (art. 115 da Lei das S/A); e, g) acordos que tenham por objeto as declarações de verdade (aprovação das contas etc.)”. De maneira semelhante, resume RIBEIRO, Márcia Carla Pereira. Acordo de acionistas: um breve estudo acerca das modalidades. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná*. Editora Síntese, ano 33, v. 36, 2001, p. 66: “No que tem pertinência com a limitação do conteúdo dos ajustes, a Doutrina costuma indicar alguns objetos como sendo ilícitos para comporem os termos dos acordos de acionistas. Poder-se-ia enumerar como sendo as principais restrições que estariam fadadas à caracterização da ilicitude já em razão de seu conteúdo: a) comércio do voto (crime, art. 177, §2º, CP); b) indefinição da matéria, objeto indefinido, ausência de diretriz; c) acordos que tenham por objeto as declarações de verdade (aprovação de contas); d) violação da legislação antitruste, de proteção à economia popular e aos consumidores; e) acordos danosos ao interesse da sociedade (art. 115, da Lei); f) violação de direitos essenciais de acionista.”

³⁵⁴ Consoante preleciona SZTAJN, Rachel. Acordo de Acionistas. In: SAADI, Jairo (org.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 276: “Fato é que os acordos, embora estranhos ao estatuto, podem modificar algumas das regras ali predispostas quanto a sua aplicação às partes acordantes, o que não os transforma em ilegais ou contrários às normas. O resultado nesses casos é apenas a não-produção de efeitos contra terceiros podendo ser invocado entre as partes e entre estas e a companhia quando devidamente arquivado na sede social. A disciplina é similar àquela das sociedades em que o contrato ainda não tenha sido levado a registro.”

³⁵⁵ As referências a esse “dever de independência”, tal como ora expresso, são encontradas em diversos autores, cita-se, como exemplo, os seguintes: CERZETTI, Sheila Nader. *Administradores independentes e independência dos administradores. Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos: Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo V. A. Novaes França*. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 590, CARVALHOSA, *Acordo de acionistas...*, 2015, p. 246; ADAMEK, *Responsabilidade...*, p. 145; e, NOVAES FRANÇA, *Dever de informar...* p. 370-371.

respeito a um recurso crítico (“critical resource”)³⁵⁶. Dessa relação exsurtem deveres fiduciários. Um dever fiduciário conota a obrigação de abstenção de um comportamento auto interessado (“self-interested”) por parte do fiduciário, que resulte em algo indevido (“wrong”) ao beneficiário, como resultado do arbítrio (“discretion”) decorrente da relação fiduciária em respeito aos recursos críticos (propriedade) do beneficiário. Basicamente, trata-se de decorrência do dever de lealdade³⁵⁷.

Relações fiduciárias e deveres fiduciários justificam-se em razão de o principal (“entrustor”) não conseguir se prevenir quanto a situações que podem surgir no futuro (racionalidade enviesada, oportunismo, especificidade de ativos) nem preencher tal lacuna por meio de mecanismos legais ou sociais. Em razão disso, ele tem de confiar (“trust”) no fiduciário³⁵⁸.

No caso das companhias, também existe uma relação fiduciária com seus administradores, de maneira que estes devem exercer suas atribuições sempre no interesse da companhia (beneficiária). Para que lhes seja possível adimplir os diversos deveres fiduciários que nascem dessa relação, os administradores necessitam de autonomia para exercer seu arbítrio (“discretion”) e, conseqüentemente, independência em relação ao controlador e demais órgãos sociais.

Nesse sentido, o dever de independência dispõe que o administrador deveria atuar sempre de acordo com o “interesse da companhia”, devendo satisfazer “as exigências do bem público e da função social da empresa” (*caput*) e “tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres” (§ 1º). Ou seja, antes de atender interesses da maioria, do controlador, ou de qualquer acionista, possui o dever de agir no atender o interesse da companhia, que deve prevalecer em face daquele.

A independência do conselho decorre também da própria teoria organicista, que exige independência para a realização das atribuições que a lei e/ou o estatuto social lhe conferem. Assim, a independência prevalece mesmo diante da relação de obediência que o conselheiro eleito por um grupo de acionistas teria em relação a estes³⁵⁹.

Com efeito, esse dever é inerente à própria relação fiduciária existente entre o administrador e a companhia e atua como comando para que o administrador não descuide

³⁵⁶ SMITH, D. Gordon. The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty. *Vanderbilt Law Review*, v. 55, p. 1399, p. 1400-1406.

³⁵⁷ SMITH. *The Critical...*, p. 1.407.

³⁵⁸ SMITH. *The Critical...*, p. 1.424.

³⁵⁹ VERÇOSA, *Curso...*, v. 3, p. 425.

dos interesses daquela³⁶⁰. Isso porque numa relação fiduciária, o núcleo da relação é a “fidúcia”, ou seja, a “confiança” depositada no fiduciário. Dessa relação, são impostos deveres (“fiduciary duties”) para proteger a parte beneficiária em relação à eventual atuação oportunista do fiduciário³⁶¹. Na relação entre administradores e companhia, a companhia é a primeira destinatária desses deveres, e, em segundo lugar, os acionistas, (reconhecendo-se, ainda, uma tendência de se alargar o conceito para abranger “stakeholders” também)³⁶². Assim, a superioridade do interesse da sociedade em relação aos demais interesses decorre e é inerente à própria relação fiduciária entre o administrador e a sociedade³⁶³.

Como visto, no sistema de concentração acionária brasileiro, o principal conflito de agência ocorre entre acionistas controladores e não-controladores, devendo-se mitigar esse conflito mediante o estabelecimento de mecanismos capazes de reduzir a extração de benefícios privados do controle (**itens 1.4 e 1.5**)³⁶⁴. O fortalecimento da autonomia e independência do conselho, além de fomentar o papel reconhecido a este órgão em governança corporativa, atuaria como fator redutor de tal conflito, protegendo o beneficiário na relação fiduciária e do principal na relação de agência (**item 2.9**).

Decorrencia dessa imputação de deveres à administração é a consequente responsabilidade (“própria e inconfundível com a de outros órgãos”) que lhes é acometida caso haja infração de seus deveres no exercício do cargo. Note-se, a propósito, que caso o controlador exerça cargo de administração e viole seus deveres, responderá duplamente, enquanto administrador e enquanto controlador (art. 117, § 3º, Lei das S/A)³⁶⁵.

3.5.2.2.6 O surgimento do modelo dual e a separação de funções de gestão e supervisão da gestão

Não se pode esquecer que o próprio surgimento do conselho de administração está relacionado à separação entre gestão e supervisão da gestão, que se justifica na medida em

³⁶⁰ SPINELLI, Luis Felipe. *O conflito de interesses na administração da sociedade anônima*. São Paulo, Malheiros Editores, 2012, p. 67. O código de melhores práticas do IBGC também ressalva que os deveres fiduciários do conselho se dão perante a companhia e não àqueles que elegeram determinado membro, conforme disposto na p.39: “possuem deveres fiduciários para com a organização”.

³⁶¹ SPINELLI, *O conflito de interesses...*, p. 44-45.

³⁶² SPINELLI, *O conflito de interesses...*, p. 80-81.

³⁶³ SPINELLI, *O conflito de interesses...*, p. 100.

³⁶⁴ Destaca-se interessante trecho de MUNHOZ, *Desafios...*, p. 138: “Chega-se, assim, à conclusão de que a ênfase do direito societário em sistemas de controle concentrado deve ser a de procurar limitar o poder de o controlador extrair excessivos benefícios particulares da companhia. Não se trata de eliminar completamente esses benefícios, mas de mantê-los em nível adequado. Pode-se entender como critério razoável o teste de verificar se os benefícios particulares extraídos pelo controlador são inferiores ou pelo menos iguais aos custos reduzidos pelo monitoramento dos administradores.”

³⁶⁵ COMPARATO, *Novos Ensaios...*, p. 98.

que, no caso das companhias abertas, a assembleia geral de acionistas não é considerada um órgão eficiente para realizar tal atribuição, eis que desprovida da agilidade, expertise e disponibilidade necessária para tanto³⁶⁶.

A esse respeito, cumpre destacar que a criação do sistema dual de administração se deu na Alemanha, em 1861, no Código Comercial Alemão (o “Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch”), sendo primeiramente voluntário, e, em 1870 (com a “Erste Aktiennovelle”, i. e. primeira modificação referente ao direito das companhias), tornando-se obrigatória a separação entre a atividade de gestão no “Vorstand” (similar à nossa diretoria) e a atividade de supervisão da gestão no “Aufsichtsrat” (similar ao nosso conselho de administração)³⁶⁷.

Com a segunda modificação (“Zweite Aktiennovelle”), em 1884, houve um aperfeiçoamento no sistema dual, explicitando o processo e papel da separação de funções³⁶⁸.

A Lei das S/A, ao inaugurar o conselho de administração no sistema legal brasileiro, mais precisamente, com o artigo 138, § 2º, reuniu um misto entre os sistemas francês e alemão, permitindo uma flexibilização da exigibilidade de existência do conselho de administração, com a opção, para companhias fechadas, entre o sistema monista (apenas diretoria) ou dual de administração (diretoria e conselho de administração), e a obrigatoriedade, para companhias abertas, da existência do conselho, vale dizer, do sistema dual, em que vige a separação das funções de gestão e de supervisão da gestão³⁶⁹.

3.5.2.2.7 O empoderamento do conselho de administração

Embora um tanto formal e desprovido de força no início, o conselho de administração brasileiro tem passado por um “processo de empoderamento” nas últimas décadas.

³⁶⁶ ROTH. KINDLER. *The spirit...*, p. 74.

³⁶⁷ Conforme explicam FRANKS, Julian; MAYER, Colin; WAGNER, Hannes F. The origins of the German corporation—Finance, ownership and control. *Review of Finance*, v. 10, n. 4, 2006, p. 541: “The Common German Commercial Code (Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch) of 1861 extended the concession system to other states and introduced a voluntary two-tier board structure with separate supervisory (Aufsichtsrat) and management boards (Vorstand). The concession system was removed and free incorporation permitted by the First Joint-Stock Modification (Erste Aktiennovelle) of 1870, while the two-tier board structure was made mandatory.”

³⁶⁸ FRANKS. MAYER. WAGNER. *The origins...* p. 541, “In Germany, the 1884 Act also separated the functions of the supervisory and the management board, restricting the supervisory board to a controlling body and strengthening its fiduciary responsibilities.”

³⁶⁹ Para um histórico mais completo das influências para a formação do Conselho de Administração da Lei das S/A, verificar TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*, 2. ed. São Paulo: Editora Atlas, 1999, p. 13-26.

Vale destacar, que, desde os anos 1950, antes da Lei das S/A, o conselho era utilizado, ainda que raramente, por companhias multinacionais e instituições financeiras de fomento, com funções mais consultivas do que de monitoramento propriamente dito, sendo constituído por conselheiros bem relacionados, com o fito de obter maior respaldo na captação de recursos para a companhia perante instituições financeiras. Após 1976, com o advento da Lei das S/A, o conselho de administração tornou-se obrigatório para companhias abertas, sendo muito criticado, no entanto, e, embora tivessem-lhe sido outorgadas atribuições importantes, decorrentes de lei, geralmente tratava-se de um órgão formal e servo do controlador, muito pouco eficaz. A partir da década de 1990, contudo, com o crescimento do movimento de governança corporativa, de diversas privatizações de companhias estatais e maior militância institucional, deu-se início a um processo de empoderamento dos conselhos de administração nacionais, visando a torná-los órgãos profissionais, fiscalizadores, envolvidos na estratégia da companhia e guardiões das boas práticas de governança corporativa³⁷⁰.

Atualmente, há um esforço dos agentes de mercado e de governança corporativa no sentido de incentivar a presença de conselheiros independentes e conselheiros capazes de realizar um julgamento independente em relação ao controlador ou grupo de controle³⁷¹.

Há uma tendência também tentativa de incentivar a criação de conselhos de administração profissionais, independentes e vocacionados à coordenação dos interesses envolvidos pela companhia, à redução do conflito de agência entre controladores e não controladores, à supervisão da gestão e à liderança da companhia na definição de estratégias e crescimento de longo prazo³⁷².

A inovação dos §§ 8º e 9º, em nada contribuiu para a revitalização e empoderamento do conselho, muito pelo contrário, outorgou mecanismo ao controlador para inviabilizar a atuação independente e autônoma do referido órgão, aumentando ainda mais o poderio do controlador, ao invés de contrabalanceá-lo³⁷³.

³⁷⁰ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 7. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2014, p. 489-497.

³⁷¹ Como vimos nos **itens 2.10**.

³⁷² Conforme visto no **item 2.9.**, e como ROTH e KINDLER destacam, a governança corporativa tem a ver com a profissionalização e o fortalecimento do conselho de administração (“supervisory board”) enquanto um órgão de monitoramento da gestão e definitivamente para a definição de estratégias da companhia (ROTH. KINDLER. *The spirit...*, p. 93-94).

³⁷³ Conforme AFONSO, Daniela. *Acordo de acionistas que vinculam membros do Conselho de Administração*, Dissertação de Mestrado, São Paulo, Faculdade de Direito da USP, 2005, p. 236.

3.5.2.2.8 Consequências da vinculação em relação à autonomia dos conselhos

Por impossibilitar que seja computado o voto do conselheiro contrário ao acordo, ou, ainda, mais grave, permitir que um terceiro vote pelo conselheiro ausente ou omissor, prejudicou-se drasticamente a autonomia do órgão. O próprio nome dado pela doutrina ao efeito prático dos §§ 8º e 9º do artigo 118 – a “vinculação dos conselheiros” – já é indicativo a demonstrar o prejuízo à sua autonomia.

Como afirmam Camargo e Bocater, a reforma de 2001 desfigurou por completo o modelo societário consolidado, “subvertendo, inclusive, a concepção orgânica que explica a estrutura das sociedades por ações desde antes da 2ª Guerra Mundial”. Para os autores,

*o esvaziamento do órgão o transformaria em algo sem conteúdo, deixando de ser um colegiado de debate e deliberações, para ser um “órgão laranja”, integrado por homens de palha, apenas enunciador de manifestações de vontade alheias, vindas de fora da companhia, sem que se possa saber, de forma transparente, como as decisões foram tomadas*³⁷⁴.

Consequência disso, como se viu no estudo de Gorga e Gelman (**item 3.4**), é o esvaziamento do órgão, com a subtração do seu conteúdo e subjugação ao controle.

3.5.2.2.9 Reflexões a respeito da autonomia do conselho

Indaga-se, por fim, a título de reflexão, como irá o conselho fiscalizar a gestão da companhia (e a atuação do próprio controlador, o qual, na maioria das vezes, figura como o diretor presidente ou exerce influência decisiva sobre o mesmo e sobre a diretoria de uma maneira geral) se não possui autonomia para tanto, se está vinculado ao controle? Como atuará na redução do conflito de agência entre controladores e não-controladores, fiscalizando a expropriação de benefícios privados do controle se sua atuação é pautada pelo próprio controlador? Como irá o conselho definir a estratégia da companhia se não possui autonomia para tanto?

Sendo o conselho de administração um órgão de “deliberação colegiada” (vide artigo 140, inciso IV, da Lei das S/A), como haverá “deliberação” em relação a matérias abrangidas pela vinculação ao acordo de acionistas? Teria “deliberação” originalmente reservada ao

³⁷⁴ CAMARGO, João Laudo de; BOCATER, Maria Isabel do Prado. Conselho de Administração: seu funcionamento e participação dos membros indicados por acionistas minoritários e preferencialistas. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, 2. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 396.

conselho sido “deslocada” para o âmbito deliberativo das reuniões dos signatários do acordo de acionistas, esvaziando-se, de certo modo, o caráter deliberativo do conselho?

Poderia o administrador seguir a orientação do acordo, seja ela qual for, sem descumprir seus deveres fiduciários? E a teoria orgânica, é compatível com essa vinculação?

Todas essas indagações refletem a problemática decorrente da inserção dos §§ 8º e 9º e sugerem certa incompatibilidade entre esse mecanismo, o sistema da Lei das S/A e as práticas de governança corporativa.

Partindo dessas premissas, nos **itens 3.5.3 e 3.5.4**, procuraremos sistematizaras diversas posturas doutrinárias atinentes ao tema, na tentativa compreendermos até que ponto o dever de independência da administração e a teoria organicista (que são os dois grandes pontos críticos à vinculação) limitam a vinculação do conselho aos acordos de acionistas.

3.5.3 A posição da doutrina quanto à compatibilização com o dever de independência

Aqui ampliaremos e organizaremos a discussão sobre um dos pontos nodais referente à matéria: a vinculação prevista nos §§ 8º e 9º do artigo 118 colide ou não com o “dever de independência” disposto no artigo 154, *caput* e § 1º? Dito de outro modo, o dever de independência do conselho de administração, previsto no §1º do artigo 154, é compatível com a vinculação dos conselheiros presentes nos §§ 8º e 9º do artigo 118?

A esse respeito, surgem na doutrina três orientações, conforme classificação mencionada por Gelman³⁷⁵:

(i) Os que entendem que não há incompatibilidade entre os respectivos dispositivos legais porque, em suma, o interesse do grupo de controle é o próprio interesse social e, assim, atendê-lo nada mais é do que dever dos administradores; (ii) Os que entendem que não há incompatibilidade, porque, não tendo sido revogado o dever de independência (§1º, artigo 154, Lei das S.A.), o administrador, mesmo quando vinculado a acordo de acionistas, pode resistir ao dever de dar cumprimento ao acordo em nome do referido dever de independência; e (iii) Os que entendem que os dois dispositivos são incompatíveis e que a introdução dos §§ 8º e 9º no artigo 118 da Lei da S.A. criou uma regra que compromete o dever de independência.

Quanto à *PRIMEIRA ORIENTAÇÃO*, refere parcela da doutrina que a interpretação isolada do artigo 154 não seria adequada, devendo ser interpretado sistematicamente de acordo com a Lei, que estipula uma estrutura hierarquizada de tomada de decisões e, levando em conta isso, não haveria incompatibilidade com o artigo 118, §§ 8º e 9º, porquanto a emanção de

³⁷⁵ GELMAN, Marina. *O Conceito de Conselheiro Independente na Regulamentação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA*. Dissertação de Mestrado, FGV, São Paulo, 2012, p.81/82.

vontade do grupo de controle estaria “necessariamente” alinhada ao interesse social, devendo o administrador respeitá-la, pois não poderia atuar contrariamente a tal interesse³⁷⁶.

A *SEGUNDA ORIENTAÇÃO* doutrinária, em razão do artigo 2º, § 1º, da Lei de Introdução ao Código Civil³⁷⁷, procura “compatibilizar” o artigo 118, §§ 8º e 9º com os artigos 139 e 154, *caput* e § 1º, que não foram revogados pela Lei 10.303/2001, mesmo tendo em vista a aparente antinomia entre os aludidos dispositivos legais.

Como salienta Adamek, se a inserção dos §§8º e 9º eliminou a discussão sobre a possibilidade de vinculação dos membros dos órgãos de administração indicados pelos acionistas signatários de acordos de acionistas, resta indisputável

a necessidade de interpretar as disposições da Lei das S/A de forma sistemática para, assim, concluir que, a despeito das novas regras, o administrador eleito por grupo ou classe de acionistas continua a ter, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais (LSA, art. 154, §1º) e que, mais do que isso, as competências do órgão ao qual pertencem continuam a ser privativas e indelegáveis (LSA, art. 139)³⁷⁸.

Assim, sustenta-se a admissão da vinculação do voto apenas nas hipóteses em que a orientação não adentre na competência exclusiva do conselho, de maneira a não retirar do conselheiro o juízo de conveniência e oportunidade conferido ao administrador. Caso contrário, se assim não forem interpretados os dispositivos em comento, atingir-se-ia o indesejado resultado “onde melhor seria a honesta eliminação do próprio Conselho de Administração”³⁷⁹.

Essa orientação doutrinária apoia-se na estrutura orgânica da companhia³⁸⁰ e na teoria dos deveres fiduciários dos administradores como forma de limitação ao poder do

³⁷⁶ Conforme se verifica em BULHÕES PEDREIRA, *Acordo de Acionistas...*, p. 236; ARAGÃO, *A Disciplina...*, p. 377; EIZIRIK, *Acordo...*, p. 50; e CARVALHOSA, *Comentários...*, v. 3, p. 543 (posição também verificada em CARVALHOSA, *Acordo de Acionistas...*, 2015, p. 246).

³⁷⁷ LICC, “Art. 2º. Não se destinando à vigência temporária, a lei terá vigor até que outra a modifique ou revogue. § 1º A lei posterior revoga a anterior quando expressamente o declare, quando seja com ela incompatível ou quando regule inteiramente a matéria de que tratava a lei anterior”.

³⁷⁸ ADAMEK, *Responsabilidade...*, p. 145.

³⁷⁹ 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 (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 400.

³⁸⁰ NOVAES FRANÇA, *Dever de informar...* p. 370-371: “A direção da empresa compete com exclusividade aos administradores, que por ela respondem e que – por mais esse motivo – não estão adstritos a obedecer instruções, mesmo do acionista controlador, a respeito da matéria de sua competência. Mais ainda. Não só não estão obrigados a seguir instruções como não podem fazê-lo, em face de seu dever de independência, que ressalta clara e explicitamente do disposto no art. 154, e seu respectivo § 1º, da Lei 6.404/1976.”

controlador³⁸¹. Assim, sempre que o conselheiro receber do acionista controlador uma orientação contrária ao interesse da companhia, terá o dever de não acolher a ordem³⁸².

Quanto à *TERCEIRA ORIENTAÇÃO*³⁸³, de que não seria possível compatibilizar a vinculação com a independência dos conselheiros, pois o administrador, ao receber a orientação do representante dos acordos de acionistas, e não podendo atuar de maneira contrária a ela, estaria, em algum momento, descumprindo seus deveres fiduciários, como previsto no artigo 154, § 1º, eis que o exercício dos seus deveres pressupõe a realização de um julgamento independente sobre os negócios sociais, o que não seria possível para o administrador indicado por signatários de acordo de acionistas, em razão dos §§8º e 9º do artigo 118³⁸⁴.

O IBGC fez referência ao assunto na Carta Diretriz nº 1, de 2008, aduzindo que os deveres funcionais que a Lei das S/A atribuiu ao conselho impõem que suas deliberações sejam sempre tomadas de maneira informada, refletida e desinteressada. Assim, a Carta Diretriz previu uma série de “princípios” a serem observados pelo conselheiro na ocasião do seu voto: (i) visar ao interesse da companhia, (ii) satisfazer exigências do bem público, (iii) cumprir sua função social, (iv) respeitar “stakeholders”, (v) não ter a finalidade de causar dano à companhia e acionistas, (vi) não ter a finalidade de obter vantagem para si ou para outrem que possa resultar em prejuízo para a companhia e acionistas, (vii) estar em consonância com o próprio juízo de conveniência e oportunidade do conselheiro. Segundo a Carta Diretriz, esses princípios deveriam predominar em relação a qualquer acordo. E, se a orientação de voto desrespeitasse algum desses princípios, o membro do conselho indicado

³⁸¹ WALD, *A evolução...*, p. 288.

³⁸² MUNHOZ, Eduardo. S. Estrutura de Governo de Grupos Societários de Fato na Lei Brasileira: Acionista Controlador, Administradores e Interesse do Grupo. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de (coord.); WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. *Direito Empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. p. 286. Em mesmo sentido, vide: ADAMEK. *Responsabilidade...*, 144-148; e CEREZETTI. *Administradores Independentes...*, p. 575-593. Estranhamente, CARVALHOSA, de certa forma contrariando a posição referida linhas acima, também alia-se (ainda que de maneira limitada) a essa orientação doutrinária, pois, nas duas últimas edições de seu livro *Acordo de Acionistas: Homenagem a Celso Barbi Filho*, de 2011 (p. 214) e 2015 (p.212), refere que a vinculação não pode abranger assuntos referentes à “administração ordinária” da companhia, pois o “poder-dever” de independência deve ser respeitado: “Por outro lado, estão fora dessa vinculação as deliberações e os atos dos órgãos da administração e de seus membros referentes à administração ordinária da companhia. Nesse âmbito o regime de independência e, portanto, de autonomia e discricionariedade dos administradores é absoluto, dentro das competências legais e estatutárias atribuídas a esses órgãos e seus ocupantes” (CARVALHOSA, *Acordo de Acionistas...*, 2015, p. 246-247).

³⁸³ Na realidade, essa orientação é muito próxima da segunda, sendo um pouco mais incisiva. Mantivemo-la separada para respeitar a qualificação proposta por GELMAN. *O Conceito de Conselheiro...*, p.81/82.

³⁸⁴ TOLEDO, *Modificações introduzidas*, p. 428-429. FRANCO, Gustavo. Nova Lei das S.A. e o Conselheiro Laranja. *Jornal o Estado de São Paulo*, São Paulo, 30 set. 2001, p. 15 Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/a125.htm>> Acesso em: 20 maio 2015.

pelo acordo deveria votar, de forma fundamentada, conforme sua consciência, cabendo ao presidente do órgão respeitar a conduta do conselheiro e computar seu voto³⁸⁵.

Recentemente, reiterando esse posicionamento, o IBGC dedicou um item específico na 5ª edição do seu Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, recomendando que nenhum acordo de acionistas contenha limitação ou vinculação das competências e atribuições do conselho, nem vincule ou restrinja o direito de voto de quaisquer membros do conselho, e, se assim o fizer, que o conselheiro examine criticamente a orientação de voto, devendo segui-la apenas se a mesma atender aos interesses da companhia³⁸⁶.

Segundo a nova edição, “O conselho deve sempre decidir em favor do melhor interesse da organização como um todo, independentemente das partes que indicaram ou elegeram seus membros”³⁸⁷.

A esse respeito, já decidiu a CVM:

*O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. Decisões tomadas pelo Conselho de Administração que não se inspiram no propósito de beneficiar a companhia ou seus acionistas, mas apenas o acionista controlador, violam o art. 154 da LSA*³⁸⁸.

Portanto, verifica-se que a doutrina é bastante controversa a respeito da compatibilidade dos dispositivos legais a respeito da vinculação e do dever de independência da administração, enquanto uns entendem ser compatíveis a vinculação com a independência, outros entendem que essa compatibilidade é possível desde que não invada atribuições exclusivas ou comprometa deveres do conselho, enquanto uma terceira corrente entende ser incompatível.

3.5.4 A posição da doutrina quanto à teoria organicista e a invasão de atribuições pertencentes ao conselho

Outro ponto relacionado à vinculação do conselho de administração aos acordos de acionistas refere-se à possibilidade de estipulação, no acordo, sobre o voto relacionado a

³⁸⁵IBGC – 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, p. 21-22.

³⁸⁶IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 5ª ed.. São Paulo: IBGC, 2015, p. 28, item 1.5 e p. 44.

³⁸⁷IBGC, *Código...*, 5. ed., 2015, p. 28.

³⁸⁸CVM, Proc. n. RJ-1443/2005, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Souza, v.u., j. 21-3-2006.

matérias que seriam atribuídas por lei ao conselho e sobre a possibilidade da orientação de voto vincular conselheiros mesmo nestas situações.

As atribuições do conselho de administração estão estabelecidas nos incisos do artigo 142 da Lei das S/A³⁸⁹.

A polêmica surge quando se coteja o artigo base das atribuições do conselho, o artigo 142, com os artigos 121 e 116, 'b'. Segundo o artigo 121 da Lei das S/A, a assembleia “tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar todas as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento”. O artigo 116, por outro lado, define o conceito de acionista controlador, referindo que a ele cabe “dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”.

Como veremos, há três orientações doutrinárias aqui: (i) uma que entende inexistir óbice à vinculação, eis que a assembleia seria o órgão soberano para deliberar a respeito de qualquer assunto do interesse da companhia, inclusive aqueles que tocam ao conselho; (ii) outra que entende que apenas matérias que não fossem da competência exclusiva do conselho de administração poderiam ser objeto de vinculação; e (iii) uma terceira, fulcrada na teoria orgânica da companhia, que entende que não pode haver vinculação de nenhuma matéria atribuída ao conselho, pois suas atribuições decorrem de lei, sendo indelegáveis e insuprimíveis.

Vamos a elas.

Quanto à *PRIMEIRA ORIENTAÇÃO*, Lobo assinala que, em razão do caráter soberano da assembleia, não haveria qualquer invasão por parte do acionista controlador das competências da assembleia geral ou do conselho de administração:

No direito brasileiro, a Assembleia Geral foi mantida como órgão supremo da companhia. Ao Conselho de Administração foi atribuída competência para deliberar sobre matérias de alta relevância para os interesses da companhia e dos acionistas (art. 142), mas sempre sob a subordinação da Assembleia, que tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar

³⁸⁹Tendo em vista a discussão que abordaremos adiante, transcreve-se o artigo em comento para facilitar a consulta: “Art. 142. Compete ao Conselho de Administração: I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia; II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto; III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos; IV - convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132; V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da Diretoria; VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir; VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição; VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver.”

as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento (art. 121) e sob a direção e orientação do acionista controlador (art. 116, b)³⁹⁰.

Para Bulhões Pedreira, o conselho de administração não teria autonomia para fixar a orientação geral dos negócios da companhia (art., 142, I), pois somente exerceria essa atribuição segundo orientação definida pela assembleia (art. 122) ou controlador (art. 116). E prossegue o autor:

a mesma observação cabe em relação às demais atribuições legais do Conselho de Administração. Não faz sentido sustentar, por exemplo, que o Conselho de Administração tem autonomia para eleger e destituir diretores, fixar sua remuneração, convocar a assembleia geral ou emitir ações e bônus de subscrição (se a companhia tem capital autorizado) sem receber instruções do acionista controlador.

Depreendendo-se, assim, que, para este autor, nenhuma atribuição do conselho seria de competência exclusiva deste³⁹¹.

Essa visão está alinhada com a orientação doutrinária que enxerga uma postura hegemônica do controle perante a estrutura social hierarquizada de tomada de decisões da companhia, que vimos no **item 3.5.2.1**³⁹².

Em relação à *SEGUNDA ORIENTAÇÃO* doutrinária, defende-se que apenas nas questões em que a competência (atribuições) do conselho não seja privativa é que se permitiria o recurso para a assembleia, em razão de sua competência global e genérica³⁹³.

Duas questões brotam dessa discussão: (i) até que ponto essa vinculação poderia afetar as atribuições do conselho? e (ii) quais seriam as atribuições verdadeiramente privativas (ou de competência exclusiva) deste órgão, não sujeitas à vinculação?

Assim, por exemplo, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, em estudo específico sobre o tema, formalizado através da Carta Diretriz nº 01, sustenta uma interpretação capaz de compatibilizar os artigos 118, 139, 142 e 154, no sentido de que se admitiria a “vinculação do voto dos conselheiros apenas nas hipóteses em que não adentre a

³⁹⁰ LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Acordos de Acionistas. In: PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.); LARNY FILHO, Alfredo. *Direito das Companhias...* Rio de Janeiro: Forense, v. I, 2010, p. 485-486.

³⁹¹ BULHÕES PEDREIRA. *Acordo de acionistas...*, p. 236/-37.

³⁹² CARVALHOSA, *Acordo de Acionistas...*, 2015, p. 243 e EIZIRIK, *Acordo...*, p. 50.

³⁹³ Estranhamente, CARVALHOSA, um dos defensores da hegemonia do controlador e da submissão do conselho às orientações do controle, como vimos nos itens anteriores, em recente edição do livro *Acordos de Acionistas* (2ª edição, de 2015), afirma que estão fora da vinculação os atos atinentes à administração ordinária da companhia, conforme p. 246-247: “Por outro lado, estão fora dessa vinculação as deliberações e os atos da administração e de seus membros referentes à **administração ordinária** da companhia. Nesse âmbito o regime de independência, e, portanto, de autonomia e discricionariedade dos administradores é absoluto, dentro das competências legais e estatutárias atribuídas a esses órgãos e a seus ocupantes”.

competência exclusiva cometida ao órgão, bem como não retire do conselheiro o juízo de conveniência e oportunidade conferido ao administrador³⁹⁴”.

Da leitura da Carta Diretriz, é possível identificar que não poderiam ser vinculadas as atribuições previstas nos incisos I, III, IV, V e IX do artigo 142, enquanto que as matérias dos incisos II, VI, VII e VIII admitiriam vinculação.

Silva entende como privativas (e, portanto, não passíveis de vinculação) essas mesmas atribuições, salientando ainda não ser suscetível de vinculação as atribuições estatutariamente conferidas aos administradores (exceto se o estatuto contiver exceções ou ao menos que o estatuto seja alterado)³⁹⁵.

Para Gorga e Gelman, a competência privativa do conselho de administração estaria contida nos incisos I, II, III, IV, V e IX do artigo 142, da Lei das S/A³⁹⁶. Note-se a inclusão aí do inciso II³⁹⁷, em relação à carta diretriz nº 1 do IBGC.

Wald, também, orienta no mesmo sentido que as autoras acima, afirmando ser de competência exclusiva do conselho os cinco primeiros incisos e o inciso IX do artigo 142, eis que a partir de conclusão extraída do texto legal (que, expressamente nos demais artigos admite regulação diferente pelo Estatuto), “é de se facultar ao acordo de acionistas e aos estatutos estabelecer normas quanto ao exercício pelo Conselho das suas atribuições que não são de ordem pública”³⁹⁸.

Igualmente, Camargo e Bocater defendem que tais matérias seriam de competência exclusiva do conselho de administração, por expressa reserva de lei, sendo pelo menos polêmica a possibilidade de um acordo de acionistas regular a eleição de diretores³⁹⁹.

Para a *TERCEIRA ORIENTAÇÃO* doutrinária, a vinculação invadiria competências e atribuições do conselho de administração de uma maneira geral, que decorreriam diretamente de Lei e que não poderiam ser objeto de delegação a outro órgão.

³⁹⁴ IBGC. *Carta Diretriz nº 1*. p. 14. Embora, frise-se, ela recomenda, não com a mesma força, que os Acionistas não estipulem a vinculação das atribuições dos administradores de uma maneira geral nos Acordos de Acionistas que firmarem.

³⁹⁵ SILVA, *Limites...*, p. 124.

³⁹⁶ GORGA, GELMAN. *O Esvaziamento...*, p. 9

³⁹⁷ A respeito do inciso II, referente à eleição da diretoria, cumpre ressaltar a orientação de COMPARATO. *Novos Ensaios...*, p. 98, para o qual tal atribuição, nas companhias abertas, seria privativa do conselho, uma vez que a parte final do dispositivo “observado o que a respeito dispuser o estatuto” não oferece nenhuma restrição ao caráter privativo da atribuição, pois o que o estatuto poderia regular tão somente o procedimento de nomeação e destituição, bem como o *modus operandi* do exercício desse poder exclusivo.

³⁹⁸ WALD. *A Evolução...*, P. 294-295.

³⁹⁹ CAMARGO, BOCATER. *Conselho de Administração...*, p 400.

Note-se que, atrelado a essa teoria, está o artigo 139 da Lei das S/A, segundo o qual “as atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto”.

Cerezetti afirma que o sistema de competências previsto na lei não restaria afastado pela vinculação do voto pelo acordo, eis que as deliberações dos acionistas acordantes não poderiam versar sobre matérias atinentes às funções da administração⁴⁰⁰.

Essa linha apoia-se na teoria orgânica da companhia, para a qual os administradores não seriam meros mandatários da sociedade, mas sim órgãos da companhia, com atribuições específicas, não devendo seguir instruções de ninguém, nem dos demais órgãos, como visto no **item 3.5.2.2.3**.

O principal defensor é Novaes França, cujo entendimento merece ser transcrito a seguir:

A nossa Lei das S/A filiou-se, indiscutivelmente – como salientado nas lições supra – à teoria orgânica (cuja adoção é hoje praticamente universal), segundo a qual os administradores são órgãos da companhia, e não meros mandatários da mesma, ou da assembleia-geral. A relevância dessa distinção está no fato de que, sendo órgãos da companhia, e não meros mandatários, os administradores, no seu âmbito de competência, não têm o dever de seguir instruções de ninguém, nem mesmo da assembleia geral. (...) Em tema de gestão de empresa, portanto, a competência da administração é privativa (art. 139) e os administradores, por isso, não estão vinculados às decisões da assembleia geral que invadam a sua competência. Essas mesmas considerações feitas acerca da assembleia-geral aplicam-se, mutatis mutandis, ao acionista controlador, que é, afinal, quem determina as deliberações daquele órgão⁴⁰¹.

Igualmente, com base na teoria orgânica da companhia, cumpre-nos salientar mais uma vez o entendimento de Adamek:

Os acordos de acionistas inserem-se na estrutura societária e, assim, não podem contrariar a sua disciplina obrigatória, mas apenas preencher as suas lacunas e os seus espaços reservados; e, em qualquer hipótese, não podem violar o interesse social ou mudar as instâncias decisórias societárias (princípio da tipicidade societária)⁴⁰².

No entender dessa linha doutrinária, os §§8º e 9º criam uma “distorção dos controles de legitimidade do voto”, negando toda a estrutura orgânica da companhia, na medida em que transformam os administradores eleitos no âmbito do acordo em “delegados ou representantes” dos acionistas acordantes, sujeitos ao juízo de valor do presidente do conselho, geralmente indicado pelo controlador⁴⁰³.

⁴⁰⁰ CEREZETTI. *Administradores independentes...*, p. 591.

⁴⁰¹ FRANÇA, *Dever de informar...*, p. 367-368.

⁴⁰² ADAMEK, *Responsabilidade...*, p. 146.

⁴⁰³ CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. *Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas – Hierarquia e Conflitos*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 319.

Desde antes da reforma de 2001, Comparato já sinalava que o desrespeito a essa estrutura orgânica (ainda vigente), por violar dispositivo legal de ordem pública, implicaria ineficácia perante a companhia⁴⁰⁴.

Ou seja, os acionistas não teriam o poder de se sobrepor à lei, e, uma vez que os poderes da administração decorrem da lei, não há como deixar que a vontade das partes subverta o propósito definido por norma superior.

Na recente edição do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, parece ter sido reavaliada a orientação antes emanada na Carta Diretriz nº 1, para enfatizar a recomendação de que não haja limitação ou vinculação de competências e atribuições do conselho a acordos de acionistas. Confirmam-se os seguintes excertos:

O interesse da organização não deve ser colocado em risco pelo acordo entre sócios que, deste modo, não deve conter limitação ou vinculação das competências e atribuições do conselho de administração.

(...)

*b) Por outro lado, os acordos entre os sócios não devem: i. vincular ou restringir o exercício do direito de voto de quaisquer membros do conselho de administração*⁴⁰⁵.

Por conseguinte, com relação ao aspecto da invasão das competências do conselho, verifica-se também certa oscilação de posições, conforme se entender que há um nível maior ou menor de exclusividade com relação a determinada atribuição.

No Direito Estrangeiro, embora a questão não seja abordada pela ótica de uma vinculação da administração a acordos de acionistas, há discussão quanto à possibilidade de se organizar as atribuições dos órgãos sociais conforme a lei ou conforme a conveniência dos acionistas.

Enriques, Hansmann e Kraakman afirmam que, numa ponta do espectro, no Reino Unido, o estatuto pode permitir que uma maioria qualificada de acionistas se sobreponha ao “board” em qualquer matéria de competência deste⁴⁰⁶. Por outro lado, em outros sistemas,

⁴⁰⁴ COMPARATO, *Novos Ensaios...*, p. 99. E preleciona o jurista: “A razão, afinal, reside na perfeita incompatibilidade entre competência privativa e delegabilidade de funções. A admitir-se esta última, estar-se-ia suprimindo, logicamente, o caráter exclusivo da atribuição de poderes. Pois a função que pareceu ao legislador não pudesse ser exercida por mais ninguém, a não ser o titular nomeado, passaria, por vontade deste, a ser atuada por outrem.” (p. 97).

⁴⁰⁵ IBGC, *Código...*, 5. ed. 2015, p. 28, item 1.5, *caput* e ‘b’), ‘i.’.

⁴⁰⁶ Deve-se ressaltar, contudo, que DAVIES, Paul. *Gower & Davies: the principles of modern company law*. Sweet & Maxwell, 2008, p. 386-396, refere que essa sobreposição não pode ocorrer se as atribuições já foram outorgadas à administração no estatuto. O que ocorre é que, alguns poderes da administração, enquanto no estatuto, são indelegáveis, mas, nada impede que os acionistas reúnam-se e alterem o estatuto para que determinadas atribuições passem a ser exercidas pela assembleia geral. Também refere que não se pode esvaziar completamente a administração. Atribuições como a prática de atos rotineiros de administração e elaboração das contas e relatórios anuais devem ser mantidos na esfera da administração.

na Europa continental e no Japão, em que os poderes costumam decorrer direto de Lei, essa sobreposição não ocorre com relação a poderes exclusivos⁴⁰⁷.

Davies e Hopt mencionam, por exemplo, que na Suíça há um catálogo de atribuições indelegáveis: determinação da estratégia, nomeação e remoção de diretores, supervisão da gestão, preparação das contas anuais, estruturação do sistema de prestação de contas e controle financeiro. Na Bélgica, muitas companhias com “board” unitário possuem um informal comitê executivo, para o qual o “board” outorga delegação geral de seus poderes relacionados ao dia a dia da gestão, mas que não inclui determinação da estratégia e da supervisão da gestão. Na Itália, o catálogo de atribuições exclusivas do “board” contém o seguinte: nomeação e remoção de diretores, supervisão da gestão, preparação das contas anuais, estruturação do sistema de prestação de contas e controle financeiro (note-se que aqui não há expressa previsão quanto à determinação da estratégia da sociedade). De todo o modo, os autores referem que, tanto em modelos dualistas quanto em modelos monistas, há certas atribuições que costumam não ser delegáveis (ou seja, uma evidência de convergência quanto às atribuições do conselho), dentre elas: definição da estratégia, risco de gestão e controle interno⁴⁰⁸.

Por último, é interessante notar o posicionamento de Roth e Kindler, os quais afirmam que em companhias de pequeno porte é comum ocorrer uma hierarquia de interesses, sendo a assembleia um órgão máximo, e os acionistas os “mestres da companhia”. Contudo, quando se trata de companhias de grande porte, com adoção do modelo dual de administração, defendem que não se pode falar em hierarquização de poderes e atribuições, pois há o envolvimento do interesse de terceiros (“stakeholders”), que devem ser levados em conta pela companhia⁴⁰⁹. Tal entendimento afina-se com o que foi dito no **item 2.6**, quando analisamos a concorrência entre os modelos “shareholders oriented” e “stakeholders oriented”, afirmando que, segundo as boas práticas de governança corporativa, embora se reconheça a primazia dos “shareholders”, deve-se sempre levar em consideração o interesse dos “stakeholders”.

⁴⁰⁷ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Editado por Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda e Eduard Rock. Oxford University Press, 2009, p. 72

⁴⁰⁸DAVIES, Paul; HOPT, Klaus. *Boards in Europe – Accountability and Convergence* (april 1, 2013). American Journal of Comparative Law 61 (2013) 301-375; ECGI - Law Working Paper n. 205/2013; p. 11-13. Disponível em: SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=2212272>>. Acesso em: jun. 2014.

⁴⁰⁹ROTH. KINDLER. *The Spirit...*, p. 77 e 92. Confira-se o seguinte excerto: “Accordingly, in the case of the large corporation, each body fundamentally acts on an independent basis in performing its duties and exercising its competences. There is no hierarchy between the bodies” (p. 92).

3.5.5 Tentativa de síntese

Em suma, existem diversas interpretações dos §§ 8º e 9º do artigo 118 que, em relação aos deveres expostos nos artigos 153, 154, *caput* e § 1º, 155 e § 2º do artigo 118, o artigo 154, §1º, bem como o sistema de competências dos artigos 122, 142 e 139 da Lei das S/A, conduzem-nos a um verdadeiro emaranhado de orientações doutrinárias.

Destacaremos, neste item, os principais pontos verificados nos itens anteriores, a fim de organizar, de certa forma, a discussão ora existente.

3.5.1. O interesse social: (i) o acordo de acionistas não pode contrariar o interesse social; (ii) a Lei das S/A estabeleceu sistema dúplice, incorporando tanto aspectos das teorias contratualistas, quanto das teorias institucionais; (iii) o caráter institucional do interesse social, presente em determinada companhia, aumenta conforme o tamanho e o impacto da companhia no mercado, sociedade e ambiente em que atua; (iv) a atuação do administrador possui caráter marcadamente institucional e deve ser sempre direcionada ao atendimento do interesse da companhia, levando-se em conta tanto o interesse dos acionistas quanto dos demais “stakeholders” (art. 154).

3.5.2. A hegemonia do controlador: (i) existe uma estrutura hierarquizada de tomada de decisões nas companhias; (ii) o órgão que fica ao topo dessa estrutura é a assembleia geral (art. 122); (iii) o controlador possui um poder-dever de controle, devendo guiar a companhia consoante § único do art. 116; (iv) o controlador exerce influência natural sobre a administração, podendo eleger e destituir conselheiros; (v) o acordo de acionistas (de controle) foi estruturado pelo legislador brasileiro de forma a criar uma nova instância, anterior à instância societária propriamente dita, para predeterminação do voto, a ser seguido pela administração da companhia; (vi) os §§ 8º e 9º do art. 118 visam a garantir estabilidade e unicidade ao controle, reconhecendo o papel e responsabilidades do poder-dever de controle.

3.5.2. A autonomia do conselho de administração: (i) a vinculação dos conselheiros aos acordos de acionistas não prestigia a evolução do papel do conselho como força mediadora do conflito de agência entre acionistas controladores e não-controladores, característico em sistemas de capital concentrado; (ii) a vinculação atenta para uma versão apenas contratualista do interesse social, desconsiderando o caráter institucionalista dos deveres da administração e da própria natureza de grandes companhias abertas (art. 154); (iii) a estruturação orgânica da companhia decorre de lei, e, ainda que apresente hierarquia

entre os órgãos sociais de uma companhia, não pode o estatuto ou acordo de acionistas redistribuir as atribuições conferidas por lei a cada órgão, que são indelegáveis e insuprimíveis (arts. 122, 139, 163, §7º) (teoria organicista); (iv) pelo princípio da tipicidade societária, os acordos não podem alterar as instâncias decisórias societárias; (v) a própria natureza parassocial dos acordos de acionistas impede que produzam efeitos contrariamente à lei e ao estatuto; (vi) os acordos de voto não podem dispor a respeito de declarações de verdade das partes a ele vinculadas; (vii) ao subtrair a independência funcional dos membros do conselho, o acordo afeta também a responsabilidade pelo voto, que é pessoal e intransferível; (viii) o conselheiro não pode privilegiar os interesses dos acionistas que o elegeram em detrimento do interesse social (art. 154, §1º); (ix) o dever de independência está ligado ao cumprimento dos deveres fiduciários da administração, sendo da própria essência desses deveres, que se destinam, primeiramente, à companhia; (x) o exercício das atribuições dos membros do conselho pressupõe uma conduta diligente e leal à companhia (arts. 153 e 155), o que só pode ser observado se seus membros atuarem de maneira independente; (xi) a própria origem do sistema dual de administração pressupõe uma atuação independente; (xii) a vinculação contraria as melhores práticas de governança corporativa e seu esforço revitalizador e profissionalizante ao órgão; (xiii) a utilização dos §§8º e 9º está acarretando o esvaziamento dos conselhos, impedindo o exercício de importantes atribuições relacionadas à estratégia da companhia e à supervisão da gestão (art. 142, I e III).

3.5.3. A posição da doutrina quanto à compatibilidade da vinculação com o dever de independência: há três orientações doutrinárias: (1ª) o conselheiro deve cumprir a orientação do acordo, pois necessariamente está em consonância com o interesse social⁴¹⁰; (2ª) o conselheiro não deve cumprir a orientação do acordo, caso esta seja contrária aos seus deveres e ao interesse social⁴¹¹; e (3ª) a vinculação do conselheiro ao acordo não é

⁴¹⁰ Tal entendimento pode ser localizado em: 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 a orientação definida pelo grupo controlador. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 15, jan.-mar. 2002, p. 236; CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de sociedades anônimas*, 4. ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, artigos 138 a 205, rev. e atual. p. 11-13. 2009, p. 543 (posição também verificada em CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas: Homenagem a Celso Barbi Filho*. São Paulo: Editora Saraiva, 2015, p. 246). EIZIRIK, Nelson. Acordo de Acionistas – arquivamento na sede social – vinculação dos administradores de sociedade controlada. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 129, jan.-mar. 2003, p. 50; ARAGÃO, Paulo C. A Disciplina do Acordo de Acionistas In Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº10.303, de 31.10.2001. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

⁴¹¹ Tal entendimento pode ser localizado em: WALD, Arnaldo. 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, do Mercado de Capitais e Arbitragem*, São Paulo, n. 11, jan.-mar. 2001, p. 288; ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações*

compatível com o dever de independência da administração, gerando indesejada antinomia entre seus respectivos dispositivos legais⁴¹².

3.5.4. *A posição da doutrina quanto à vinculação, à teoria organicista, e à invasão de atribuições pertencentes ao conselho*: há três correntes doutrinárias: (1ª) inexistência óbice à vinculação, eis que a assembleia é o órgão soberano para deliberar a respeito de qualquer assunto do interesse da companhia, inclusive aqueles que tocam ao conselho⁴¹³; (2ª) apenas matérias que não sejam da competência exclusiva do conselho de administração podem ser objeto de vinculação⁴¹⁴; e, (3ª) conforme a teoria orgânica da companhia, não pode haver vinculação de nenhuma matéria atribuída ao conselho⁴¹⁵.

correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009, p. 144-148; CEREZETTI, Sheila C. N. Administradores independentes e independência dos administradores. *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos: Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo V. A. Novaes França*. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 590-591; MUNHOZ, Eduardo S. Estrutura de Governo de Grupos Societários de Fato na Lei Brasileira: Acionista Controlador, Administradores e Interesse do Grupo. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de (coord.); WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina dias Tavares. *Direito Empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. p. 286.

⁴¹² TOLEDO, Paulo Fernando C. Salles de. Modificações introduzidas na lei de sociedades por ações, quanto à disciplina da administração das companhias. In: LOBO, Jorge (org.). *Reforma da lei das sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 428-429; FRANCO, Gustavo. A Nova Lei das S.A. e o Conselheiro Laranja. *Jornal o Estado de São Paulo*, 30 set. 2001, p. 15, Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/a125.htm>>. Acesso em: 20 maio de 2015.

⁴¹³ Tal entendimento pode ser localizado em: 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 a orientação definida pelo grupo controlador. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 15, jan.-mar. 2002, p. 236-237; CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas: Homenagem a Celso Barbi Filho*. São Paulo: Editora Saraiva, 2015, p. 243; EIZIRIK, Nelson. Acordo de Acionistas – arquivamento na sede social – vinculação dos administradores de sociedade controlada. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 129, jan. – mar. 2003, p. 50; LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Acordos de Acionistas. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.); LAMY FILHO, Alfredo. *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, v. I. 2010, p. 485-486.

⁴¹⁴ Tal entendimento pode ser localizado em: GORGA, Érica. GELMAN, Marina. *O esvaziamento crescente do Conselho de Administração como efeito da vinculação de seu voto a acordos de acionistas no Brasil*. 1º Colocado no Prêmio IBGC Itaú Academia e Imprensa 2012, p. 9; 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, do Mercado de Capitais e Arbitragem*, São Paulo, n. 11, jan.-mar. 2001, p. 294-295. 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 (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 400.

⁴¹⁵ Tal entendimento pode ser localizado em: CEREZETTI, Sheila C. N.. *Administradores independentes e independência dos administradores*. In: *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo V. A. Novaes França*. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 591. NOVAES FRANÇA, Erasmo Valadão. De Azevedo. Dever de informar dos administradores de companhias abertas. Inexistência de submissão ao acionista controlador. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, São Paulo: Malheiros Editores, 2009, p. 367-368; ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 146; CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. *Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas – Hierarquia e Conflitos*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 319.

Regras Limitadoras. Da discussão acima, identifica-se quatro principais regras limitadoras à vinculação dos membros do conselho de administração aos acordos de acionistas: (1ª) o administrador não deverá seguir orientação contrária à lei ou ao estatuto social; (2ª) o administrador deverá votar sempre em conformidade com o interesse social, conforme sua convicção a respeito do que seria melhor para a companhia, seus acionistas e “stakeholders”; (3ª) o voto a ser proferido pelo administrador não poderá implicar em descumprimento de seus deveres fiduciários; e, (4ª) a orientação de voto não poderá versar sobre matérias que correspondam às atribuições privativas do conselho⁴¹⁶.

A par disso, deve-se reconhecer que os §§ 8º e 9º não prestigiam e colidem com: (i) a teoria organicista da companhia; (ii) os limites de validade e eficácia dos acordos de acionistas; (iii) os deveres fiduciários do conselheiro (incluindo-se o dever de independência da administração); (iv) o princípio da tipicidade societária; (v) o sistema de responsabilidade da administração; (vi) o papel atribuído ao conselho em governança corporativa, enquanto mediador entre acionistas controladores e não controladores; e (vii) a necessidade de redução dos benefícios privados do controle.

Na hipótese de o conselheiro receber uma orientação de voto de acordo de acionistas que contrarie alguma dessas regras limitadoras, o administrador deverá recusá-la, fazendo constar em ata os motivos pelos quais a orientação foi recusada.

3.6 Aspectos problemáticos

A aplicação dos §§ 8º e 9º do artigo 118 da Lei das S/A deu ensejo a uma série de controvérsias e questões de difícil solução. Não temos a intenção de esgotar a discussão da matéria aqui – até porque consideramos que a melhor solução seria revogar a regra insculpida nos referidos parágrafos em relação ao conselho –, mas de apenas indicar algumas questões curiosas em relação à vinculação.

São elas: (i) a responsabilidade do administrador; (ii) a extensão da vinculação à diretoria; (iii) o funcionamento da vinculação perante grupos de sociedades; (iv) o papel do presidente do conselho e o § 8º do artigo 118; (v) da natureza da pretensão do § 9º do artigo 118 e da legitimidade para exercer tal previsão; (vi) tipos de acordos de acionistas que

⁴¹⁶ SILVA, *Limites à vinculação...*, p. 106, menciona ainda a necessidade de o conselheiro “ser parte do acordo”, contudo, não nos parece que os §§ 8º e 9º do artigo 118 tenham condicionado sua aplicação à participação do conselheiro ao acordo de acionistas, até mesmo em razão da retirada da obrigatoriedade de o membro do conselho ser acionista da companhia na redação do *caput* do artigo 146 pela Lei 12.431 de 2011. Desse modo, seria até estranho que um conselheiro, que não fosse acionista, viesse a integrar o acordo.

admitiriam a vinculação de administradores; (vii) conflito de interesse dos signatários do acordo e os administradores a ele vinculados; e (viii) a vinculação perante sociedades anônimas abertas e fechadas.

3.6.1 Responsabilidade do administrador

Uma das questões mais sensíveis em relação ao tema, é que, na hipótese de o conselheiro seguir a orientação do acordo de acionistas e esta posteriormente se confirmar danosa à companhia, seus acionistas ou a terceiros, ou ainda, se o administrador atuar em descumprimento aos seus deveres fiduciários, responderá ele pessoalmente pelos prejuízos que der causa⁴¹⁷.

Essa responsabilidade pessoal, em nosso sistema legal acionário, está retratada nos artigos 158, 159 e 245 da Lei das S/A. Tais regras são de ordem pública, não sendo possível que quaisquer convenções limitem ou excluam a responsabilidade atribuída por lei aos integrantes do conselho, de natureza extracontratual⁴¹⁸.

Ademais, o § 3º do artigo 117 prevê que a responsabilidade pelo exercício do controle e pelo exercício da administração são distintas, eis que em cada hipótese o controlador-administrador possui “deveres e responsabilidades” próprias, podendo o controlador-administrador responder duplamente, em virtude de cada cargo exercido.

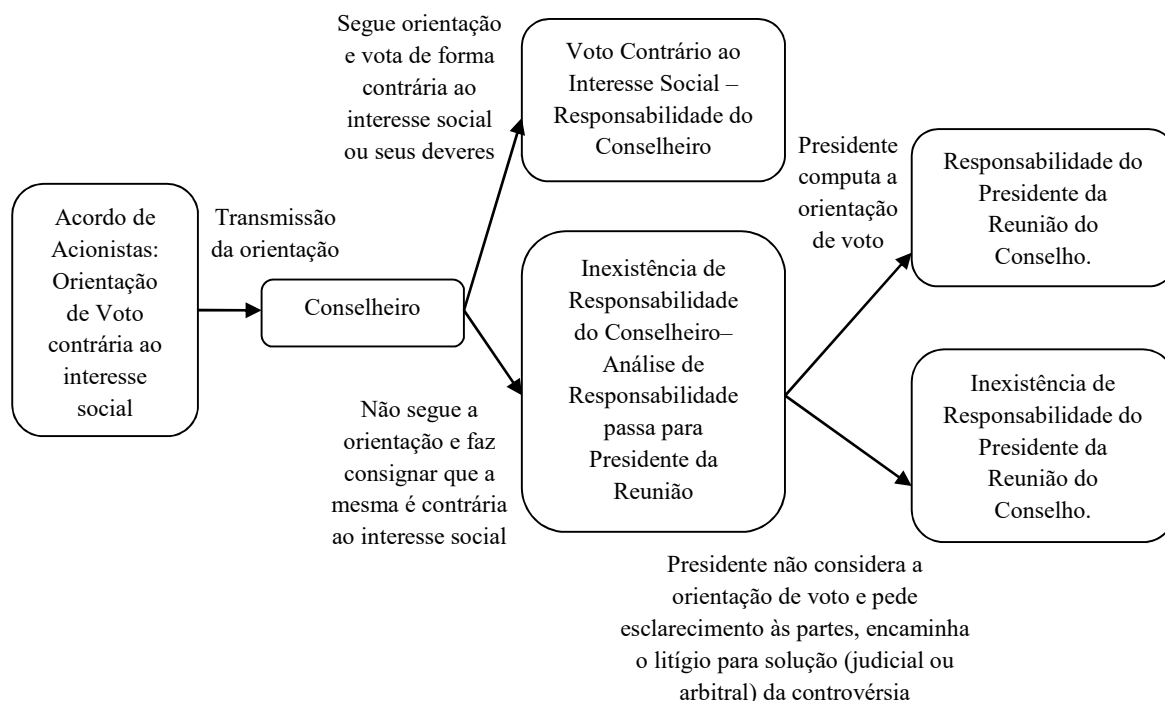
Se o conselheiro segue orientação ilegal advinda de acordo de acionistas, praticando, com isso, ato ilegal, responde em solidariedade com os acionistas participantes da convenção de voto⁴¹⁹.

⁴¹⁷TOLEDO. *Modificações introduzidas...*, p. 428-429. No mesmo tom COMPARATO, *Novos Ensaio...*, p. 99: “o administrador culpado da violação de algum dos deveres específicos que a lei lhe impôs, não se escusa alegando o cumprimento de ordens dos acionistas, ou o adimplemento de obrigações assumidas para com estes.”

⁴¹⁸BRANCO, *O Conselho...*, p. 125. ADAMEK, contudo, entende se tratar de responsabilidade contratual (ADAMEK, *Responsabilidade...*, p. 52 e 196), eis que a ligação do administrador com a companhia, a seu ver, seria baseada em uma relação contratual, por meio de uma pluralidade de vínculos (contrato de proposição orgânica fulcrada no contrato de sociedade e contrato de trabalho em sentido amplo) ou por meio de um contrato de administração *sui generis* (ADAMEK, *Responsabilidade...*, p. 48 e 52). Não obstante, independentemente dessa discussão, os próprios limites e natureza parassocietária do acordo de acionistas impediriam a colisão com a lei ou os estatutos da companhia (SALOMÃO FILHO, *O novo direito...*, p. 136).

⁴¹⁹BULHÕES PEDREIRA. *Acordos de Acionistas...*, p. 234. Conforme se observa no artigo 117, § 1º, ‘a)’ e ‘e)’ da Lei das S/A, tais hipóteses configuram abuso de poder pelo acionista controlador.

Sobre o tema, interessante apontar o esquema referido na figura abaixo, na qual se observam as hipóteses de responsabilidade da cadeia procedimental dos §§ 8º e 9º do artigo 118, elaborada por Vergueiro⁴²⁰:



Note-se que, segundo o organograma acima, haveria tanto hipótese de responsabilização do conselheiro que segue a orientação e vota de forma contrária ao interesse social ou a seus deveres fiduciários, como também pode o presidente do conselho ser responsabilizado, caso, no uso dos §§ 8º e 9º, compute a orientação de voto emanada pelos representantes do acordo de acionistas.

Diversamente, Adamek entende que o conselheiro que seguir a orientação de voto não deverá responder pela prática do ato⁴²¹. Também não poderão os acordantes que emitiram a orientação de voto, promover ação de responsabilidade contra o administrador que lhe deu seguimento, em virtude da proibição do “venire contra factum proprium”⁴²².

⁴²⁰ VERGUEIRO, Carlos Eduardo. *Acordos de Acionistas e a Governança Corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 203.

⁴²¹ ADAMEK, *Responsabilização...*, p. 147. Devemos lembrar que referido autor sustenta que deve haver compatibilidade entre o dever de independência e a vinculação. Segundo seu entendimento, o acordo de acionistas não poderia contrariar quaisquer disciplinas privativas do conselho, mas apenas preencher as lacunas e espaços reservados, sem que haja violação do interesse social ou das instâncias decisórias. Assim, ao fim e ao cabo, o acordo apenas abrangeria matérias que não ofereceriam risco de responsabilização do administrador. Então conclui: *Apenas na última situação a vinculação do administrador é inegável, assim como deverá sê-lo sua irresponsabilidade pela prática do ato vinculado: não pode por ele ser responsabilizado* (p. 147).

⁴²² ADAMEK, *Responsabilização...*, p. 148.

Interessante, nesse sentido, é a solução dada pelo direito americano, no “Model Business Corporation Act”, Chapter 7, § 7.32 (e); na “Delaware General Corporation Law”, § 350; e no “Minnesota Business Corporation Act”, § 302A.457, que libera de responsabilidade o administrador que estiver cumprindo orientações de acordo de acionistas⁴²³.

A lei acionária alemã, a “Aktiengesetz”, possui curiosa estipulação também quanto ao tema. Conforme § 117, da terceira seção, qualquer pessoa que influenciar um membro do conselho para que este aja em prejuízo da companhia ou de seus acionistas será responsável perante a companhia pelos danos causados juntamente com o administrador faltoso. O administrador apenas não será responsabilizado se tiver agido em cumprimento à resolução proveniente da assembleia geral de acionistas, mas nada é expresso quanto a acordos de acionistas⁴²⁴.

Outra solução é a “discharge”, aplicada em nível executivo, que consiste na exoneração da sua responsabilidade por atos praticados, mediante deliberação dos acionistas da companhia. Funciona internamente, e não perante terceiros, apenas em relação a atos já realizados (preteritamente, portanto)⁴²⁵.

É claro que haveria de se analisar, contudo, se tais soluções seriam bem-vindas em nosso ordenamento jurídico antes de adotá-las. A nosso ver, o administrador que seguir a orientação de voto do acordo deverá sim ser responsabilizado, pois, a rigor, ele sempre deve atentar para seus deveres perante a companhia e zelar pelo atingimento do interesse social, independentemente da orientação emanada no acordo de acionistas. Do mesmo modo, o presidente da reunião não deverá computar orientação do acordo contrária ao interesse social, à lei ou ao estatuto da companhia, sob pena de ser responsabilizado por isso também.

⁴²³ Veremos tais dispositivos mais adiante, no **item 3.7.7**.

⁴²⁴ Aktiengesetz, versão em inglês Disponível em: <<http://www.nortonrosefulbright.com/files/german-stock-corporation-act-109100.pdf>> Acesso em: out. 2015: “Section Three. Exertion of Influence on the Company. § 117 Liability for Damages. (1) ¹ Any person who, by exerting his influence on the company, induces a member of the management board or the supervisory board, a registered authorised officer (Prokurist) or an authorised signatory to act to the disadvantage of the company or its shareholders shall be liable to the company for any resulting damage. ² Such person shall also be liable to the shareholders for any resulting damage insofar as they have suffered damage in addition to any loss incurred as a result of the damage to the company. (2) ¹ In addition to such person, the members of the management board and the supervisory board shall be jointly and severally liable if they have acted in violation of their duties. ² They shall bear the burden of proof in the event of a dispute as to whether or not they have employed the care of a diligent and conscientious manager. ³ The members of the management board and the supervisory board shall not be liable to the company or the shareholders for damage if they acted pursuant to a lawful resolution of the shareholders’ meeting. ⁴ Liability for damages shall not be precluded by the fact that the supervisory board has consented to the act.”

⁴²⁵ ROTH. KINDLER. *The Spirit...*, p. 82 e 102. Esse mecanismo nos parece similar ao nosso § 3º do artigo 134 da Lei das S/A.

Há quem sustente que, em razão dessa distorção do regime de responsabilidade pessoal do conselheiro, é aconselhável explicitar no acordo de acionistas as regras de responsabilização ou hipóteses de exclusão de responsabilidade do administrador caso concorde e caso não concorde com a orientação de voto emanada pelos signatários do acordo⁴²⁶.

Por fim, é recomendável que o conselheiro consigne, em ata, a motivação que o levou a votar contrariamente à orientação de voto do acordo de acionistas, de forma a mitigar sua responsabilidade⁴²⁷.

3.6.2 Extensão da vinculação à diretoria

Até que ponto a vinculação, prevista nos §§8º e 9º do artigo 118, se estende perante os órgãos sociais da companhia. Poderia ela abranger a diretoria também?

O artigo 118, §8º, refere expressamente “órgão colegiado de deliberação” e o § 9º “reuniões dos órgãos de administração”, enquanto o artigo 143, § 2º dispõe que o estatuto pode prever que “determinadas decisões, de competência dos diretores, sejam tomadas em reunião de diretoria”, ou seja, a diretoria pode assumir forma deliberativa colegiada, encaixando-se, em tese, no suporte fático dos referidos dispositivos.

Segundo salienta Carvalhosa, a harmonia e unicidade necessárias ao exercício do poder de controle devem existir (e começar) nos órgãos de administração, vinculando-se, por conseguinte, a diretoria, e não apenas o conselho de administração⁴²⁸. Sustenta o autor que por serem partes do próprio acordo, no sentido “substancial”, eleitos pela comunhão do acordo, diretamente no caso do conselho e indiretamente no caso da diretoria⁴²⁹.

Por outro lado, se se entender que a vinculação não poderia se dar perante o conselho de administração também não seria aplicável à diretoria, até porque suas atribuições estão relacionadas à representação da companhia (artigo 138, § 1º, Lei das S/A), não sendo passíveis, a princípio, de emanção de voto a respeito, vale dizer, passíveis de vinculação por acordo de voto. A diretoria deve implementar as deliberações e orientações da

⁴²⁶CUNHA, *Estrutura...*, p. 319-320

⁴²⁷SILVA, *Limites...*, p. 125.

⁴²⁸Destaca-se o seguinte trecho de CARVALHOSA, *Acordo de Acionistas...*, 2011, p. 214: “Temos assim que o acordo de controle, na conformidade do caput e dos parágrafos do art. 118, tem por objeto o exercício do poder-dever de controle, que é exercido, primeiro nos órgãos de administração da companhia, para, depois, exprimir-se na assembléia geral. Em consequência, estão vinculados ao acordo, no que respeita a seus votos sobre matérias relevantes e extraordinárias, os membros do Conselho de Administração eleitos pela comunhão dos controladores e também os diretores, em reunião regular da Diretoria.”

⁴²⁹CARVALHOSA, *Acordo de acionistas...*, 2015, p. 254.

assembleia geral e do conselho de administração (órgãos capazes de formar a vontade da companhia), e sempre no interesse da companhia, não podendo ter sua atuação limitada pelo acordo de acionistas, pois tal instrumento não seria hábil para a formação da vontade social, como visto no **item 3.5.1**.

3.6.3 O funcionamento da vinculação perante grupos de sociedades

De maneira semelhante ao que ocorre com a extensão da vinculação à diretoria, e até mesmo tendo tal vinculação como premissa, há quem entenda a possibilidade de extensão dos efeitos da vinculação às sociedades controladas.

Assim, para Carvalhosa, as sociedades controladas também seriam “partes substanciais” do acordo de controle, tal como os administradores da controladora. Registra o comercialista, ainda, a aplicabilidade, ao caso, do regime do “pass through” dos “pooling agreements” do direito americano⁴³⁰.

Segundo Bulhões Pedreira, o esquema de estrutura hierarquizada da companhia também se estenderia aos grupos de sociedade, entre a controladora e suas controladas. Nesse contexto, a sociedade controladora, que estaria no topo da estrutura hierárquica, teria a capacidade de tomar decisões vinculantes às suas controladas⁴³¹.

Ademais, a vinculação das sociedades controladas pode ser vista como “decorrência natural” do próprio exercício do “poder de controle”, o qual, conforme visto, foi objeto de destaque na reforma de 2001. Nesse sentido, destaca Eizirik:

A Lei 10.303/2001, a propósito dissipou qualquer dúvida porventura existente em relação à validade dos acordos de acionistas destinados a produzir efeitos em relação às sociedades controladas. Isso porque, em primeiro lugar, a Lei 10.303/2001 passou a reconhecer a eficácia perante a companhia dos acordos para disciplinar o exercício do poder de controle. A lei societária, ao regular o poder de controle, admite a existência não só de controle direto, como também de controle indireto, isto é aquela modalidade de poder própria de um grupo de sociedades, em que o poder de controle deriva de relações societárias entre as companhias e é exercido através dos órgãos sociais de outra companhia”⁴³².

Portanto, é possível identificar que a vinculação das sociedades controladas é impacto inerente ao “poder de controle indireto”, também necessário para o adequado exercício do poder-dever de controle.

⁴³⁰ CARVALHOSA, *Acordo de Acionistas...*, 2015, p.241

⁴³¹ BULHÕES PEDREIRA, *Acordo de acionistas...*, p. 246-248.

⁴³² EIZIRIK, *Acordos...*, p. 52.

Como assevera Eizirik, estando a administração da companhia controladora vinculada aos acordos de acionistas, não poderá esta atuar de forma diferente no âmbito das sociedades controladas, manifestando o administrador vontade confluyente com o acordo de controle e, conseqüentemente, vinculando as controladas à avença⁴³³.

Salienta-se, na esteira de Carvalhosa, que, para que produza efeitos perante as controladas, o acordo de controle da controladora deve ser averbado na sede de suas controladas, por ser requisito de eficácia perante terceiros⁴³⁴. Da mesma forma, Bulhões Pedreira aduz que para que surta efeito direto às sociedades controladas, “deverá ser arquivado na sede da controladora e comunicado aos órgãos das sociedades controladas”⁴³⁵.

Então, na hipótese de se entender que o acordo de acionistas efetivamente vincula as deliberações dos órgãos de administração, inclusive a diretoria, seria admitida a sua repercussão perante as sociedades controladas.

Encontramos o contraponto em Munhoz, que sustenta, a partir da leitura do artigo 245 da Lei das S/A, cumulado com o artigo 117, § 1º ‘a’, não ser permitido ao administrador ou ao controlador “favorecer outra sociedade” (inclusive a controladora) “em prejuízo da participação de acionistas minoritários” nos lucros ou no acervo da companhia controlada. Exceção se faz, contudo, quando a operação observar “pagamento compensatório adequado”⁴³⁶.

Todavia, embora se reconheça que nos grupos de fato a lei vede a “subordinação do interesse social de sociedades controladas à orientação gerencial do grupo”, por outro lado, também se reconhece o “efeito em cascata” do acordo de acionistas sobre sociedades controladas⁴³⁷.

É interessante notar, perante a legislação alemã, a existência de um acordo de controle (ou acordo de dominação), chamado de “Beherrschungsvertrag”, segundo o qual a companhia controladora poderá emitir instruções para a diretoria da companhia controlada (§ 308, (1), AktG), que deverá ser observada por esta (por sua diretoria, “Vorstand”) (§ 308, (2), AktG). Nesse caso, tanto os representantes legais da controladora quanto os executivos da companhia controlada poderão ser responsabilizados por danos causados à companhia (§ 309, (2), e § 310, (1), AktG).

⁴³³ EIZIRIK, *Acordos...*, p. 53.

⁴³⁴ CARVALHOSA, *Acordos de acionistas...*, 2015, p. 243.

⁴³⁵ BULHÕES PEDREIRA, *Acordo de Acionistas...*, p. 247.

⁴³⁶ MUNHOZ, *Estrutura de Governo...*, p. 288.

⁴³⁷ SILVA, *Limites...*, p. 120.

Por fim, ressalva-se que se se entender pela impossibilidade da vinculação dos administradores aos acordos de acionistas, seja em razão da teoria orgânica da pessoa jurídica, do dever de independência da administração ou da própria autonomia inerente ao conselho, tal repercussão para sociedades controladas ficaria prejudicada, não havendo se falar em vinculação, ainda que total ou apenas em relação a determinadas matérias.

3.6.4 O papel do presidente do conselho e o § 8º do artigo 118

Uma situação que não fica muito clara é aquela que se refere ao papel do presidente do conselho de administração diante de eventual recusa do conselheiro em seguir a orientação emanada pelo acordo, ou no caso em que haja dúvida quanto à qual interpretação relacionada ao acordo seria a mais correta.

Pela letra do § 8º do artigo 118 da Lei das S/A, à primeira vista, parece simples o papel do presidente: pretendendo o administrador, eleito pelos signatários de acordo de acionistas, votar em inobservância às suas estipulações e orientações, o presidente “não computará” o seu voto.

A simples referência a “infração de acordo de acionistas” no aludido parágrafo, segundo Carvalhosa, trata-se de presunção legal de que o acordo já estaria em conformidade ao interesse social⁴³⁸.

Entretanto, como visto no **item 3.5.1**, para grandes companhias de capital aberto, o interesse social não se confunde com o interesse dos seus acionistas. E, com maior razão, não se confunde com o interesse dos acionistas signatários do acordo.

Então, a primeira pergunta que se faz é, deveria o presidente deixar de computar o voto do conselheiro pelo simples fato de ser contrário ao acordo ou à orientação de voto de seus signatários? Mesmo se o voto do conselheiro estiver conforme o interesse da companhia? É o presidente quem avaliará tal conformidade?

E se a emanção do grupo signatário do acordo não for clara, dando margem a mais de uma interpretação? Ou se os signatários do acordo, por razões pessoais, divergirem a respeito da orientação a ser proferida? E se os signatários do acordo não concordarem a respeito da interpretação de determinada cláusula? Poderia o presidente decidir a respeito dessas matérias?

⁴³⁸ CARVALHOSA, *Acordo de Acionistas...*, 2015, p. 246.

De uma maneira genérica, Verçosa afirma, a respeito dos §§8º e 9º, que “surge uma responsabilidade eventual de indenização por perdas e danos contra o presidente do conclave que for omissivo no cumprimento do dever em causa.”⁴³⁹.

No mesmo sentido, a CVM já decidiu que o presidente deve atuar de forma a dar cumprimento ao § 8º, não podendo evitar ou frustrar a sua aplicação:

*o homem médio do padrão legal, na qualidade de Presidente do Conselho, não deveria atuar de modo a frustrar a incidência do § 8º do art. 118 da Lei das S.A., mas sim de modo a dar-lhe aplicação, instalando a assembléia, nela debatendo a questão entre os presentes, e tomando a decisão cabível quanto à validade do voto*⁴⁴⁰.

Carvalhosa sustenta que é o presidente do conselho que exerce a coercibilidade *interna corporis* do § 8º, é o presidente que deve “declarar a ineficácia do voto” do conselheiro⁴⁴¹.

Segundo o IBGC “Há uma orientação específica para o presidente do conselho de administração: ao decidir sobre o cômputo do voto do conselheiro, deverá agir com imparcialidade e isenção, tendo sempre em vista o interesse social.”⁴⁴²,

Para Vergueiro, a princípio, o presidente do conselho poderá ser responsabilizado caso deixe de computar o voto do conselheiro que se negue a seguir a orientação de voto e faça constar em ata que a dita orientação é contrária ao interesse social⁴⁴³. Afirma que o presidente teria o dever de computar o voto do administrador que vote contrariamente à orientação do acordo, de maneira fundamentada e conforme o interesse da companhia, não podendo deixar de computar seu voto⁴⁴⁴.

Segundo Bertoldi, o papel do presidente do conselho deve (e se trata de um dever) ser puramente passivo, negativo, no sentido de não computar o voto do conselheiro que se negue a votar conforme o acordo. Não teria o presidente a atribuição de interpretar o acordo e abstrair dele conclusões. Havendo dúvida quanto à interpretação das cláusulas do acordo ou do seu real inadimplemento, sequer poderia o presidente deixar de computar o voto, devendo tal análise ser realizada pelo Poder Judiciário⁴⁴⁵.

⁴³⁹ VERÇOSA, *Curso...*, v. 3, p. 316.

⁴⁴⁰ CVM, PAS RJ 2005-7229, Voto Presidente Marcelo Fernandez Trindade, j. 10.05.2006.

⁴⁴¹ CARVALHOSA, *Acordo de acionistas...*, 2015, p. 243.

⁴⁴² IBGC, Mensagem Publicada em 11/2014, documento disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/201411/AcordoAcionistaCAindep_2014.pdf> Acesso em: jun. 2015.

⁴⁴³ VERGUEIRO, *Acordos de Acionistas...*, p. 203.

⁴⁴⁴ VERGUEIRO, *Acordos de Acionistas...*, p. 200.

⁴⁴⁵ BERTOLDI, *Acordo de Acionistas...*, p. 112, 117 e 119.

Uma alternativa, no caso de dúvida, seria solicitar esclarecimento endereçado ao representante da comunhão, se houver, conforme § 10 do artigo 118, ou à própria comunhão de acionistas acordantes na forma do § 11, o que, no entanto, poderia inviabilizar ou suspender a reunião do conselho temporariamente.

Na mesma linha de Bertoldi, aduz Santos:

*a Reforma da lei societária ocorrida em 2001 não convolou o presidente da assembleia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia em juiz, o que, inclusive, seria inconstitucional, o que torna todas as questões envolvendo o novel art. 118 em comento que sejam de alta indagação ou demandem dilação incompatível com a sede interna e administrativa dependentes de controle judicial*⁴⁴⁶.

É possível notar, portanto, um desencontro de posições doutrinárias, o que pode ocasionar certa dificuldade na aplicação do aludido dispositivo.

3.6.5 Da natureza da pretensão do § 9º do artigo 118 e da legitimidade para exercer tal previsão

Outra questão muito polêmica relacionada à matéria é a possibilidade de que um terceiro (a “parte prejudicada”, disposta no texto do § 9º) vote no lugar do conselheiro.

Há quem entenda que a situação do § 9º se trata de uma espécie de “mandato legal”, enquanto outros entendem que se trata de “legitimidade substitutiva”.

O “mandato legal” seria uma forma de os próprios signatários do acordo tornarem-se guardiões, na forma de mandante, do acordo. Seria, pois, um caminho alternativo de execução direta das obrigações assumidas, preservando-se a efetividade do acordo⁴⁴⁷.

Critica-se essa orientação, pois, o mandato legal, geralmente, decorre de situações em que os representados não podem ou são incapazes de expressar sua vontade ou de participar de atos jurídicos pessoalmente. A representação legal confere, ao representante, atribuições de conservação e administração, mas nunca de disposição⁴⁴⁸. No caso do direito de voto, tal situação seria ainda mais delicada, pois, como se viu no **item 5.3.2**, pelo princípio

⁴⁴⁶SANTOS, Alexandre Pinheiro. A Governança Corporativa e os Acordos de Acionistas sobre voto nas Companhias Abertas. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo (org.); CORRÊA, Rdrigo. *Governança Corporativa empresas transparentes na sociedade de capitais*. São Paulo: Lazuli Editora, 2004, p. 55. No mesmo sentido, verificamos em BRANCO. *O Conselho...*, p. 123: “Porém, parece não ser apropriado transferir para o presidente do conselho de administração ou da assembleia geral a responsabilidade de fazer executar seus próprios juízos de mérito.”

⁴⁴⁷ ARAGÃO, *A disciplina...*, p. 374.

⁴⁴⁸ BRANCO, *O Conselho...*, p. 136.

da tipicidade societária e a teoria organicista, não se pode transferir as instâncias decisórias para outros órgãos da companhia.

Critica-se, outrossim, porque as regras de mandato seriam insuficientes para solução de problemas de conflito de interesses e de imputação de responsabilidade externa ao dissidente, bem como em caso de capacidade e sucessão das partes⁴⁴⁹.

Segundo Bertoldi, essa teoria é falha, pois inexistente, no direito brasileiro, possibilidade de mandato legal, que seria incompatível com a natureza do mandato, que se trata de contrato que tem como elemento essencial o “consentimento” dos envolvidos, o que não ocorre no caso do § 9º do artigo 118⁴⁵⁰.

A “legitimidade substitutiva”, por sua vez, consistiria na capacidade de a parte signatária do acordo, prejudicada em face da ausência ou abstenção de outra parte signatária, “substituir” esta (e, também, o conselheiro eleito no âmbito do acordo), em razão de que a sua vontade já teria sido manifestada na celebração do acordo ou nas reuniões prévias⁴⁵¹.

Essa “legitimidade substitutiva”, também, chamada de “sub-rogação” ou “autotutela”, segundo Branco, não se aplicaria no caso da vinculação do membro do conselho de administração, pois, o mesmo não teria participado nem manifestado sua vontade:

*não parece ser a conceituação mais apropriada, uma vez que o exercício do voto exprime uma manifestação de vontade que se perfaz no momento do exercício do direito. Por sua vez, na ocorrência das hipóteses de ausência ou omissão (descritas no §9º do art. 118), não há se falar em manifestação da vontade. Assim, em não havendo manifestação de vontade, não se legitima a sub-rogação no exercício do direito de voto*⁴⁵².

No mesmo sentido, Bertoldi salienta que as hipóteses de autotutela, previstas no ordenamento jurídico brasileiro, “trazem como característica comum a ausência de substituição da vontade da parte tida como inadimplente”, e sim uma repulsa a uma agressão, uma atuação negativa, e não positiva, como ocorre no § 9º⁴⁵³.

Um outro aspecto é que deve haver “prejuízo” pela omissão ou ausência do membro do conselho de administração, como se extrai da própria redação do § 9º: “assegura à parte

⁴⁴⁹ ADAMEK, *Responsabilidade...*, p. 148. Verificamos, dentre os autores favoráveis à doutrina do mandato legal, que aquele que votar no uso da prerrogativa do § 9º não responderia pelos prejuízos suportados pela ausência ou omissão de quem tiver de exercer o voto, pois “o mandante é responsável por todas as obrigações contraídas pelo mandatário – e demais manifestações de vontade – desde que o mandatário atue dentro dos poderes a ele conferidos” (SADDI, *Vinculação...*, p. 666).

⁴⁵⁰ BERTOLDI, *Acordo de Acionistas...*, p. 123.

⁴⁵¹ CARVALHOSA, *Comentários...*, v.2. p. 538 e *Acordo de Acionistas...*, 2015, p. 244, e SADDI, *Vinculação...*, p. 664.

⁴⁵² BRANCO, *O Conselho...*, p. 135-136.

⁴⁵³ BERTOLDI, *Acordo de acionistas...*, p. 122.

prejudicada”. Para haver prejuízo, o voto do conselheiro seria capaz de afetar a deliberação para aprová-la ou desaprová-la, consoante orientação do acordo⁴⁵⁴. Ademais, a “parte prejudicada” não poderia simplesmente atribuir-se essa condição (de “prejudicada”) para exercer o voto de outrem sem antes comprovar o prejuízo resultante da atuação do conselheiro⁴⁵⁵. Como poderia ser feito o exame desse prejuízo e quem decidiria sobre tal ponto levanta outros questionamentos, em linha com o que verificamos no **item 3.6.4**, sobre a competência do presidente do conselho e sua capacidade de analisar o mérito de tais questões.

Adicionalmente, segundo Moraes, não poderia haver nem “representação” de conselheiro, nem “delegação” de voto, relacionadas aos poderes conferidos aos membros do conselho. Esclarece a autora que quem “representa” outrem recebe poderes para praticar atos “em nome” do mandatário, que se responsabiliza por tais atos. Quem “delega”, por outro lado, transfere a outrem o desempenho de um dever ou o exercício de uma faculdade, havendo substituição da pessoa no polo passivo da relação obrigacional. Note-se que ambas as situações se identificam com as posturas doutrinárias acima listadas, de mandato legal e de legitimidade substitutiva⁴⁵⁶.

Os motivos, segundo a autora, que não permitem tal delegação ou representação são os seguintes: (i) a Lei das S/A erige competências próprias para cada órgão, vedando a delegação de atribuições privativa de determinado órgão para outro; (ii) para a eleição de determinada pessoa ao conselho de administração, deve-se atender a certos requisitos legais, inclusive de idoneidade, que podem não ser respeitados no caso de representação ou delegação; (iii) a eleição dos membros do conselho deve observar um procedimento solene, em assembleia geral, para ser investido no cargo, que a representação ou delegação não observa; (iv) o sistema de responsabilidades atribuído aos conselheiros é voltado para a atuação individual do administrador, e não conjunta, tendo este o poder-dever de exercer seu

⁴⁵⁴ Aplica-se aqui o regime das assembleias gerais, por analogia: “Os vícios de voto, como se disse, só são relevantes para efeito de invalidar a assembleia ou suas deliberações se, sem os votos viciados, não se tiver configurado a maioria necessária (simples ou qualificada, legal ou estatutária) para regular a formação daqueles atos.” (NOVAES FRANÇA, Erasmo V. A.. *Invalidade das Deliberações de Assembleia das S/A*, São Paulo: Malheiros Editores Ltda., 1999, p. 113-114). Nesse caso, para LEÃES, poderia haver inclusive invalidação da deliberação: “Se deixar a companhia de declarar, no caso de votos contrários prevaletentes, suspensão da deliberação respectiva, deverão os convenientes propor, contra ela, a anulação dessa mesma deliberação, por manifesta ineficácia dos votos dados com inobservância do ajuste, sem embargo de responsabilidade contra os seus administradores, por violação dos seus deveres legais.” (LEÃES, Luiz Gastão de B. *Efeitos sobre terceiros dos acordos de acionistas*. Pareceres, São Paulo: Editora Singular, 2004, p. 129).

⁴⁵⁵ BRANCO, O Conselho..., p. 138.

⁴⁵⁶ MORAES, Luíza Rangel de. Da transferência, pelo conselheiro, do poder-dever de votar nas deliberações do conselho de administração. Incompatibilidade com o regime legal vigente. *RDB – Revista de Direito Bancário*, n. 16, abr.-jun. 2002, p. 860-861.

voto nas reuniões do conselho, não podendo essa responsabilidade ser transferida a terceiros; (v) o conselheiro também possui dever de sigilo quanto a determinadas informações que tiver acesso, o que pode não ser observado em caso de representação ou delegação; (vi) até mesmo em razão da impossibilidade de se representar um conselheiro ou se votar em seu lugar por força de delegação é que a lei institui a figura do suplente, que também é eleito pela assembleia geral justamente para atuar nos momentos de impedimento do conselheiro titular⁴⁵⁷.

Assim, paira no ar a qualificação jurídica do terceiro interessado, que teria o direito de exercer o direito de voto pelo conselheiro ausente ou omissor⁴⁵⁸, o que poderia ensejar ainda maiores discussões.

Com efeito, essa “transição” de direito de voto não é tão simples. Primeiro, porque os conselheiros não participam do acordo, não estando, a princípio, sujeitos às suas estipulações⁴⁵⁹. Segundo, porque o conselheiro atua em um órgão social completamente distinto do dos acionistas (assembleia geral), com atribuições decorrentes de lei, indelegáveis e insuprimíveis⁴⁶⁰. Terceiro, porque os administradores possuem atribuições e deveres fiduciários diretamente relacionados à companhia, não sendo possível a desconsideração desses deveres em prol de interesses do controle, dos acionistas ou interesses próprios⁴⁶¹.

⁴⁵⁷ MORAES, *Da transferência...*, p. 862-864.

⁴⁵⁸ BRANCO, *O Conselho...*, p. 135: “Frise-se, ainda, que coube ao § 9º do art. 118 introduzir o conceito de parte prejudicada; entretanto, não houve uma preocupação do legislador em definir a natureza jurídica da posição da parte prejudicada no momento em que esta exercer o direito de voto do acionista ausente ou omissor, ou, ainda, do seu representante no conselho de administração.”

⁴⁵⁹ Cumpre destacar que, atualmente, após a nova redação dada ao *caput* do artigo 146, LSA, pela Lei nº 12.431/2011, não é mais exigível que o conselheiro de administração seja acionista. Portanto, o conselheiro vinculado pelo acordo pode não participar dele, afinal (e isso ocorre muitas vezes), pode nem sequer ter sido eleito ainda. Segundo COMPARATO. *Acordo de acionistas...*, p. 683: “terceiro, num negócio jurídico, é todo aquele que não é parte”. BARROSO, Carlos Henrique. A Responsabilidade Civil do Conselheiro de Administração e o Acordo de Acionistas. *Revista dos Tribunais*, v. 834, abr, 2005, p. 54, entende que a convenção de voto não pode vincular quem não a subscreve: “Nossa opinião é no sentido de que o §8º não pode vincular o membro do conselho de administração, pois assim não foi expresso na lei e porque um contrato civil, como é o caso do acordo de acionistas, não pode vincular quem não o subscreve. Somos da opinião de que o conselheiro continua não apenas podendo, mas também devendo, votar na melhor forma para a companhia, independentemente do que dispõe o acordo de acionistas. A nova disposição legal apenas determina que o presidente do conselho de administração deve desconsiderar o voto, o qual ele entenda não esteja em linha com o que prevê o acordo de acionistas”. Em mesmo sentido, BOCATER. CAMARGO. *Conselho...*, p. 396, afirmam o seguinte: “Não é possível criar dever jurídico para quem não é parte no contrato e o administrador, nesta qualidade, não pode e não deve sê-lo. Tal cláusula contratual seria, portanto, inválida, nula, sob duplo fundamento, pois ajustada a partir de um regime legal com ela incompatível.” Contrariamente, para CARVALHOSA, *Acordo de Acionistas...*, 2015, p.241, os conselheiros seriam “partes substanciais” do acordo, podendo sujeitar-se aos seus efeitos, conforme já descrito acima, no **item 3.3**, o que é refutado em COMPARATO, *Acordo de Acionistas...*, p. 684.

⁴⁶⁰ Conforme a teoria orgânica da pessoa jurídica, FRANÇA, *Dever de informar...*, p. 367-368.

⁴⁶¹ SPINELLI, *O conflito de interesses...*, p. 80-81.

Quarto, porque o sistema de responsabilidades atribuído aos membros do conselho não pode ser transferível, pois a própria atuação do conselheiro é individual e incomunicável⁴⁶².

Em adição, para Bertoldi,

*o referido § 9º cria mecanismo que corrompe o princípio da indelegabilidade das funções do poder judiciário, fazendo com que uma das partes do acordo venha a, tal qual um juiz, declarar o inadimplemento contratual e se substituir à vontade do signatário todo como faltante*⁴⁶³.

Outra pergunta que se faz é quem poderia ser qualificado como “parte prejudicada” a votar pelo conselheiro?

Segundo Salles de Toledo, a admissão de que a “parte prejudicada” pudesse votar no lugar do conselheiro recalcitrante, possibilitaria que alguém estranho ao conselho de administração participasse das reuniões com poder de censurar os atos dos conselheiros, “chegando ao extremo de afastá-lo temporariamente de suas funções, exercendo-as no lugar dele”. Para o autor, “A regra é autoritária e pressupõe um conselheiro submisso às determinações de quem o elegeu”⁴⁶⁴.

Segundo Bulhões Pedreira, a obrigação de fazer com que os conselheiros votem em conformidade com o determinado pelo grupo controlador trata-se de “obrigação de fazer de fato de terceiro”⁴⁶⁵ assumida por cada membro do grupo de controle em relação aos conselheiros eleitos⁴⁶⁶.

Carvalhosa sustenta que é a comunhão dos controladores ou seus representantes nos órgãos de administração que poderiam votar em nome do conselheiro renitente, o que

⁴⁶² MORAES, *Da transferência...*, p. 863, confira-se: “É importante frisar que, no âmbito societário, as atribuições conferidas aos membros do conselho de administração de uma companhia está, como se examinou no tópico precedente, respaldada na individualidade da sua atuação, não obstante participe da decisão colegiada. Tem ele (conselheiro) o autêntico poder-dever de debater e expressar seu voto, nas matérias submetidas à deliberação do conselho de administração. Exemplo da assertiva é o da exigência legal de consignação expressa da discordância do administrador, quanto à determinada deliberação tomada pelo conselho de administração, na ata de reunião deste órgão, para que se exima de responsabilidade pela prática de determinado ato por ele considerado ilegal.”

⁴⁶³ BERTOLDI, *Acordo de Acionistas...*, p. 127. Em sentido contrário, CARVALHOSA, *Acordo de acionistas...*, 2015, p. 251 e 257, entende que o dispositivo funcionaria apenas como uma inversão do papéis. Ao invés de se fazer com que a parte prejudicada proponha judicialmente a execução específica das obrigações contidas no acordo, quem terá de demandar em juízo para questionar a validade e eficácia do acordo ou da deliberação por ele afetada será aquele que tiver seu voto não computado (§ 8º) ou suprido pelo terceiro prejudicado (§ 9º).

⁴⁶⁴ TOLEDO. *Modificações...*, p. 427-428.

⁴⁶⁵ Atualmente prevista nos artigos 439 e 440 do Código Civil.

⁴⁶⁶ BULHÕES PEDREIRA. *Acordo...*, p. 240. Destaca-se o seguinte trecho: “Se todos os conselheiros eleitos pelo grupo controlador são escolhidos por um dos seus membros, a obrigação de fazer com que os conselheiros votem em bloco é assumida por este membro para com os demais, mas é usual que os membros do grupo controlador repartam entre si o poder de indicar os ocupantes do Conselho. Neste caso, cada membro do grupo controlador se obriga para com os demais a fazer com que as pessoas por ele indicadas votem em bloco. Essa obrigação de fazer é designada “de fato de terceiro”, porque não tem por objeto a prestação da pessoa obrigada, mas fato de terceiro.”

confere o direito a este de recorrer ao poder judiciário no caso de eventual abuso no exercício do mecanismo da vinculação. E, havendo reunião prévia, caberia até mesmo à mesa da reunião do conselho proceder em conformidade ao deliberado previamente⁴⁶⁷.

Pondera Salomão Filho, contudo, que o § 9º deveria ser interpretado restritivamente, por se tratar de dispositivo referente à transmissão ou exercício do voto por terceiro. Por conseguinte, afirma que, sem haver nomeação contratual de um mandatário, ou de um representante orgânico no acordo, o voto pela parte prejudicada em nome do conselheiro ausente “seria ilegal (art. 110, caput, e § 1º da Lei Societária) e também inconstitucional”, violando o direito à propriedade, previsto no artigo 5º da Constituição Federal, e o direito de liberdade de associação, previsto nos incisos XVII e XX⁴⁶⁸.

O mandato, previsto no § 7º do referido dispositivo legal, serviria para direcionar o voto “inclusive para os efeitos previstos nos novos §§8º e 9º desse mesmo artigo 118”⁴⁶⁹. Assim, os acionistas prejudicados – mediante o intermédio de seus representantes, na esteira do § 10⁴⁷⁰ –, poderiam exercer a autotutela prevista no § 9º mesmo nas reuniões do conselho, para fazer valer a orientação de voto perante os conselheiros eleitos no âmbito do acordo⁴⁷¹.

Para Patrocínio, no entanto, apenas seria possível que outro conselheiro, também vinculado ao acordo, tomasse tal partido. Vale dizer, nessa hipótese, este conselheiro, também vinculado ao acordo, é que seria a “parte prejudicada” para fins do artigo 118, § 9º⁴⁷².

⁴⁶⁷ CARVALHOSA, *Acordo de acionistas...*, 2015, p. 251.

⁴⁶⁸ COMPARATO, *O poder de controle...*, p. 22. Digno de nota que CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 233, entendem não haver inconstitucionalidade em razão do princípio da inafastabilidade da tutela jurisdicional, previsto no Artigo 5º, XXXV, CF, por ser medida de justiça a instituição dessa modalidade de autotutela, apenas invertendo-se os papéis, em que o a parte prejudicada pela omissão ou ausência de voto que deveria figurar na execução específica do acordo, passará a ser ré em eventual demanda proposta pela parte omissa ou ausente.

⁴⁶⁹ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 223.

⁴⁷⁰ Se não houver indicação de representante no acordo, a companhia pode, a qualquer tempo, exigir essa indicação, que deverá ser feita na forma do acordo ou por maioria entre os signatários da avença (Cfe. NETO, Alfredo S. Lazzareschi, *Lei das Sociedades por Ações Anotadas*, 3. ed., São Paulo: Editora Saraiva, 2010, p. 215).

⁴⁷¹ CARVALHOSA. EIZIRIK. *A nova lei...*, p. 227. Com crítica, podemos citar o entendimento de NUNES: “A regra, agora, é mais clara e abrangente, mas, por outro lado, pode resultar esvaziada em razão da redação dos §§ 8º e 9º do art. 118 (que cria uma verdadeira relação de mandato legal, sem prazo de vencimento (§ 7º), entre o conselheiro e seus eleitores, desfigurando, portanto, o sistema orgânico há muito consolidado no âmbito da legislação societária” (NUNES, Márcio T. G. O acordo de acionistas. Questões controvertidas acerca da nova redação conferida pela Lei nº 10.303/2001 aos §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei das S.A. e aspectos correlatos. *Revista da AARJ – Associação dos Advogados do Rio de Janeiro*, jan. 2003, v. III, p. 127).

⁴⁷² PATROCÍNIO, Daniel Moreira do. Autotutela do acordo de acionistas: novo regime estabelecido pela Lei nº 10.303/2001. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 135, jul.-set. 2004, p. 205.

Recorde-se que quem detiver a maioria dos votos, poderá eleger a maioria dos conselheiros. Ao fim e ao cabo, o grupo controlador não terá dificuldade em fazer com que outro conselheiro, também eleito no âmbito do acordo, faça valer a orientação de voto na forma dos §§8º e 9º.

Como se verificou, por conseguinte, é polêmica a questão e não há uma posição uníssona sobre, primeiro, a natureza da norma prevista no § 9º e a sua efetiva possibilidade de aplicação, e, segundo, sobre quem poderia ser considerado como “parte prejudicada”, legitimada a exercer o voto no lugar do conselheiro.

Por último, no caso de haver divergência entre os próprios signatários do acordo, não sendo suficiente para formar o quórum deliberativo necessário, e sem que se possa obter um consenso entre qual a orientação que deveria ser seguida, a solução proposta por Saddi parece adequada, “nenhum voto do ausente deveria ser computado”⁴⁷³.

3.6.6 Tipos de acordos de acionistas que admitiriam a vinculação de administradores

Poderia um acordo de acionistas, celebrado entre acionistas não controladores, vincular membros do conselho de administração por eles eleitos? Em outras palavras, os §§ 8º e 9º do artigo 118 seriam aplicáveis apenas a acordos de voto de controle, ou, também, seriam aplicáveis a acordos de voto daqueles que não são titulares do poder de controle?

O *caput* do artigo 118 tipifica como acordo de acionistas aqueles que versem sobre o “exercício do direito de voto”, e não apenas “do poder de controle”. Aqui se contempla também os “acordos de defesa”⁴⁷⁴. Os §§ 8º ou 9º não delimitam expressamente que se referem apenas aos acordos de controle, dando azo à interpretação de que seriam aplicáveis aos demais tipos de acordos típicos previstos no *caput*.

Uma regra de hermenêutica é que um artigo e seu parágrafo subordinado guardam, geralmente: a) uma relação de regra geral/exceção, onde o parágrafo institui regras que contrariam a norma geral do seu *caput*, excepcionando-a; ou b) uma relação de genérico/específico, onde o *caput* estabelece os contornos gerais de um mandamento, e os parágrafos explicitam aspectos ou desdobramentos da hipótese.

⁴⁷³SADDI, Jairo. *Vinculação...*, p. 667: “caso de mais de um acionista sentir-se prejudicado, nenhum voto do ausente deveria ser computado, como se o ausente estivesse em discordância do acordo de acionistas, nos termos do §8º do artigo 118.”

⁴⁷⁴ Conforme afirma BERTOLDI, *Acordo de acionistas...*, p. 71, ao contrário dos acordos de comando, os acordos de defesa “são aqueles firmados pelas minorias acionárias organizadas que procuram aglutinar-se por meio do acordo de voto”.

Poder-se-ia, nesse sentido, aplicar a relação de genérico (*caput*) / específico (§§8º e 9º), em que os parágrafos em comento são desdobramentos, aspectos, dos tipos de acordos previstos no *caput*, admitindo-se, pois, possibilidade de se aplicar os §§ 8º e 9º para acordos de acionistas celebrados por acionistas minoritários que logrem eleger membro do conselho de administração.

No entanto, segundo Carvalhosa, os §§8º e 9º aplicam-se apenas aos acordos de controle, pois seriam instrumentos do exercício harmônico e uniforme do poder de controle, não sendo justificável sua utilização para acordo de votos de acionistas não controladores, eis que apenas os acordos de controle confundir-se-iam com o interesse social⁴⁷⁵.

Parece-nos um tanto incoerente com o sistema da lei tal visão, pois quaisquer acionistas possuem o dever de exercer o direito de voto no interesse da companhia, caso contrário, seu voto será tido como abusivo (artigo 115, Lei das S/A). Portanto, se se defende a vinculação dos membros do conselho de administração, necessário se faz admitir a sua extensão para os minoritários também, pois estes também possuem o dever de seguir o interesse da companhia, e, portanto, eventual acordo de acionistas por eles firmado obrigatoriamente teria de estar em conformidade com tal interesse. Nesse sentido, acompanha-nos Lobo⁴⁷⁶ e Silva⁴⁷⁷.

3.6.7 Conflito de interesses

E quando a deliberação a ser tomada pelo conselho de administração diga respeito a uma transação com o grupo de controle, que tenha celebrado o acordo de voto em bloco, é caracterizada como situação de conflito de interesses? Estaria o administrador eleito, em virtude do acordo, em situação de conflito também?

⁴⁷⁵ CARVALHOSA, *Acordo de acionistas...*, 2015, p. 259. Destaca-se o seguinte trecho: “A tais acordos [acordos de voto dos minoritários] não se aplica o disposto nos §§ 8º e 9º do art. 118 da lei societária, no tocante aos administradores em minoria por eles eleitos. Isto porque os §§ 8º e 9º do art. 118 são instrumentos do exercício harmônico e uniforme do poder de controle comum que, presume a lei, visa ao cumprimento e à implementação do interesse social, como reiterado.”

⁴⁷⁶ LOBO, *Acordo de Acionistas...*, p. 487: “A aplicação dos §§8º e 9º do artigo 118 em relação a acordos de acionistas celebrados por minoritários, ou entre controladores e minoritários, tem fundamento, além do texto expresso da lei, na obrigação de a companhia, por seus órgãos, observar os acordos de acionistas arquivados, bem como no princípio da boa-fé na execução dos contratos.”

⁴⁷⁷ SILVA, *Vinculação...*, p. 71: “Respeitamos a posição do jurista [CARVALHOSA], mas, sinceramente, não entendemos que exista previsão legal justificadora de um tratamento diferenciado entre acordos de controle e de acordos de minoria, no que diz respeito à incidência dos §§ 8º e 9º do art. 118 da LSA.”

Na Lei das S/A, o conflito de interesses do administrador está disposto no artigo 156. Contudo, em razão da circunstância da vinculação do seu voto pelos §§ 8º e 9º do artigo 118, entendemos haver um *plus*, além do conflito tradicional previsto no artigo 156.

Cumprе referir, que a atuação conflituosa de um administrador representa violação do dever de lealdade para com a companhia que administra, consoante aponta a doutrina especializada no tema: “a circunstância de agir (ou de não agir) o administrador em conflito de interesses está vinculada ao dever de lealdade (dever fiduciário), que, uma vez rompido, acarreta danos econômicos financeiros à companhia”⁴⁷⁸.

E este conflito pode se dar de “maneira direta”, quando o próprio administrador apresenta um interesse na decisão administrativa, visando a obter benefícios decorrentes do ato de gestão conflituoso, ou “indireta”, quando uma pessoa relacionada ao administrador possua interesse no ato da sociedade administrada⁴⁷⁹.

Via de regra, salienta Spinelli, trata-se de conflito de interesses substancial, que deve ser relevante, no sentido de que o administrador deve ter interesse pessoal significativo, que seja suficientemente importante para afetar de modo adverso (influenciar) seu julgamento⁴⁸⁰.

Tanto pelo artigo 154 quanto pelo artigo 156, o administrador tem o dever de atuar sempre com vistas a realizar o interesse da companhia, não podendo privilegiar, sobre hipótese alguma, interesse diverso, nem seu (hipótese de conflito direto), nem de terceiro (hipótese de conflito indireto).

No caso do acordo de acionistas, que vincule a atuação do conselheiro, deve-se inquirir se o conflito da comunhão de acionistas signatários do acordo seria extensível ao conselheiro a ele vinculado.

Por exemplo, digamos que a comunhão de acordantes possua uma sociedade à parte da companhia e essa comunhão deseja contratar com a companhia em condições favoráveis àquela sociedade e em detrimento da companhia. Para aprovar a contratação entre a companhia e a sociedade dos acordantes, a comunhão emana orientação de voto para que os administradores, por ela eleitos, aprovem a operação. Isoladamente, os conselheiros vinculados não teriam quaisquer interesses em relação à operação. Nessa hipótese, estariam tais conselheiros conflitados?

⁴⁷⁸SPINELLI, *O conflito de interesses...*, p. 138.

⁴⁷⁹ SPINELLI, *O conflito de interesses...*, p. 141. Confira-se, a respeito do conflito indireto, o seguinte trecho da referida obra (p. 141): “Já o interesse indireto ocorre quando pessoa relacionada ou vinculada ao administrador tem interesse no ato da companhia, o que pode influenciar sua conduta – auferindo o gestor benefício indireto, ainda que seu ganho seja somente o regozijo de ver aquele que lhe é próximo sendo beneficiado.”

⁴⁸⁰SPINELLI, *O conflito de interesses...*, p. 144.

Como visto no **item 3.5.3**, para parcela da doutrina, os conselheiros podem (e devem) recusar-se a seguir a orientação de voto que, no seu entendimento, esteja contrária ao interesse social⁴⁸¹. Nesse caso, a rigor, parece-nos que não haveria uma transferência de situação de conflito, pois não haveria obrigatoriedade de os conselheiros seguirem a orientação de voto.

Para outra parcela da doutrina, contudo, os conselheiros teriam a obrigação de obedecer à orientação de voto porquanto ela necessariamente já estaria em consonância com o interesse da companhia⁴⁸². Nesse caso, parece-nos que haveria transferência da hipótese de conflito, pois os conselheiros não teriam autonomia para deliberar de maneira independente, estendendo-se a hipótese de conflito dos acordantes para os conselheiros eleitos no âmbito do acordo.

Nesse sentido, Wald entende que conselheiro deve sofrer as mesmas restrições que representantes dos acionistas nas assembleias gerais:

Entendemos que os membros do Conselho devem sofrer as mesmas restrições que os representantes dos acionistas nas assembleias gerais”,

Trazendo, como consequência,

“a nulidade do voto do administrador e a anulabilidade do da deliberação do colegiado, se o voto for determinante para a formação da maioria”⁴⁸³.

Dessa forma, caso se entenda que o conselheiro possui o dever de seguir a orientação de voto de acordo de acionistas, e, havendo orientação de voto para que o conselheiro delibere em favor de parte conflitada, poderia ser caracterizada situação de conflito de interesse.

3.6.8 A vinculação perante sociedades anônimas abertas e fechadas

Por fim, embora o presente trabalho refira-se, principalmente, às companhias abertas, de grande porte, sociedade de capital por definição, cumpre verificar se nas companhias fechadas, de pequeno porte, seria admissível a vinculação dos membros do conselho de administração a acordos de acionistas.

⁴⁸¹ P. ex., CAMARGO. BOCATER. *Conselho...*, p. 400; NOVAES FRANÇA, *Dever de informar...*, p. 370371; e MUNHOZ, *Estrutura de Governo...*, p. 286; IBGC, *Código...*, 5. ed., p. 28, item 1.5 e p. 44.

⁴⁸² BULHÕES PEDREIRA, *Acordo de Acionistas...*, p. 236; ARAGÃO, *A Disciplina...*, p. 377; EIZIRIK, *Acordo...*, p. 50; e CARVALHOSA, *Acordo de Acionistas...*, 2015, p. 246.

⁴⁸³ WALD. *A evolução...*, p. 297-298.

Os §§8º e 9º do artigo 118 não fazem distinção quanto à sua aplicabilidade em relação a sociedades fechadas ou abertas, sendo, portanto, aplicáveis a ambas.

Kindler e Roth referem que, nas pequenas companhias, é comum que a administração receba orientações vinculativas da assembleia geral, atuando muitas vezes como sua representante, com fulcro na teoria do mandato. Informam inclusive que é comum que haja uma divisão de competência e hierarquia entre seus órgãos, citando como exemplo Alemanha e Itália⁴⁸⁴.

Por outro lado, referem que, quando se envolve o relacionamento da companhia com terceiros, a teoria do mandato não mais se aplica, e sim a teoria orgânica, citando como exemplos Alemanha, França, Áustria e Suíça⁴⁸⁵. Afirmam, mais adiante, que, em se tratando de grandes companhias, cada órgão deve agir de maneira independente, não havendo hierarquia entre eles, uma vez que há uma série de interesses de terceiros (outros “stakeholders”), que não podem ser desconsiderados, eis que protegidos pelo dever geral de atuação em conformidade com o interesse social⁴⁸⁶.

A Lei das S/A não obriga as companhias fechadas a instituírem conselho de administração (artigo 138, §2º). O IBGC, ainda assim, recomenda que “toda organização conte com um Conselho de Administração ou equivalente”⁴⁸⁷.

Como visto no **item 3.5.1**, geralmente, as teorias contratualistas estão associadas às companhias de menor porte, e, as institucionalistas, àquelas de grande porte⁴⁸⁸.

No caso de companhias de pequeno porte, portanto, o interesse social costuma confundir-se com o interesse dos acionistas, o que, por este ângulo, autorizaria a vinculação dos conselheiros a acordos de controle, eis que a orientação do acordo confundir-se-ia, a princípio, com o interesse social.

No entanto, as mesmas observações relacionadas à incompatibilidade da vinculação com a autonomia do conselho, com a teoria orgânica da pessoa jurídica e com a natureza de suas atribuições e deveres, referidas nos **itens 3.5.2., 3.5.3, 3.5.4 e 3.5.5**, poderiam ser reproduzidas aqui. Vale dizer, o administrador tem o dever de sempre atuar, de maneira

⁴⁸⁴ ROTH. KINDLER. *The spirit...*, p. 77-79

⁴⁸⁵ ROTH. KINDLER. *The spirit...*, p. 78-79

⁴⁸⁶ ROTH. KINDLER. *The spirit...*, p. 76 e 92.

⁴⁸⁷ IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, *Caderno de Boas Práticas de Governança Corporativa Para Empresas de Capital Fechado*, 2014, p. 46.

⁴⁸⁸ COMPARATO, *Novos Ensaio...*, p. 95: “Na companhia aberta, predomina o caráter institucional, marcado por disposições de ordem pública, não derogáveis por deliberação dos acionistas, porque tendentes a proteger o interesse coletivo de investidores no mercado de capitais (...) Na companhia fechada, ao revés, prevalece o aspecto contratual, conferindo-se ampla liberdade de estipulação às partes para regular o funcionamento dos órgãos societários, de acordo com os seus interesses particulares, que no caso são exclusivos.”

independente e autônoma, no interesse da companhia. Assim, se o conselheiro entender, a partir de seu julgamento pessoal, que a orientação do voto é contrária ao interesse da companhia, tem o dever de se recusar a segui-la.

3.7 O tratamento da matéria no direito estrangeiro

Como diria Ascarelli, o recurso ao direito comparado amplia nossa experiência jurídica no espaço, de maneira semelhante ao que a história faz com o tempo, auxiliando-nos no estudo das relações entre normas jurídicas e a realidade social de diversos sistemas diferentes, proporcionando compreensão racional para distintas situações jurídicas, e sendo útil, na prática, para a organização das relações econômicas internacionais⁴⁸⁹.

Verificamos, ao longo deste estudo, que a independência da administração vem sendo ponto de destaque no cenário de governança corporativa, tanto pela questão do papel do conselho, quanto pela recomendação de conselheiros independentes, ou pela asseguarção de que os membros do conselho possam exercer um julgamento independente em relação aos negócios da companhia, principalmente de modo a evitar conflitos de interesses.

Observaremos agora como a matéria da vinculação da administração ao acordo de acionistas tem sido abordada em direito estrangeiro.

Cumpre-nos salientar, de plano, que a vinculação, tal como adotada pelos §§ 8º e 9º do artigo 118 da Lei das S/A trata-se de inovação brasileira, não encontrada em outras legislações⁴⁹⁰.

Assim, o esforço que se fará, nas linhas que se seguirão, será para, ao menos, obtermos uma aproximação do tema, tangenciando a questão mediante a verificação de institutos e previsões similares.

3.7.1 Considerações gerais

Começemos, pois, por uma abordagem mais ampla, para, em seguida, analisarmos alguns países-chave a respeito da matéria.

Davies, Hopt, Nowak e Van Solinge fazem um apanhado geral sobre a possibilidade de os acionistas transmitirem instruções para os distintos “board of directors” existentes na

⁴⁸⁹ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 4.

⁴⁹⁰ SILVA, *Limites...*, p. 74.

Europa. Referem que acionistas possuem incentivos distintos dos conselheiros: os primeiros tendem a ser mais propensos a riscos e buscar políticas de curto prazo; os membros do conselho, por outro lado, tendem a ser mais avessos a risco e buscar políticas de longo prazo. Assim, referem que em sistemas centrados no “board” (“board centric”), tais como Alemanha, Suíça e Polônia, os acionistas não podem passar instruções ao “board”. Se os acionistas quiserem alterar a política da companhia terão de remover os membros do “board”, e, se houver um acionista controlador ou um grupo controlador, eles poderão fazer isso com facilidade. Ressalvam, também, que isso apenas se aplica a companhias, e não a sociedades limitadas. Por outro lado, em outros sistemas, em que os “boards” não são tão fortes, como Suécia, Holanda e Reino Unido (conforme o modelo e disposições estatutárias que se adotar⁴⁹¹), as instruções são permitidas. Contudo, tais instruções não são facilmente aceitas e dependem muito do tamanho da companhia e da organização dos acionistas. Em grandes companhias, tais instruções são pouco usuais, o caminho mais fácil é a remoção dos “directors”. Outra forma mais branda é emitir um voto consultivo (“advisory vote”) para orientar a decisão e atuação do “board”, mas seus membros não precisam segui-la⁴⁹².

Em nível internacional, a OCDE, no “Principles and Guidelines”, frisou a importância de um julgamento objetivo por parte do conselho de administração das companhias: “E. The board should be able to exercise objective independent judgement on corporate affairs.”⁴⁹³

Especificamente no que tange à utilização do acordo de acionistas e sua relação com a administração, verifica-se em relatório elaborado pela Comissão das Comunidades Europeias - CCE, que em diversos países há restrições à disciplina do acordo de acionistas, como a de não contrariar o interesse da companhia (presente na Bélgica, na Alemanha, na Grécia e em Luxemburgo), ou a independência do conselho de administração (Dinamarca, França, Irlanda, Luxemburgo, Finlândia e Reino Unido)⁴⁹⁴. Conforme esquema abaixo, se

⁴⁹¹ Recorde-se que no caso do Reino Unido, por exemplo, o “board” pode ser fraco e submisso à assembleia geral, caso poucos poderes lhe sejam conferidos no pelo estatuto social. Lá a distribuição de poderes é em sua maior parte realizada pela vontade das partes no ato da constituição da companhia.

⁴⁹² DAVIES, Paul; HOPT, Klaus; NOWAK, Richard; VAN SOLINGE, Gerard. *Boards in Law and Practice: A Cross-Country Analysis in Europe. Corporate Boards in Law and Practice: A Comparative Analysis in Europe*, Oxford, 2013, p. 47.

⁴⁹³ OECD - Organisation for Economic Co-operation and Development, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, setembro de 2015, p. 58. Disponível em: <<http://www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance.htm>> Acesso em: out. 2015.

⁴⁹⁴ *Report in The Proportionality Principle in the European Union: Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies – External Study Commissioned by the European Commission (July 2007)*, Exhibit B, Regulatory Framework for Control-Enhancing Mechanisms, pp. 123/131.

observa a independência dos administradores como fator limitante ao fortalecimento do controle em acordos de acionistas em diversas jurisdições:

País	Restrições significativas aos Mecanismos de Fortalecimento do Controle nos Acordos de Acionistas ⁴⁹⁵ (Control-Enhancing Mechanisms)
Bélgica	Tempo limite: 5 anos; Direito de Voto; <i>Interesse da Companhia</i> .
<u>Dinamarca</u>	<u>Independência dos Administradores</u> ; Regras mandatórias.
Alemanha	Direito de Voto; <i>Interesse da Companhia</i> .
Estônia	Direito de Voto (proibição de “venda” de voto).
Grécia	Direito de Voto (proibição de “venda” de voto); <i>Interesse da Companhia</i> .
Espanha	Nenhum.
<u>França</u>	Direito de voto; <u>Independência dos Administradores</u> .
<u>Irlanda</u>	<u>Independência dos Administradores</u> .
Itália	Tempo limite: 3 anos
<u>Luxemburgo</u>	Tempo limite; Limitação de escopo; <u>Independência dos Administradores</u> ; <i>Interesse da Companhia</i> .
<u>Hungria</u>	<u>Independência dos Administradores</u> .
Holanda	Direito de voto: Acionistas devem sempre estar aptos a formar uma opinião independente.
Polônia	Nenhuma.
<u>Finlândia</u>	<u>Independência dos Administradores</u> .
Suécia	Nenhuma.
<u>Reino Unido</u>	<u>Independência dos Administradores</u> .
Estados Unidos	Nenhuma.
Japão	Nenhuma.
Austrália	Direito livre de negociação; Sujeito ao “ <i>Foreign Acquisitions and Takeovers Act</i> ”.

3.7.2 Portugal

Portugal, que não consta do relatório da Comissão das Comunidades Europeias – CCE, acima apresentado, tem regra expressa para preservar a atuação das pessoas encarregadas de funções administrativas ou de fiscalização na sociedade, impedindo que o acordo parassocial determine a sua conduta:

“Artigo 17.º (Acordos parassociais) 1 - Os acordos parassociais celebrados entre todos ou entre alguns sócios pelos quais estes, nessa qualidade, se obriguem a uma conduta não proibida por lei têm efeitos entre os intervenientes, mas com base neles não podem ser impugnados actos da sociedade ou dos sócios para com a sociedade. 2 - Os acordos referidos no número anterior podem respeitar ao exercício do direito de voto, mas não à conduta de intervenientes ou de outras pessoas no exercício de funções de administração ou de fiscalização.”

⁴⁹⁵Quadro-resumo elaborado a partir do *Report in The Proportionality Principle in the European Union: Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies – External Study Comissioned by the European Comission (july 2007)*, Exhibit B, Regulatory Framework for Control-Enhancing Mechanisms, p. 123-131 (tradução livre).

Sobre o Direito Português, Barrias refere que essa vedação objetiva a proibir a interferência dos sócios na esfera de competências do órgão de fiscalização ou de administração, evitando com isso que os sócios possam subordinar o interesse da sociedade aos seus interesses particulares. Afirma que não se admite um acordo parassocial que “*vis* *um determinado comportamento – orientação ou instrução – dos referidos órgãos*”. Até porque os administradores também devem atuar no interesse da sociedade, o que pressupõe uma tomada de decisões livre e responsável, consoante artigo 64 do C.S.C⁴⁹⁶. Permitir a interferência dos sócios na administração ou fiscalização seria admitir uma organização societária distinta daquela prevista pelo contrato social e pela lei, o que poderia prejudicar interesse de credores e terceiros, que possuem conhecimento apenas da organização societária prevista no contrato. Por fim, ressalva que são admissíveis acordos parassociais que tenham por objeto a conduta os membros de um órgão social, desde que não interfira no exercício das suas funções ou quando se tratar de matérias que os sócios possam lícitamente deliberar em assembleia geral⁴⁹⁷.

3.7.3 Reino Unido

No Reino Unido, a lei acionária (“Companies Act”, de 2006), é praticamente silente sobre as funções e poderes do “board”, deixando essas matérias para os estatutos (“company’s articles of association – statutes”). Na prática, as companhias utilizam o modelo unitário de administração, concentrando todos os poderes administrativos em apenas um órgão, o “board of directors”⁴⁹⁸. A indicação de administradores é uma matéria também regulada pelo estatuto das companhias, comumente conferida à assembleia geral, que decide por maioria⁴⁹⁹.

⁴⁹⁶ Código de Sociedades Comerciais. “Artigo 64.º Deveres fundamentais. 1 - Os gerentes ou administradores da sociedade devem observar: a) Deveres de cuidado, revelando a disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da actividade da sociedade adequados às suas funções e empregando nesse âmbito a diligência de um gestor criterioso e ordenado; e b) Deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores. 2 - Os titulares de órgãos sociais com funções de fiscalização devem observar deveres de cuidado, empregando para o efeito elevados padrões de diligência profissional e deveres de lealdade, no interesse da sociedade.”

⁴⁹⁷ BARRIAS, Alexandra Isabel da Cruz. *Acordos Parassociais: uma análise crítica ao regime legal português*, 2012 (Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade do Porto), p. 35-36.

⁴⁹⁸ DAVIES, Paul. *Corporate Boards in the United Kingdom: Corporate Boards in Law and Practice: A Comparative Analysis in Europe*. Editado por Paul Davies, Klaus Hopt, Richard Nowak e Gerard Van Solinge. 2013, Oxford, p. 723.

⁴⁹⁹ DAVIES, *Corporate Boards in the United Kingdom...*, p. 744.

Enriques, Hansmann e Kraakman afirmam que o estatuto pode permitir que uma maioria qualificada de acionistas, em assembleia, sobreponha-se ao “board” em qualquer matéria de competência deste⁵⁰⁰.

Como ressalta Davies, o principal conflito de agência no Reino Unido é entre acionistas e o “management”. O foco da independência dos “directors” nesse caso se presta a reduzir tais custos, distanciando-se da gestão⁵⁰¹. Isso justifica em parte essa possibilidade de a assembleia de acionistas se sobrepor ao “board”.

Não obstante, afirma que com o recente crescimento de participação de investidores estrangeiros no mercado de capitais inglês, a presença de acionistas controladores passou a ser mais frequente. Refere que inexiste uma devida atenção a essa circunstância nas regras de listagem da Bolsa de Valores de Londres, nem do Código de Governança do Reino Unido. Aponta, contudo, que o “FSA – Financial Services Authority”, no documento intitulado “Enhancing the effectiveness of the Listing Regime and feedback on CP12/2”, de outubro de 2012, propõe algumas soluções interessantes: (i) que a eleição de “independent directors” seja aprovada pelos acionistas controladores e também pelos não-controladores; (ii) que se prevejam mecanismos para que os “independent directors” sejam efetivamente independentes dos acionistas controladores; (iii) que sejam divulgados acordos entre a companhia e o acionista controlador (“relationship agreement”), exigindo-se que o controlador se comprometa a não intervir na administração ordinária da companhia, e que aditivos significativos ao acordo dependam do consentimento dos acionistas não controladores⁵⁰².

A lei acionária estabelece dentre os deveres fiduciários dos administradores o dever de exercer um julgamento independente. Esse dever está consubstanciado na “Section 173” do “Companies Act” de 2006, que se transcreve a seguir:

§. 173. Duty to exercise independent judgment (1) A director of a company must exercise independent judgment. (2) This duty is not infringed by his acting— (a) in accordance with an agreement duly entered into by the company that restricts the future exercise of discretion by its directors, or (b) in a way authorised by the company's constitution.

⁵⁰⁰ ENRIQUES. HANSMANN. KRAAKMAN. *The anatomy...*, p. 72. Deve-se ressaltar, contudo, que DAVIES. *Principles...*, p. 386-396, refere que essa sobreposição não pode ocorrer se as atribuições já foram outorgadas à administração no estatuto. O que ocorre é que, alguns poderes da administração, enquanto no estatuto, são indelegáveis, mas, nada impede que os acionistas reúnam-se e alterem o estatuto para que determinadas atribuições passem a ser exercidas pela assembleia geral. Também refere que não se pode esvaziar completamente a administração. Atribuições como a prática de atos rotineiros de administração e elaboração das contas e relatórios anuais devem ser mantidos na esfera da administração.

⁵⁰¹ DAVIES, *Corporate Boards in the United Kingdom...*, p. 740.

⁵⁰² DAVIES, *Corporate Boards in the United Kingdom...*, p. 784.

Davies, comentando a regra, refere que o estatuto de uma companhia ou um acordo parassocial pode prever que uma terceira parte tenha o direito de nomear e eleger um administrador. Sem embargo, o administrador nomeado é obrigado a ignorar os interesses daquele que o nomeou ou elegeu, sempre que esses interesses estiverem em caminho oposto aos da companhia como um todo. Refere que, embora o nomeante não seja responsabilizado pela negligência ou outra quebra de dever do nomeado, há risco de o nomeante ser caracterizado como “shadow director”⁵⁰³.

Segundo Carvalhosa, dentro de sua esfera de competência, o administrador inglês não está obrigado a acatar instruções recebidas de acionistas, tampouco os acionistas podem anular um ato regular de gestão praticado pela administração⁵⁰⁴.

É possível observar que a atual versão do “UK Corporate Governance Code” também fortalece este dever de independência, recomendando que todos os administradores ajam de acordo com o que eles considerem melhor para a companhia e em conformidade com seus deveres: “All directors must act in what they consider to be the best interests of the company, consistent with their statutory duties”⁵⁰⁵.

3.7.4 Alemanha

O sistema de administração alemão serviu de inspiração para diversos outros países, inclusive para o Brasil, como comentamos no **item 3.5.2**. A administração é dividida entre dois órgãos: (i) o “Aufsichtsrat”, responsável pela supervisão da gestão; e (ii) o “Vorstand”, responsável pelas tarefas executivas.

Originalmente, a assembleia geral era tratada como o órgão primário, podendo passar instruções ao “Aufsichtsrat”. Foi apenas com a lei acionária de 1937 que os poderes dos acionistas foram restringidos e que tais instruções pela assembleia foram abolidas do sistema legal das grandes companhias alemãs⁵⁰⁶.

É interessante notar a existência de um acordo de controle (ou acordo de dominação), chamado de “Beherrschungsvertrag”, regulado pela legislação atinente aos grupos de companhias (“Konzernrecht”). Esse acordo serve para assegurar a influência da companhia controladora sobre a administração (especificamente a diretoria, não envolvendo o conselho)

⁵⁰³ DAVIES, Paul. *Introduction to Company Law*. 2^a edition. Oxford University Press. 2010, p. 182-184.

⁵⁰⁴ CARVALHOSA. *Comentários...*, v. 2, p. 17.

⁵⁰⁵ UK Corporate Governance Code, 2014, p. 7.

⁵⁰⁶ ROTH, Markus. *Corporate Boards in Germany*. Corporate Boards in Law and Practice: A Comparative Analysis in Europe. Editado por Paul Davies, Klaus Hopt, Richard Nowak e Gerard Van Solinge. 2013, Oxford, p. 319-320.

das companhias controladas⁵⁰⁷. Por esse acordo, a companhia controladora poderá emitir instruções para a diretoria da companhia controlada (§ 308, (1), AktG), que deverá ser observada por esta, a menos que a instrução seja manifestamente contrária ao interesse da companhia controladora, controlada ou companhias afiliadas do mesmo grupo (§ 308, (2), AktG). Os representantes legais da controladora, nesse caso, serão responsáveis perante a companhia controlada por quaisquer danos daí resultantes (§ 309, (2), AktG). Os executivos da companhia controlada também poderão ser responsabilizados, em adição à responsabilização dos representantes legais da controladora, caso atuem em violação dos seus deveres (§ 310, (1), AktG)⁵⁰⁸.

Fora do âmbito do grupo de sociedades, a lei alemã não prevê expressamente a questão da vinculação ora analisada. Mas há uma imputação de responsabilidade curiosa. Conforme § 117 da terceira seção, qualquer pessoa que influenciar um membro do conselho para que este atue em prejuízo da companhia ou de seus acionistas será responsabilizada perante a companhia pelos danos causados juntamente com o administrador faltoso (§ 117, (1) e (2), AktG). O administrador não será responsabilizado se tiver agido em cumprimento à resolução proveniente da assembleia geral de acionistas, em matéria que não invada sua seara de competência, entretanto, nada é expresso quanto a acordos de acionistas (§ 117, (2), 3, AktG).

Outra previsão igualmente interessante é a impossibilidade de os acionistas votarem conforme determinação dos administradores ou de terceiros (§ 136, (2), AktG), ou seja, é a vedação do caminho inverso da vinculação que temos no Brasil.

Por fim, não podemos deixar de comentar, segundo Roth e Kindler, que os administradores alemães têm um dever geral de agir no interesse da companhia ('zum Wohle der Gesellschaft zu handeln')⁵⁰⁹, similar ao nosso dever de independência, previsto expressamente no § 93, (1), 2, AktG (aplicável por determinação do § 116 aos membros do "Aufsichtsrat"), que deve sempre pautar sua atuação.

⁵⁰⁷ ROTH. *Corporate Boards in Germany*..., p. 263.

⁵⁰⁸ *German Stock Corporation Act (Aktiengesetz)*, Traduzido para o Inglês, outubro de 2013, Norton Rose Fulbright, Disponível em: <<http://www.nortonrosefulbright.com/files/german-stock-corporation-act-109100.pdf>> Acesso em: out. 2015.

⁵⁰⁹ ROTH, Günter H; KINDLER, Peter. *The Spirit of Corporate Law: Core Principles of Corporate Law in Continental Europe*, Editora Beck, 2013, p. 76.

3.7.5 Itália

O sistema administrativo italiano é bastante complexo. Desde a “Riforma Vietti”, da lei n. 3666 de 3 de outubro de 2001, é possível organizar a administração das “società per azioni” italianas em três diferentes formas: (i) sistema tradicional, em que os administradores (“amministratori”), responsáveis pela gestão, são eleitos pela assembleia (“assemblea dei soci”), nesse caso, se forem mais de dois, formarão um órgão colegiado (“consiglio d’amministrazione”), e, se for composto apenas um, será um administrador único (“amministratore unico”), em ambos os casos o(s) administrador(es) poderá(ão) delegar funções a um comitê executivo (“comitato esecutivo”) – esse sistema é caracterizado por uma “assemblea dei soci” forte em relação aos órgãos administrativos; haverá também nesse modelo um conselho de monitoramento (“collegio sindacale”) que monitorará a gestão em relação ao cumprimento da lei e do estatuto social; (ii) sistema dual, constituído por um órgão de gestão (“consiglio di gestione”) e um órgão de supervisão da gestão (“consiglio di sorveglianza”) – esse sistema é caracterizado por um “consiglio di sorveglianza” forte e uma “assemblea dei soci” fraca; e (iii) sistema monista, composto por apenas um órgão de administração (“consiglio di amministrazione”), em que ao menos um terço de seus membros devem ser membros independentes, há também um comitê de controle da gestão (“comitato per il controllo sulla gestione”) que atua para monitorar a adequação da estrutura organizacional da companhia, sua administração e prestação de contas – esse sistema é caracterizado por uma “assemblea dei soci” forte⁵¹⁰.

Vergueiro afirma não haver disposição expressa sobre a possibilidade de vinculação da administração a acordo de acionistas⁵¹¹.

No entanto, Farenga sustenta ser possível e válido um acordo que vincule administrador de uma companhia, ou seja, um acordo no qual este se comprometa a votar no ‘consiglio di amministrazione’ ou no ‘comitato esecutivo’ segundo diretrizes emanadas pelos sócios. Contudo, salienta que tal pacto seria ineficaz perante a companhia, podendo os administradores em questão não lhe dar cumprimento, caso a lei ou os princípios derivados do cargo que ocupam assim lhes exigirem. Ademais, a responsabilidade do administrador que seguir a orientação dos acordantes não poderia ser afastada em razão de tal vinculação⁵¹².

⁵¹⁰ ROTH. KINDLER. *The spirit...*, p. 88-92.

⁵¹¹ VERGUEIRO. *Acordos de Acionistas*, p. 203.

⁵¹² FARENGA, Luigi. *I Contratti Parasociali*. Milano, Giuffrè Editore, 1987, destacam-se os seguintes trechos: “D'altra parte, come si è visto trattando il problema del conflitto di interessi, la convenzione rimarrà inefficace (ma non nulla) qualora la sua attuazione dovesse comportare il venir agli obblighi imposti dalla legge

Libonati entende ser lícito um acordo que vincule a atuação de um administrador, tratando-se, a seu ver, de promessa de fato de terceiro, no entanto, ressalva que nenhum comportamento poderá ser formalmente cobrado dos administradores, pois os administradores não devem atuar em conformidade com o interesse social, e são livres para atuar nesse sentido⁵¹³.

Segundo Adamek, os administradores italianos têm os seguintes deveres: (i) não concorrer com a companhia (art. 2390 do “Codice Civile”); (ii) informar os órgãos administrativos e se abster de votar em hipótese de conflito de interesses (art. 2391 do “Codice Civile”); e (iii) dever geral de vigilância e dever de diligência, que deve observar a natureza de sua função e de sua específica competência (“dalla natura dell’incarico e dalle loro specifiche competenze”)⁵¹⁴.

O Código de Governança Corporativa italiano (“Codice di Autodisciplina”), de julho de 2015, emitido pelo “Comitato per la Corporate Governance”, refere que independência de julgamento é exigida de todos os administradores, tanto aqueles chamados de executivos quanto os não-executivos, em decorrência dos deveres e direitos relacionados ao exercício do seu cargo⁵¹⁵.

Assim, verifica-se que na Itália, embora seja possível a vinculação de administradores a acordos de acionistas, em primeiro lugar, ela seria ineficaz em relação à companhia; em segundo lugar, o administrador poderia não dar cumprimento ao acordo ou à orientação proveniente do acordo, no caso de tal orientação contrariar a lei, o estatuto ou os deveres decorrentes do cargo; e, em terceiro lugar, tal prática não é recomendada pelo

all'organo in oggetto o un conflitto con l'interesse della società. Se, nonostante ciò, l'amministratore o il sindaco si attenesse alla convenzione, tale comportamento sarebbe eventualmente motivo di responsabilità dello stesso; ma ciò è altra cosa rispetto alla nullità della convenzione.”(p. 346). E, “L'accordo è sostanzialmente lecito, potendo comunque l'amministratore violarlo qualora la legge o i principi derivante dalla carica stessa glielo impongano. In altre parole un riconoscimento di liceità non può essere ostacolato dal timore che l'amministratore, per evitare una responsabilità derivante dalla violazione dell'accordo, agisca in modo difforme da ciò che il suo ufficio gli imporrebbe” (p. 350).

⁵¹³ LIBONATI, Bernardino. *Il Problema della validità dei sindacati di voto: situazione attuale e prospettive*. In: *Sindacati di voto e sindacati di blocco*. Editado por Franco Bonelli e Pier Giusto Jaeger. Giuffrè Editore, Milão, 1993, p. 21. Confira-se o excerto: “Certamente, nessun comportamento potrà essere formalmente preteso dagli amministratori; i soci sindacati hanno nella sostanza garantito il comportamento degli amministratori da loro prescelti, ma questi sono liberi stante la loro discrezionalità in ordine alla gestione societaria, nella consapevole e responsabile tutela dell'interesse sociale. Si tratta dunque della promessa del fatto di un terzo, come tale consentita, anzi regolata dalla legge. L'efficacia del patto è evidentemente limitata, ma in quell'ambito non è contestabile”.

⁵¹⁴ ADAMEK. *Responsabilidade...*, p. 69.

⁵¹⁵ Comitato per la Corporate Governance, Codice di Autodisciplina, 2015, Art. 3, p. 16: “L’indipendenza di giudizio è un atteggiamento richiesto a tutti gli amministratori, esecutivi e non esecutivi: l’amministratore consapevole dei doveri e dei diritti connessi alla propria carica opera sempre con indipendenza di giudizio.”

código de governança corporativa italiano, que afirma que todos os administradores devem exercer um julgamento independente sobre suas atribuições.

3.7.6 França

O sistema francês admite tanto o modelo unitário quanto o dual de administração.

O modelo unitário é o mais utilizado, originário da “Loi du 16 novembre 1940 Sociétés Anonymes”, confirmado pela “Loi n°66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales”, e consiste em apenas um órgão de administração: o “conseil d’administration”.

O modelo dual, inspirado no sistema legal alemão, originou-se na “Loi n°66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales” e consiste em dois órgãos de administração: um órgão executivo (“directoire”), responsável pela gestão da companhia, e um órgão de supervisão da gestão (“conseil de surveillance”).

É bastante similar ao sistema brasileiro, com a diferença de que não há obrigatoriedade de utilização do modelo dual para as companhias abertas, como exigido pela Lei das S/A.

Segundo Silva, “A França ainda não regula as convenções de voto em sua legislação”⁵¹⁶.

Embora a legislação francesa não se refira expressamente sobre o tema da vinculação, a AFED/MEDEFF, aborda essa questão pela ótica do “conflito de interesse” eventualmente existente para o administrador que tenha sido nomeado por acordos de acionistas, evitando que este decida em favor daqueles acordantes que o elegeram⁵¹⁷.

Segundo o artigo 9.5 do Código de Governança Corporativa, emitido em 2013, se os acionistas que indicaram um administrador (“administrateur”, incluindo membros do conselho) tiverem mais de 10% dos votos ou das ações da companhia, o conselho (“conseil”) deverá sistematicamente rever, mediante relatório do comitê de nomeação (“comité des nominations”), o seu estado de independência, com a finalidade de verificar potencial conflito de interesse (“conflit d’intérêts potentiel”). É possível, não obstante, que um

⁵¹⁶ SILVA. *Limites...*, p. 74.

⁵¹⁷ PIETRANCOSTA, Alain. DUBOIS, Paul-Henri. GARÇON Romain. *Corporate Boards in France. Corporate Boards in Law and Practice: A Comparative Analysis in Europe*. Editado por Paul Davies, Klaus Hopt, Richard Nowak e Gerard Van Solinge. 2013, Oxford, p. 206: “In addition, in April 2011, the AFEP/MEDEF ethics committee issued a guide designed to help directors to prevent and deal with conflict of interest, in particular directors with vested interests (eg. directors appointed by employees or by certain shareholders in accordance with a shareholders’ agreement) are more clearly exposed to conflict of interest.”

administrador, representando acionistas majoritários, seja considerado independente (e, assim, alheio à hipótese de “conflito de interesse”), caso tais acionistas não participem do controle⁵¹⁸.

Pode-se observar, desta situação, que há uma preocupação, embora não prevista na legislação, de se evitar que membros do “conseil” indicados por acionistas controladores, mediante acordo de acionistas, ou não, tomem decisões em conflito de interesse, repercutindo na avaliação da sua independência.

Ademais, os administradores (incluindo os membros do “conseil de surveillance”) possuem diversos deveres para com a companhia (e, perante “shareholders” e “stakeholders”): (i) dever de observar a lei e o estatuto; (ii) tomar decisões no interesse da companhia; (iii) agir de boa-fé e razoável cuidado, técnica e diligência; (iv) evitar conflitos de interesse; e (v) divulgar qualquer interesse em uma transação ou acordo relacionado com a companhia⁵¹⁹.

Daí se extrai que os acordos de acionistas não poderiam vincular a atuação dos membros por eles eleitos, primeiro porque os membros do “conseil” devem atuar sempre no interesse da companhia (que não se confunde com o dos acionistas que o elegeram); e, segundo, porque devem evitar situações de conflito de interesse.

3.7.7 Estados Unidos

Nos Estados Unidos, o modelo de administração é unitário, sendo que a gestão, supervisão da gestão e a tomada de decisões estratégicas da companhia são concentradas no mesmo órgão, o “board of directors”. Por se tratar de sistema de capital disperso, é muito comum, dentre as grandes companhias, que o controle seja exercido pela gestão, pelo “management” (controle gerencial)⁵²⁰.

⁵¹⁸ AFEP- Association Française des Entreprises Privées e MEDEF - Mouvement des Entreprises de France, *Corporate Governance Code*. Jun-2013, p. 9: “9.5. Des administrateurs représentant des actionnaires importants de la société ou de sa société mère peuvent être considérés comme indépendants dès lors que ces actionnaires ne participent pas au contrôle de la société. Toutefois, au-delà d’un seuil de 10 % en capital ou en droits de vote, le conseil, sur rapport du comité des nominations, doit s’interroger systématiquement sur la qualification d’indépendant en tenant compte de la composition du capital de la société et de l’existence d’un conflit d’intérêts potentiel.”

⁵¹⁹ PIETRANCOSTA. DUBOIS. GARÇON. *Corporate Boards in France...*, p. 211.

⁵²⁰ Segundo SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*, 2ª ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 195/196, o processo de eleição dos membros do “board of directors” nos Estados Unidos é bastante complexo. Nele o comitê de nomeação do conselho indica um conjunto de nomes recomendados pela companhia (a “chapa da administração”) que é enviado aos acionistas, solicitando procurações de votos. Se os acionistas quiserem sugerir outros nomes, devem adotar dois procedimentos: (i) sugerir candidatos para o comitê de nomeação; (ii) desafiar, às suas expensas a chapa da administração lançando campanha para coletar procurações de voto (“proxy contest”). Ambos os casos geram

O “board of directors” americano possui um espectro de poderes e responsabilidades extremamente amplo, e, a partir da década de 1970, seu papel como órgão atuante e supervisor da gestão tem se ampliado bastante⁵²¹.

Nesse sistema, existe a possibilidade de o acordo de acionistas vincular a atuação dos administradores. O “Model Business Corporation Act” possibilita que a unanimidade de acionistas de uma companhia celebre um acordo de acionistas restringindo ou eliminando o “board of directors”⁵²².

A “New York Business Corporation Law” possui previsão semelhante, na § 620 (b), permitindo que acionistas estipulem acordos que restrinjam a atuação dos “directors”, desde que: seja por unanimidade, estiverem estipulados no estatuto da companhia, sejam notificados todos os acionistas que vierem a participar da companhia, a companhia não⁵²³.

A “Delaware General Corporation Law” também prevê, na § 350, a possibilidade de acordos de acionistas restringindo a atuação dos “directors”. Nesse caso, o acordo não precisa ser celebrado pela unanimidade dos acionistas, bastando que seja firmado pela maioria. Os signatários que então restringirem ou interferirem os poderes dos “directors”

poucos resultados. Recentemente, por pressão de investidores institucionais, tem-se adotado o voto por maioria (“majority voting”), segundo o qual o candidato deve obter ao menos a maioria simples dos votos computados na assembleia para poder assumir ou permanecer no cargo, caso contrário, deverá solicitar sua demissão ao conselho.

⁵²¹ CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*, 13ª impressão, Aspen Law & Business, 1986, p. 105-108.

⁵²² Vide a Section 7.32. do Model Business Corporation Act: “Chapter 7, § 7.32 (e): An agreement authorized by this section that limits the discretion or powers of the board of directors shall relieve the directors of, and impose upon the person or persons in whom such discretion or powers are vested, liability for acts or omissions imposed by law on directors to the extent that the discretion or powers of the directors are limited by the agreement”. Sobre a necessidade da unanimidade, vide item (b) dessa seção: “(b) An agreement authorized by this section shall be: (1) set forth (A) in the articles of incorporation or bylaws and approved by all persons who are shareholders at the time of the agreement or (B) in a written agreement that is signed by all persons who are shareholders at the time of the agreement and is made known to the corporation;”

⁵²³ Confira-se o excerto da § 620. “Agreements as to voting; provision in certificate of incorporation as to control of directors: (a) An agreement between two or more shareholders, if in writing and signed by the parties thereto, may provide that in exercising any voting rights, the shares held by them shall be voted as therein provided, or as they may agree, or as determined in accordance with a procedure agreed upon by them. (b) A provision in the certificate of incorporation otherwise prohibited by law because it improperly restricts the board in its management of the business of the corporation, or improperly transfers to one or more shareholders or to one or more persons or corporations to be selected by him or them, all or any part of such management otherwise within the authority of the board under this chapter, shall nevertheless be valid: (1) If all the incorporators or holders of record of all outstanding shares, whether or not having voting power, have authorized such provision in the certificate of incorporation or an amendment thereof; and (2) If, subsequent to the adoption of such provision, shares are transferred or issued only to persons who had knowledge or notice thereof or consented in writing to such provision. (c) A provision authorized by paragraph (b) shall be valid only so long as no shares of the corporation are listed on a national securities exchange or regularly quoted in an over-the-counter market by one or more members of a national or affiliated securities association.” Disponível em: <<http://codes.findlaw.com/ny/business-corporation-law/bsc-sect-620.html>> Acesso em: set.2015.

gestão ficarão responsáveis pelos atos e omissões decorrentes do acordo, isentando os “directors”, como na § 7.32 do MBCA⁵²⁴.

De maneira semelhante, mas mais forte e ampla, o “Minnesota Business Corporation Act” prevê na § 302A.457 um acordo de acionista de controle (“Shareholder Control Agreements”), que permite aos acionistas controlar qualquer fase do negócio e assuntos da companhia, sua liquidação e dissolução, bem como praticamente qualquer assunto relacionado à gestão. Também requer unanimidade dos acionistas, arquivamento na sede da companhia e notificação a novos acionistas e interessados. O “board of directors” fica isento de responsabilidade quanto às matérias deliberadas pelos acionistas⁵²⁵.

Tendo em vista a dispersão acionária existente nas companhias abertas americanas, dificilmente tais acordos seriam utilizados em nível do mercado de capitais, seja por serem especificamente vedados para companhias abertas, como no caso do “Delaware General Corporation Law”, seja por estipular-se a necessidade de unanimidade ou de maioria dos acionistas, como nos demais casos.

Segundo Clark, os tribunais americanos têm negado a possibilidade de acionistas guiar ou ordenar os “directors” a seguir uma determinada prática ou política de negócio de

⁵²⁴Confira-se o excerto da § 350: “Agreements restricting discretion of directors. A written agreement among the stockholders of a close corporation holding a majority of the outstanding stock entitled to vote, whether solely among themselves or with a party not a stockholder, is not invalid, as between the parties to the agreement, on the ground that it so relates to the conduct of the business and affairs of the corporation as to restrict or interfere with the discretion or powers of the board of directors. The effect of any such agreement shall be to relieve the directors and impose upon the stockholders who are parties to the agreement the liability for managerial acts or omissions which is imposed on directors to the extent and so long as the discretion or powers of the board in its management of corporate affairs is controlled by such agreement”. Disponível em: <http://www.lexisnexis.com/documents/pdf/20080618091347_large.pdf> Acesso em: set.2015.

⁵²⁵Confira-se o excerto da § 302A.457: “Shareholder Control Agreements.Subdivision 1.**Authorized.** A written agreement among the shareholders of a corporation and the subscribers for shares to be issued, relating to the control of any phase of the business and affairs of the corporation, its liquidation and dissolution, or the relations among shareholders of or subscribers to shares of the corporation is valid and specifically enforceable as provided in subdivision 2. The agreement may also include as parties persons who are neither shareholders nor subscribers. Subd. 2.**Method of approval; enforceability; copies.** (a) A written agreement as described in subdivision 1 that relates to the control of or the liquidation and dissolution of the corporation, the relations among the shareholders and subscribers, or any phase of the business and affairs of the corporation, including, without limitation, the management of its business, the declaration and payment of distributions, the election of directors or officers, the employment of shareholders and others by the corporation, or the arbitration of disputes, is valid and specifically enforceable, if the agreement is signed by all persons who, on the date the agreement first becomes effective, are then the shareholders of the corporation, whether or not the shareholders all have voting shares, and the subscribers for shares, whether or not voting shares, to be issued. A written agreement as described in subdivision 1 may provide for its amendment through nonunanimous means. (...)Subd. 3.**Liability.** The effect of an agreement authorized by this section is to relieve the board and the director or directors in their capacities as directors of, and to impose upon the parties to the agreement, the liability for acts or omissions imposed by law upon directors to the extent that and so long as the discretion or powers of the directors in the management of the business and affairs of the corporation are exercised by the shareholders under a provision in the agreement. A shareholder is not liable pursuant to this subdivision by virtue of a shareholder vote, if the shareholder had no right to vote on the action.” Disponível em: <<https://www.revisor.mn.gov/statutes/?id=302A.457>> Acesso em: set. 2015.

companhias abertas⁵²⁶. O principal motivo é que permitir que os acionistas votem matérias da administração atenta contra uma das características nucleares da companhia, qual seja, a centralização da administração. Outro motivo, é que tais acordos poderiam prejudicar ou contrariar o interesse de investidores⁵²⁷.

Mesmo em companhias fechadas, as cortes americanas têm admitido tal vinculação apenas em casos em que não haja prejuízo a credores, à companhia ou a demais acionistas, nem violação ao estatuto⁵²⁸.

3.7.8 Conclusão parcial do direito estrangeiro

Assim, muito embora se verifique uma variação grande entre as soluções e modelos de administração adotados pelos sistemas estrangeiros analisados, percebe-se uma tendência em tornar o conselho de administração mais profissional e desvinculado do controle ou de acordos de acionistas, no sentido contrário à solução trazida pelos §§ 8º e 9º do artigo 118, da Lei das S/A.

3.8 Conclusão do capítulo

Neste capítulo, verificamos que a inserção dos §§ 8º e 9º do artigo 118 da Lei das S/A, introduzidos pela Lei 10.303/2001, visou a possibilitar uma maior estabilidade e unicidade do controle, criando mecanismo capaz de intervir na autonomia do conselho de administração das companhias brasileiras, tolhendo a eficácia de seu voto e permitindo que outra pessoa (a “parte prejudicada”) o exerça em seu lugar.

Vimos, em estudo recente, que a consequência direta dessa previsão legal no mercado de capitais é o esvaziamento dos conselhos de administração em nossas companhias abertas.

Observamos que o interesse social não se confunde com o interesse dos convenientes, nem dos acionistas enquanto classe, sendo relevante, também, principalmente em

⁵²⁶ CLARK, *Corporate law...*, p. 94.

⁵²⁷ CLARK, *Corporate law...*, p. 781.

⁵²⁸ CLARK, *Corporate law...*, p. 783-784. O autor cita os casos “McQuade v. Stoneham and McGraw”, Nova York, 1934, em que se deixou de aplicar o acordo pois os diretores da companhia deveriam atuar de maneira independente, não estando obrigados a segui-lo; “Clark v. Dodge”, Nova York, 1936, em que foi aplicado o acordo, pois havia apenas dois acionistas, signatários do acordo, sem que houvesse prejuízo a ninguém; “Long Park Inc v. Trenton New Brunswick Theatres Co.”, Nova York, 1948, em que o acordo foi considerado inválido por violar poderes estatutários da administração; “Galler v. Galler”, Illinois, 1964, em que o acordo foi aplicado pois não havia prejuízo dos credores, companhia ou minoritários. Comenta o autor que nas décadas de 1970 e 1980, as cortes americanas passaram a ser mais amistosas a acordos de acionistas entre companhias fechadas, desde que não haja prejuízo à companhia, a terceiros ou a minoritários.

companhias abertas, de grande porte, a consideração do interesse de partes que possam afetar ou ser afetadas pelos negócios sociais (“stakeholders”). Notamos a adoção de um regime dual (ora contratualista, ora institucionalista) na Lei das S/A, destacando o caráter marcadamente institucional da atuação e dos deveres dos administradores. A partir disso, apontamos a inconsistência de parte da doutrina em confundir o interesse dos acionistas com o interesse social, na pretensa tentativa de justificar a impossibilidade de o conselheiro se recusar a seguir a orientação de voto do acordo de acionistas.

Indicamos uma forte dicotomia perante a doutrina nacional em, por um lado, se fortalecer o acionista controlador (ou grupo de controle) e, por outro, fortalecer os conselhos de administração. Demonstramos as vantagens e desvantagens em se favorecer uma ou outra posição, posicionando-nos em acordo com aqueles que enxergam no conselho órgãos profissionais, autônomos e valiosos à companhia, defendendo o seu empoderamento.

Destacamos grande oscilação na doutrina em relação aos limites e à extensão da vinculação dos conselheiros aos acordos de acionistas, principalmente tendo em vista o dever de independência e os deveres fiduciários da administração, a teoria orgânica da companhia e a natureza indelegável e insuprimível das atribuições reservadas ao conselho pela Lei das S/A, a impossibilidade de se transferir uma instância decisória da companhia, bem como as limitações do próprio acordo de sócios enquanto negócio parassocial. Sistematizamos os diversos posicionamentos doutrinários a esse respeito, refutando a aplicação irrestrita da vinculação sobre a atuação do conselho. Procuramos relacionar tais fundamentos com as lições de governança corporativa, estudadas nos capítulos primeiro e segundo, desta dissertação.

Expusemos uma série de problemas decorrentes dessa vinculação, discussões a respeito de imputação de responsabilidade aos conselheiros, extensão da vinculação à diretoria e a sociedades controladas, o papel do presidente do conselho, a definição de “parte prejudicada”, a natureza da previsão contida no §9º, os tipos de acordos de acionistas que admitiriam a vinculação, a irradiação de hipótese de conflito de interesses conselheiro em relação aos acionistas que o elegeram, e a vinculação perante sociedades anônimas abertas e fechadas.

Por último, apresentamos algumas situações similares no direito estrangeiro, concluindo que, nos países examinados, não há regra semelhante aos §§ 8º e 9º do artigo 118 para companhias abertas.

Nas linhas conclusivas que enunciaremos a seguir, faremos um apanhado geral das lições verificadas neste trabalho, harmonizando os ensinamentos verificados nos três capítulos que o compuseram.

CONCLUSÃO

A separação entre propriedade e gestão, observada por Berle e Means no clássico livro “The Modern Corporation and Private Property”, de 1932, tratou-se de um fenômeno que deu início a diversas discussões a respeito da atuação do corpo executivo das grandes companhias americanas.

ANTES

CONCEITO CLÁSSICO DE
PROPRIEDADE:

Titularidade
= Controle

ESTRUTURA EMPRESARIAL
MODERNA (MACROEMPRESA)

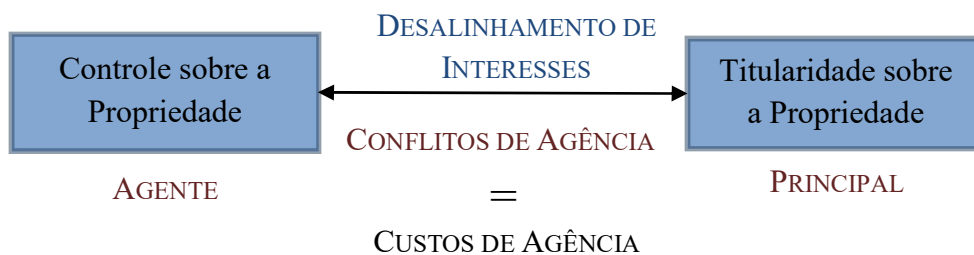
SEPARAÇÃO

DEPOIS

Controle sobre a
Propriedade

Titularidade sobre a
Propriedade

Uma dessas principais discussões foi a que deu ensejo à teoria da agência, retratada por Jensen e Meckling, em 1976, no seminal artigo “Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, cuja ideia consiste em identificar os conflitos que poderiam surgir a partir desse desalinhamento de interesses entre gestores e proprietários, bem como os custos que daí poderiam exsurgir.



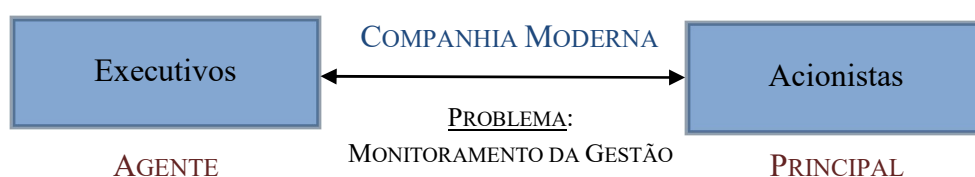
Com o desenvolvimento desta teoria, originalmente prevista para o conflito de agência entre executivos e acionistas, comum em países com estrutura de capital dispersa,

outro conflito, típico de países de estrutura de capital concentrado, foi identificado, vale dizer, aquele entre acionistas controladores e não-controladores.

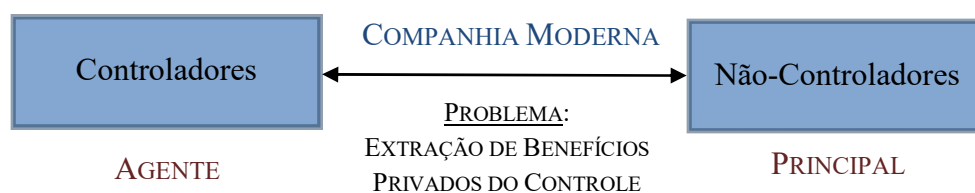
O mercado de capitais brasileiro caracteriza-se por esse modelo de estrutura de capital concentrado, em que o problema de agência identificado assemelha-se mais com aquele verificado nos países da Europa continental, que é chamado pela doutrina de expropriação de benefícios privados do controle, em detrimento daqueles acionistas que não participam do controle.

CONFLITOS DE AGÊNCIA

SISTEMA DE CAPITAL DISPERSO:



SISTEMA DE CAPITAL CONCENTRADO (BRASIL):



De acordo com as pesquisas analisadas, o Brasil é um dos países com maior nível de expropriação, o que revela a ineficiência de nosso sistema de concentração acionária.

Um sistema efetivo de governança, internamente, tende a aprimorar as decisões empresariais e aumentar a probabilidade de cumprimento das regras, reduzindo a chance de aparecerem surpresas negativas; enquanto que, externamente, proporciona maior transparência e direitos aos investidores, tornando as companhias mais atraentes perante o mercado de capitais. Assim, a um só tempo, um sistema efetivo de governança aumenta o fluxo de caixa livre para a empresa e reduz o custo médio ponderado de capital, aumentando o valor das companhias.

Seja em sistemas de capital disperso ou de capital concentrado, há convergência dos sistemas administrativos quanto à separação de funções de supervisão e de estratégia, de funções executivas, tanto no modelo monista, em que há uma segregação interna mediante delegação de atribuições, quanto no modelo dual de administração, em que há uma segregação orgânica, com atribuições decorrentes de lei.

O conselho de administração recebeu posição de destaque perante o surgimento e evolução da governança corporativa, assumindo este órgão o papel de guardião das práticas de governança, no sentido de servir de elo e considerar tanto o interesse dos acionistas quanto dos demais “stakeholders”, exercer uma supervisão eficiente da gestão, evitar decisões em conflito de interesse, participar da formulação de estratégias no intuito de guiar a companhia a maximizar valor no longo prazo.

Um papel-chave do conselho verificado em governança corporativa é sua atuação como mediador do conflito de agência entre acionistas enquanto classe e executivos responsáveis pela gestão da companhia, nos sistemas de capital disperso, e entre acionistas controladores e não-controladores, em sistemas de capital concentrado, reduzindo os custos de agência decorrente dessas relações, fiscalizando e orientando a gestão e evitando a tomada de decisões em conflito de interesse.



Dentre as reconhecidas boas práticas de governança corporativa, apontamos a indicação de membros independentes para integrar o conselho de administração (“trusteeship strategy”), sendo tal independência especialmente requerida em comitês-chave, o que sugere destacada valorização do exercício de um julgamento independente sobre os assuntos da companhia.

A inserção dos §§ 8º e 9º do artigo 118 da Lei das S/A em nada contribuiu para a formação de conselhos de administração proativos, estratégicos e fiscalizadores, muito pelo contrário, os aludidos dispositivos cancelaram a criação de conselhos de administração submissos e ineficientes, limitados pela vontade do acionista controlador ou grupo de controle.

Existem diversas interpretações dos §§ 8º e 9º que, em relação aos deveres expostos nos artigos 153, 154, *caput* e § 1º, 155 e § 2º do artigo 118, o artigo 154, §1º, bem como o

sistema de competências dos artigos 122, 142 e 139 da Lei das S/A, conduzem-nos a um verdadeiro emaranhado de orientações doutrinárias.

Vimos que acordo de acionistas não pode contrariar o interesse social; que a Lei das S/A estabeleceu sistema dúplice, incorporando tanto aspectos das teorias contratuálistas, quanto das teorias institucionais; que o caráter institucional do interesse social presente em determinada companhia aumenta proporcionalmente conforme o tamanho e o impacto da companhia no mercado, sociedade e ambiente em que atua; que a atuação do administrador possui caráter marcadamente institucional e deve ser sempre direcionada ao atendimento do interesse da companhia, levando-se em conta tanto o interesse dos acionistas quanto dos demais “stakeholders”.

Verificamos uma acentuada dicotomia perante a doutrina, em, por um lado, fortalecer os acionistas controladores (e, conseqüentemente, a favor da vinculação) e, por outro, fortalecer os conselhos de administração (e, conseqüentemente, contra a vinculação). Destacamos os seguintes argumentos:

FAVORÁVEIS À VINCULAÇÃO

- Existe uma estrutura hierarquizada de tomada de decisões nas companhias. O órgão que fica ao topo dessa estrutura é a assembleia geral, superior aos demais.
- A convenção de voto não infringiria o interesse social, pois este corresponderia ao interesse dos sócios controladores (signatários das convenções de voto de controle), que, ao fim e ao cabo, têm predominância sobre as deliberações assembleares, conforme a estrutura hierarquizada da companhia.
- O controlador possui um poder-dever de controle, devendo realizar o objeto social da companhia e cumprir sua função social.
- O controlador exerce influência natural sobre a administração da companhia, podendo eleger e destituir conselheiros, não havendo se falar em verdadeira independência e autonomia do conselho.
- O acordo de acionistas (de controle) foi estruturado pelo legislador brasileiro de forma a criar uma nova instância, anterior à instância societária propriamente dita, para predeterminação do voto, a ser seguido pela administração da companhia.
- Os §§ 8º e 9º do art. 118 visam a garantir estabilidade e unicidade ao controle, reconhecendo o papel e responsabilidades do poder-dever de controle.
- O favorecimento do controle proporciona companhias mais ágeis e eficientes, tendo em vista que o acionista ou grupo de controle naturalmente exerce uma função de

“supervisão” da gestão, havendo um alinhamento de incentivos entre o acionista controlador e os não-controladores.

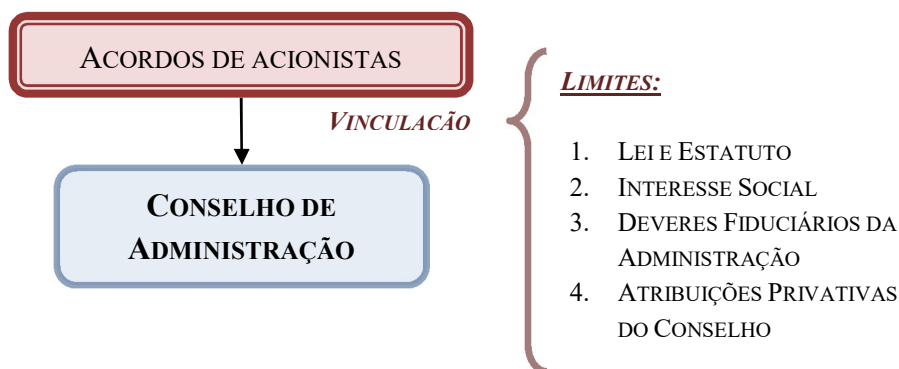
CONTRÁRIOS À VINCULAÇÃO

- A vinculação dos conselheiros aos acordos de acionistas não prestigia a evolução do papel do conselho como força mediadora do conflito de agência entre acionistas controladores e não-controladores, característico de sistemas de capital concentrado.
- A vinculação atenta para uma versão apenas contratualista do interesse social, desconsiderando o caráter institucionalista dos deveres da administração e da própria natureza de grandes companhias abertas (art. 154).
- A estruturação orgânica da companhia decorre de lei, e, ainda que apresente hierarquia entre os órgãos sociais de uma companhia, não pode o estatuto ou acordo de acionistas redistribuir as atribuições conferidas por lei a cada órgão, que são indelegáveis e insuprimíveis (arts. 122, 139, 163, §7º) (teoria organicista).
- Pelo princípio da tipicidade societária, os acordos não podem alterar as instâncias decisórias societárias.
- A própria natureza parassocial dos acordos de acionistas impede que produzam efeitos contrariamente à lei e ao estatuto ou que tenham por objeto voto de verdade.
- Ao subtrair a independência funcional dos membros do conselho, o acordo afeta também a responsabilidade pelo voto, que é pessoal e intransferível.
- O conselheiro não pode privilegiar os interesses dos acionistas que o elegeram em detrimento do interesse social, pois violaria seu dever de independência (art. 154, §1º).
- O dever de independência está ligado ao cumprimento dos deveres fiduciários da administração, sendo da própria essência desses deveres, que se destinam, primeiramente, à companhia.
- O exercício das atribuições dos membros do conselho pressupõe uma conduta diligente e leal à companhia (arts. 153 e 155), o que só pode ser observado se seus membros atuarem de maneira independente daqueles que o elegeram.
- A própria origem do sistema dual de administração pressupõe uma atuação independente segregando-se as atividades de gestão da supervisão da gestão.
- A vinculação contraria as melhores práticas de governança corporativa e seu esforço revitalizador e profissionalizante ao órgão.
- A utilização dos §§8º e 9º está acarretando o esvaziamento das funções dos conselhos, impedindo atribuições importantes relacionadas à estratégia da companhia e à supervisão da gestão (art. 142, I e III).

Demonstramos seis posicionamentos doutrinários sobre o tema:

POSICIONAMENTO DOUTRINÁRIO	
EM RELAÇÃO À COMPATIBILIDADE DA VINCULAÇÃO COM O DEVER DE INDEPENDÊNCIA	o conselheiro deve cumprir a orientação do acordo, pois este necessariamente está em consonância com o interesse social
	o conselheiro não deve cumprir a orientação do acordo, caso esta seja contrária aos seus deveres ou ao interesse social
	a vinculação do conselheiro ao acordo não é compatível com o dever de independência, gerando indesejada antinomia entre os respectivos dispositivos legais (arts. 118, §§ 8º e 9º e 154, §1º)
QUANTO À TEORIA ORGANICISTA E À INVASÃO DE ATRIBUIÇÕES PERTENCENTES AO CONSELHO	inexiste óbice à vinculação, eis que a assembleia é o órgão soberano para deliberar a respeito de qualquer assunto do interesse da companhia, inclusive aqueles que tocam ao conselho;
	apenas matérias que não sejam da competência exclusiva do conselho de administração podem ser objeto de vinculação
	conforme a teoria orgânica da companhia, não pode haver vinculação de nenhuma matéria atribuída ao conselho

Em vista das questões analisadas, constatamos que a vinculação de membros do conselho de administração a acordos de acionistas não é absoluta e irrestrita, identificando quatro principais regras limitadoras à vinculação: (1ª) o administrador não deverá seguir orientação contrária à lei ou ao estatuto social; (2ª) o administrador deverá votar sempre em conformidade com o interesse social, conforme sua convicção a respeito do que seria melhor para a companhia, seus acionistas e “stakeholders”; (3ª) o voto a ser proferido pelo administrador não poderá implicar em descumprimento de seus deveres fiduciários; e (4ª) a orientação de voto não poderá versar sobre matérias que correspondam às atribuições privativas do conselho.

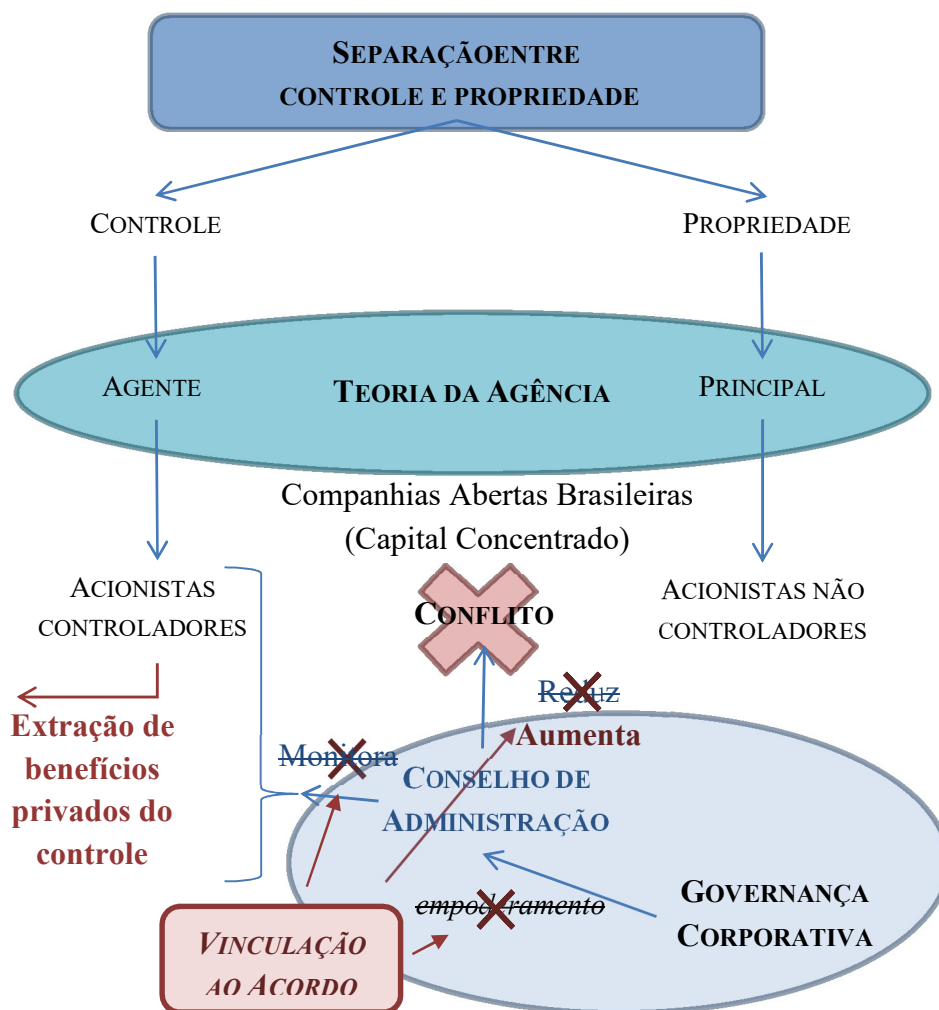


Entendemos que, na hipótese de o conselheiro receber uma orientação de voto de acordo de acionistas que contrarie alguma dessas regras limitadoras, o administrador deverá recusá-la, fazendo constar em ata os motivos pelos quais a orientação foi recusada.

Expusemos uma série de problemas decorrentes dessa vinculação, discussões a respeito de imputação de responsabilidade aos conselheiros, extensão da vinculação à diretoria e a sociedades controladas, o papel do presidente do conselho, a definição de “parte prejudicada”, a natureza da previsão contida no §9º, os tipos de acordos de acionistas que admitiriam a vinculação, a irradiação de hipótese de conflito de interesses do conselheiro em relação aos acordantes que o elegeram, e a vinculação perante sociedades anônimas abertas e fechadas.

Apontamos que regra insculpida nos §§8º e 9º do artigo 118 da Lei das S/A não prestigia (e até mesmo infringe): (i) a teoria organicista da companhia; (ii) aos limites de validade e eficácia dos acordos de acionistas; (iii) os deveres fiduciários do conselheiro (incluindo-se o dever de independência da administração); (iv) o princípio da tipicidade societária; (v) o sistema de responsabilidades da administração; e, (vi) o papel atribuído ao conselho em governança corporativa.

Expusemos que a vinculação impede que o conselho de administração atenuie o conflito de agência entre acionistas controladores e não-controladores, impossibilitando a redução ou monitoramento da extração de benefícios privados do controle pelo controlador ou comunhão de controle (que, no caso brasileiro, é acentuada), conforme organograma abaixo:



Portanto, entendemos que a vinculação: (i) interfere na autonomia do conselho, deixando seus membros submissos ao controle e gerando ineficiência à supervisão da gestão e definição estratégica de longo prazo da companhia; (ii) enseja sérias dúvidas quanto à compatibilidade entre o dever de independência da administração (art. 154, §1º, Lei das S/A) e a necessidade de seguir a orientação do acordo, bem como aos deveres fiduciários da administração (arts. 153 e 155); (iii) atenta contra a teoria orgânica da companhia, pondo em risco o sistema de atribuições indelegáveis e insuprimíveis decorrentes de lei (arts. 139 e 142); (iv) parte de premissa equivocada de que o acordo de acionistas estaria necessariamente em conformidade com o interesse social e desconsidera o caráter institucional do interesse social a ser perseguido pela administração (art. 154), que deve considerar não só o interesse dos acionistas, como o interesse dos demais “stakeholders”; (v) transfere para instrumento parassocial instância decisória atribuída a órgão social, violando o princípio da tipicidade societária; (vi) permite que um terceiro (a “parte prejudicada” do § 9º) exerça o voto pelo conselho recalcitrante, em inobservância aos requisitos (art. 147,

§§ 1º, 2º e 3º), à solenidade de eleição dos conselheiros (arts. 122, II e 132, III) e ao sistema de imputação de responsabilidade aos conselheiros (art. 158); (vii) ultrapassa os limites de validade e eficácia dos acordos de acionistas, abrangendo pessoas que não participaram do pacto, e objetos (como voto de verdade) não permitidos para o acordo; e (viii) aumenta o conflito existente entre acionistas controladores e não-controladores, propiciando um agravamento dos níveis de expropriação de benefícios privados do controle.

Assim, acreditamos que melhor solução seria retirar do texto legal dos §§8º e 9º quaisquer expressões que caracterizem a referida vinculação em relação aos órgãos da administração.

Dessa feita, cumpre-nos, nessas linhas finais, subscrever a sugestão de alteração da redação dos §§8º e 9º do IBGC, proposta na Carta Diretriz nº 1, para enfatizar a independência da atuação dos membros do conselho, retirando, do aludido dispositivo legal, a possibilidade de vinculação em relação à administração:

A redação proposta para os referidos dispositivos é a seguinte:

‘§ 8º O presidente da Assembleia não computará o voto proferido com infração a acordo de acionistas devidamente arquivado. § 9º O não-comparecimento à Assembleia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte do acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissa, sem prejuízo da eventual responsabilização pela omissão’.

BIBLIOGRAFIA

ABBUD, André de Albuquerque Cavalcanti. *Execução específica dos acordos de acionistas*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

AFONSO, Daniela Gomes. *Acordo de acionistas que vinculam membros do Conselho de Administração*. Dissertação de Mestrado. São Paulo, Faculdade de Direito da USP, 2005.

AKERLOF, George A. "The market for" lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The quarterly journal of economics*, p. 488-500, 1970.

AMENDOLARA, Leslie. A influência dos acordos de acionistas na gestão das empresas de capital aberto. *Revista do Instituto dos Advogados de São Paulo*, São Paulo, v.6, n.11, p. 488-500, jan.-jun. 2003.

ARAGÃO, Paulo Cezar. A Disciplina do Acordo de Acionistas na Reforma da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 10.303/01). In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, p. 367-384, 2002.

ASCARELLI, Tullio. *Panorama geral do direito comercial*. Sorocaba: Editora Minelli, 2007.

_____. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1969.

_____. *Studi in Tema di Società*. Milano: Editore Dott. A. Giuffrè, 1952.

ASSIS, Araken de; ANDRADE, Ronaldo Alves de; ALVES, Francisco Glauber Pessoa. *Comentários ao código civil brasileiro, v. 5: do direito das obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

BARBI FILHO, Celso. Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina legal. *Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, ano 3, p. 31-59, 2000.

_____. Os efeitos da reforma do código de processo civil na execução específica do acordo de acionistas. *Revista dos Tribunais*, ano 86, v. 737, 1997.

BARRETO FILHO, Oscar. Estrutura Administrativa das Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil*, ano 86, n. 24, p. 65-74, 1976.

BARRIAS, Alexandra Isabel da Cruz. *Acordos Parassociais: uma análise crítica ao regime legal português*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade do Porto, Portugal, 2012.

BARROSO, Carlos Henrique. A Responsabilidade Civil do Conselheiro de Administração e o Acordo de Acionistas. *Revista dos Tribunais*, v. 834, abr. 2005.

BEBCHUK, Lucian Arye; ROE, Mark J. *A theory of path dependence in corporate ownership and governance. Columbia Law School Working Paper n. 131*, New York, 1999.

BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; RÖELL, Ailsa. Corporate Governance and Control (october 2002). *ECGI - Finance Working Paper n. 02/2002*. Disponível em: SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=343461> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.343461>>. Acesso em: jul. 2014.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. London/UK: Transaction Publishers, 2006.

BERTOLDI, Marcelo M. *Acordo de acionistas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2006.

BLACK, Bernard S.; CARVALHO, Antonio Gledson de; GORGA, Erica. Corporate Governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, v. 11, n. 1, p. 21-38, 2010.

_____. CARVALHO, Antonio Gledson de; GORGA, Erica. The corporate governance of privately controlled Brazilian firms. *Law and Econ Research Paper n. 109*, University of Texas Law, p. 8-14, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1003059>> Acesso em: set. 2013.

_____. JANG, Hasung; KIM, Woonchan. Does Corporate Governance Predict Firms' Market Value? Evidence from Korea (july 2003), *Stanford Law & Economics Working Paper n. 237*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstracts=311275>>. Acesso em: jul. 2014.

BM&FBOVESPA S.A. Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. *Regulamento do Novo Mercado*. Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNMercado.pdf> Acesso em: ago. 2015.

_____. *Regulamento Nível 1*. Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNivel1.pdf> Acesso em: ago. 2015.

_____. *Regulamento do Nível 2*. Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNivel2.pdf> Acesso em: ago. 2015.

_____. *Regulamento do Novo Mercado*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Regulamento-Bovespa-Mais.pdf>> Acesso em: ago. 2015.

BORTOLDI, Andrey de. A função social da empresa e suas implicações na governança corporativa e na gestão de stakeholders. *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, n. 9, p. 175-193, jan.-jun. 2008.

BÖCKLI, Peter; DAVIES, Paul L; FERRAN, Eilis; FERRARINI, Guido A; GARRIDO GARCIA, José M; HOPT, Klaus J; PIETRANCOSTA, Alain; PISTOR, Katharina; SKOG, Rolf; SOLTYSINSKI, Stanislaw; WINTER, Jaap; WYMEERSCH, Eddy. The Future of European Company Law, *Columbia Law and Economics Research Paper n. 420*, may 1,

2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2075034> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2075034>>. Acesso em: mar. 2014.

BRANCO, Adriano Castello. *O Conselho de Administração*. Rio de Janeiro: Editora Forense Universitária, 2004.

BRANSON, Douglas M. The Very Uncertain Prospect of 'Global' Convergence. Corporate Governance. *Cornell International Law Journal*, v. 34, p. 321, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=244742> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.244742>> Acesso em: mar. 2014.

BRITO, Alessandro Vicente de. O Conselho de Administração da sociedade anônima. *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, n. 6, p.121-61, jul.-dez. 2006.

BULGARELLI, Waldírio. A regulamentação jurídica do acordo de acionistas no brasil. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, ano XIX, n. 40, Editora Revista dos Tribunais, 1980.

_____. Validade de disposições de acordo de acionistas de votarem em bloco, assegurando a política gerencial única e necessária. *DM – Revista de Direito Mercantil*, n. 123, p. 185.

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 a orientação definida pelo grupo controlador. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 15, p. 226-248, jan.-mar. 2002.

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 (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

CARIELLO, Vincenzo. La disciplina per derivazione del sistema di amministrazione e controllo dualistico: disposizioni di richiamo e di rinvio nel nuovo diritto delle società per azioni non quotate. *Rivista delle Società*, Milano, v.50, n.1, p.36-111, genn.-febb. 2005.

CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas: Homenagem a Celso Barbi Filho*. São Paulo: Editora Saraiva, 2015.

_____. *Acordo de acionistas*. São Paulo: Editora Saraiva, 2011.

_____. *Acordo de acionistas*. São Paulo: Editora Saraiva, 1984.

_____. A vinculação dos administradores ao acordo de controle. In: WALD, Arnaldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

_____. Acordo de Acionistas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro – RDM*, n. 106, abr.-jun. 1997.

_____. Acordo de Acionistas regulando o exercício do poder de controle. *Estudos e Pareceres*, São Paulo: Saraiva, 2010.

_____. *Comentários à Lei de sociedades anônimas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, v.2, artigos 75-137, rev. e atual. 2008.

_____. *Comentários à Lei de sociedades anônimas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, artigos 138-205, rev. e atual. 2009.

_____. Eficácia e execução específica do acordo de acionistas. *Revista da EMERJ*, Rio de Janeiro: Escola da Magistratura, v. 7, n. 26, 2004.

_____. Principais alterações no regime do acordo de acionistas na nova lei das sociedades anônimas. *Revista dos Institutos dos Advogados de São Paulo*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, ano 4, n. 8, 2001.

_____. EIZIRIK, Nelson. *Nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CEC - Commission of the European Communities (Comissão das Comunidades Europeias), *European Commission Recommendation of 15 february 2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board* (2005/162/EC). Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ.do?uri=PJ:L:2005:052:0051:0063:EN:PDF>>. Acesso em: maio 2013.

_____. *Report in The Proportionality Principle in the European Union: Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies – External Study Comissioned by the European Comission* (july/2007), Exhibit B, Regulatory Framework for Control-Enhancing Mechanisms. Disponível em: <http://www.ecgi.org?osov/documents/study_exhibit_en.pdf>. Acesso em: maio 2013.

_____. Comission Staff Working Document: *Report on the application by the Member States of the EU of the Comission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the commitees of the (supervisory) board*. Brussels, 13.07.2007. Disponível em: <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf>. Acesso em: maio 2015.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Administradores independentes e independência dos administradores. In: *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneo: Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo V. A. Novaes França*. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

CHADE, Alexandre Saddy. Alcance e limites dos acordos de acionistas: a teoria da vontade frente à indisponibilidade e cogência da legislação organicista brasileira em matéria de sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, v.36, n.109, p.108-136, jan.-mar. 1998.

CHAMPAUD, Claude. *Le pouvoir de concentracion de la société par actions*. Paris: Sirey, 1962.

CHEFFINS, Brian R., Delaware and the Transformation of Corporate Governance (november 27, 2014). *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper n. 278/2015*; *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper n.. 64/2014*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2531640>> Acesso em: abr. 2015.

_____. The History of Corporate Governance (december 1, 2011). In: *Oxford Handbook Of Corporate Governance*, Editado por Mike Wright, Donald Siegel, Kevin Keasey and Igor Filatotchev, Oxford University Press, 2013; *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper n. 54/2011*; Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1975404> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1975404>> Acesso em: abr. 2015.

CHRISTENSEN, Jan Schans; SIMON, Joëlle; HOPT, Klaus J; ROSSI, Guido; WINTER, Jaap; GARRIDO GARCIA, José Maria; RICKFORD, Jonathan. European corporate governance in company law and codes. *Rivista delle Società*, Milano, v.50, n. 2-3, , p. 534-87, mar.-giu. 2005.

CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Aspen Law & Business, 13ª impressão, 1986.

COASE, R. *The Firm, The Market and The Law*, Chicago: The University of Chicago Press, 1988.

COFFEE JR. John C. *The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Acesso em: jan. 2013.

_____. The rise of dispersed ownership: The roles of law and the state in the separation of ownership and control. *The Yale Law Journal*, v. 111, n. 1, p. 1-82., 2001,

_____. Dispersed Ownership: The Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between 'Lumpers' and 'Splitters' (february 2, 2010). *Columbia Law and Economics Working Paper n. 363*; Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1532922> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1532922>> Acesso em: mar. 2015.

Committee on Corporate Laws of the Section of Business Law of the American Bar Association. *Model Business Corporation Act (MBCA)*. Disponível em: <<http://users.wfu.edu>> Acesso em: nov. 2015.

Committee on the financial aspects of corporate governance. *Cadbury Report*, London, UK, 1992. Disponível em: <<http://www.icaew.com>> Acesso em: out. 2015.

COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos Jurídicos da Macro Empresa*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1970.

_____. *Novos Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

_____. Acordo de Acionistas e interpretação do art. 118 da Lei das S/A. *RT - Revista dos Tribunais*, Editora Revista dos Tribunais, v. 527, p. 32-38, set. 1979.

_____. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2005.

COTTINO, Gastore. *La convenzione di voto nelle società commerciali*. Milano: Giuffrè, 1958.

CREUZ, Luís Rodolfo Cruz e. *Acordo de quotistas*. São Paulo: IOB Thomson, 2007.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. *Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas – Hierarquia e Conflitos*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

CUNHA, Mauro Rodrigues da (coord.). *Independência dos conselheiros de administração – melhores práticas e o artigo 118 da Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: IBGC, 2008.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. *Cartilha de Recomendações sobre Governança Corporativa* – jul.-2002. Disponível em: <www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc> Acesso em: jan. 2015.

DAVIES, Paul. *Introduction to Company Law*. Oxford University Press, 2 edition, 2010.

_____. *Gower & Davies: the principles of modern company law*. Sweet & Maxwell, 2008.

_____. *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=262959>>. Acesso em: mar. 2014.

_____. HOPT, Klaus; FERRARINI, Guido A.; PIETRANCOSTA, Alain; SKOG, Rolf; SOLTYSINSKI, Stanislaw; WINTER, Jaap; WYMEERSCH, Eddy. *European Company Law Experts' Response to the European Commission's Green Paper 'The EU Corporate Governance Framework'* (july 22, 2011). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1912548>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1912548>> Acesso em: jun. 2014.

_____. HOPT, Klaus. Boards in Europe – Accountability and Convergence (april 1, 2013). *American Journal of Comparative Law* 61 (2013); *ECGI - Law Working Paper n. 205/2013*; *Oxford Legal Studies Research Paper No. 40/2013*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2212272>> Acesso em: jun. 2014.

_____. HOPT, Klaus; NOWAK, Richard; VAN SOLINGE, Gerard. *Corporate Boards in Law and Practice: A Comparative Analysis in Europe*. Oxford University Press, United Kingdom, 2013.

DE LUCCA, Newton. Sociedades coligadas, controladoras e controladas. In: CAMARGO VIDIGAL, Geraldo de; MARTINS, Ives Gandra da Silva. (org.). *Comentários à Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/76)*. São Paulo: Editora Resenha Universitária, v. 1, 1978.

DOHM, Jürgen. *Les Accords sur l'exercice du droit de vote de l'actionnaire*. Genève: Librairie de l'Université, 1971.

DU PLESSIS, Jean Jacques; McCONVILL, James; BAGARIC, Mirko. *Principles of Contemporary Corporate Governance*. Melbourne, Cambridge University Press, 2005.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: An international comparison. *The Journal of Finance*, v. 59, n. 2, p. 537-600, 2004.

EASTERBROOK, F.; FISCHER, D. *The economic structure of corporate law*. Cambridge/MA: Harvard University Press, 1996.

EISENBERG, Melvin A. *The structure of the corporation: A legal analysis*. Boston: Little Brown, 1976.

EIZIRIK, Nelson. Acordo de Acionistas – Arquivamento na sede social – vinculação dos administradores e de sociedade controlada. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros Editores, ano XLII (nova série), n. 129, 2003.

_____. *Estudos de direito empresarial* / Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik. São Paulo: Saraiva, 2010.

ENRIQUES, Luca; VOLPIN, Paolo F. *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=970796>> Acesso em: abr. 2014.

FARENGA, Luigi. *I Contratti Parasociali*. Milano: Giuffrè Editore, 1987.

FERNANDES, Nuno Goncalves Gracias; FICH, Eliezer M. *Does Financial Experience Help Banks during Credit Crises?* 30.09.2013. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1409557> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1409557>> Acesso em: abr. 2014.

FERNANDES JR., Adriano; RIBEIRO, Flávio S.; NAVARRO, Norlan. Acordos de acionistas e o mercado de capitais em evolução. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (coord.). *Mercado de Capitais Brasileiro II, Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo: Quartier Latin, p. 461-482, 2015.

FERRARA, Francesco. *Gli imprenditori e le società*. 2. ed. Milão: Giuffrè, 1946.

FERRARINI, Guido A.; FILIPPELLI, Marilena. Independent Directors and Controlling Shareholders Around the World (may 30, 2014). *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper n. 258/2014*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2443786> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2443786>> Acesso em: mar. 2015.

FRANKS, Julian; MAYER, Colin; WAGNER, Hannes F. The origins of the German corporation—Finance, ownership and control. *Review of Finance*, v. 10, n. 4, p. 537-585, 2006.

FREEMAN, R. E.; HARRISON, J. S.; WICKS, A. C.; PARMAR, B. L., & DE COLLE, S. *Stakeholder theory: The state of the art*. Cambridge University Press, 2010.

FREEMAN, Edward R.; REED, David L. Stockholders and stakeholders: A new perspective in corporate governance. *California management review*, v. 25, n. 3, p. 88-106, 1983.

GELMAN, Marina Oehling. *O Conceito de Conselheiro Independente Vigente na Regulamentação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da FGV, São Paulo, 2012.

GELMAN, Marina; CASTRO, Luiz Ricardo Kabbach de; SEIDLER, Valentin. Efeitos da vinculação do voto dos conselheiros ao acordo de acionistas no valor da firma: evidências de empresas brasileiras. *RAE - Revista de Administração de Empresas*, v. 55, p. 345-358, 2015. Disponível em: <http://homepage.univie.ac.at/valentin.seidler/wp-content/uploads/2015/01/SA_GKS_Final.pdf>. Acesso em: out. 2015.

GEVURTZ, Franklin A. The Globalization of Corporate Law: The End of History or a Never-Ending Story? *Washington Law Review*, v. 86, n. 3, 2011.

GILSON, Ronald J. Controlling shareholders and corporate governance: Complicating the comparative taxonomy, 2005, *Stanford Law School, Working Paper n° 309*, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=784744>>. Acesso em: jul. 2013.

_____. Globalizing corporate governance: Convergence of form or function. *The American Journal of Comparative Law*, v. 49, n. 2, p. 329-357, 2001.

_____. GORDON, Jeffrey N. Controlling controlling shareholders, *Stanford Law School, Working Paper* n. 262, 2003. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=417181>> Acesso em: jul. 2013

GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito civil brasileiro, contratos e atos unilaterais*. v. III, 4. ed., rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007.

GORDON, Jeffrey N. The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices (August 2006). *Stanford Law Review*, v. 59, p. 1465, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=928100> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.928100>> Acesso em: fev. 2015.

GORGA, Érica. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*. São Paulo, v. 39, n. 4, p.309-326, out.-nov.-dez. 2004. Disponível em: <http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1143> Acesso em: maio 2014.

_____. GELMAN, Marina. *O esvaziamento crescente do Conselho de Administração como efeito da vinculação de seu voto a acordos de acionistas no Brasil*. 1º Colocado no Prêmio IBGC Itaú Academia e Imprensa 2012. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>> Acesso em: jun. 2013.

_____. *Changing the Paradigm of Stock Ownership: from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*. (april 2008). 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1121037> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1121037>> Acesso em: mar. 2012.

GOURLAY, Pierre-Gilles. *Le conseil d'administration de la société anonyme: organisation et fonctionnement*. Bibliothèque de droit commercial. Faculté de droit et des sciences économiques de Paris (Thèse). Sirey, 1971.

GUERREIRO, J. A. Tavares. Execução Específica do Acordo de Acionistas. *Revista de Direito Mercantil*, n. 41, 1981.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *The End of History for Corporate Law*, The. Geo. LJ, v. 89, p. 439, 2000.

_____. Reflections on the End of History for Corporate Law. The Convergence of Corporate Governance, *Palgrave MacMillan, UK*, p. 32, 2012.

HOPT, Klaus J. Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation (february 25, 2011). *American Journal of Comparative Law*, v. 59, p. 1, january 2011; *ECGI - Law Working Paper n. 170/2011*. Disponível em: SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1713750>> Acesso em: fev. 2015.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.

_____. *Caderno de Boas Práticas de Governança Corporativa Para Empresas de Capital Fechado*. São Paulo: IBGC, 2014.

_____. *Caderno de boas práticas para reuniões do Conselho de Administração*. São Paulo: IBGC, 2010.

_____. *Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2010.

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

_____. *Modelo de Regimento Interno de Conselho de Administração*. São Paulo: IBGC, 2008.

_____. *Manual prático de recomendações estatutárias*. São Paulo: IBGC, 2006.

ICGN – International Corporate Governance Network. *ICGN Global Governance Principles*, Londres, 1999, atualizado em 2014. Disponível em: <https://www.icgn.org/file/65/download?token=DY_GHtEO> Acesso em: abr. 2015.

_____. *Statement on global corporate governance principles*, 1999. Disponível em: <http://www.ecgi.org/codes/documents/icgn_principles.pdf> Acesso em: abr. 2015.

IFC – International Finance Corporation. *Guia Prático de Governança Corporativa: Experiências do Círculo de Companhias da América Latina*, 2009. Disponível em: <<http://www1.ifc.org>> Acesso em: 12 set. 2012.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, 1976. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=94043>> Acesso em: março de 2014.

JAEGER, Pier Giusto; DENNOZZA, Francesco. *Appunti di Diritto Commerciale I – Impresa e Società*, 5. ed. Milão: Giuffrè Editore, 2000.

KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; ROCK, Eduard. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford University Press, 2009.

LAMY FILHO, Alfredo. Acordos de acionistas. Observância dos administradores aos termos do acordo. *Temas de S.A.*, Renovar, p. 323, 2007.

_____. BULHÕES PEDREIRA, José L.. *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, v. 1, 2009.

LEÃES, Luiz Gastão de B. Conflito de interesses. O interesse social e o interesse da empresa. Voto conflitante e vedação do exercício do direito de voto. Abuso do direito de voto e abuso do poder de controle. *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1989.

_____. Efeitos sobre terceiros dos acordos de acionistas. *Pareceres*, São Paulo: Editora Singular, 2004.

LEÃO JR., Luciano de Souza. Conselho de Administração e Diretoria. *Direito das Companhias*, v. 1, (Coord.) Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2009.

LIBONATI, Bernardino. Sindicato di voto e gestione d'impresa. *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*, Padova, n. 3-4, 1991.

_____. Il Problema della validità dei sindacati di voto: situazione attuale e prospettive. *Sindacati di voto e sindacati di blocco*. Editado por Franco Bonelli e Pier Giusto Jaeger. Milão: Giuffrè Editore, p. 13-24, 1993.

LOBO, Jorge. Princípios de Governança Corporativa. *Revista da Emerj*, v. 10, n. 37, p. 198-220, 2007.

MARSHALL, Shelley; RAMSAY, Ian. Stakeholders and Directors Duties: Law, Theory and Evidence. *University of New South Wales Law Journal*, v. 35, p. 291-316, 2012.

MASULIS, Ronald W.; RUZZIER, Christian A.; XIAO, Sheng; ZHAO, Shan. *Do Independent Directors Matter?* 15.03.2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2022831> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2022831>> Acesso em: fev. 2013.

MARUCH, André. As principais práticas de governança corporativa adotadas no mercado brasileiro em face do mercado internacional (1ª parte). *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, ano 12, n. 43, p. 126-156, jan.-mar. 2009.

_____. As principais práticas de governança corporativa adotadas no mercado brasileiro em face do mercado internacional (2ª parte). *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, ano 12, n. 44, p. 126-156, abr.-jun. 2009.

MCCAHERY, Joseph A.; VERMEULEN, Erik P. M.; HISATAKE, Masato. The Present and Future of Corporate Governance: Re-Examining the Role of the Board of Directors and Investor Relations in Listed Companies (may 21, 2013). *ECGI - Law Working Paper* n. 211; *Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper* n. 2013-3. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2254520> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2254520>> Acesso em: abr. 2015.

MENDONÇA, J. X. Carvalho de. *Tratado de Direito Comercial*, v. 3. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1953.

MEYER, Antonio Correa; CARVALHO, Eliane Cristina. Cláusula com promissória e o administrador das sociedades anônimas: reflexões sobre a vinculação dos administradores às cláusulas compromissórias estatutárias de sociedades anônimas. *Revista do Advogado*. São Paulo, v.33, n.119, p.27-34.

MICKLETHWAIT. John; WOOLDRIDGE, Adrian. *The company: a short history of a revolutionary idea*. New York: Modern Library Edition, 2003.

MIRANDA, F. C. Pontes de. *Tratado de Direito Privado*, tomo XXV, 2ª ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1959.

_____. *Tratado de Direito Privado*, tomo L. Rio de Janeiro: Borsoi, 1965.

MORAES, Luíza Rangel de. Da transferência, pelo conselheiro, do poder-dever de votar nas deliberações do conselho de administração. Incompatibilidade com o regime legal vigente. *RDB – Revista de Direito Bancário*, n. 16, p. 855-866, abr.-jun. 2002.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 20, n. 1-2, p. 293-315, 1988.

MONKS, Robert A. G.; MINOW, Nell. *Corporate Governance*. 3. ed. Blackwell Publishing: United States, 2004.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro (coord.); ARAGÃO, Leandro de. *Direito Societário – Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, p. 120, 2009.

_____. Estrutura de Governo de Grupos Societários de Fato na Lei Brasileira: Acionista Controlador, Administradores e Interesse do Grupo. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de (coord.); WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. *Direito Empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Editora Quartier Martin, p. 286, 2013.

NADER, Ralph; GREEN, Mark; SELIGMAN, Joel. *Taming the Giant Corporation*. Nova Iorque: Editora W. W. Norton, Incorporated, 1976.

NENOVA, Tatiana. *The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=237809> Acesso em: mar. 2013.

NETO, Alfredo S. Lazzareschi. *Lei das Sociedades por Ações Anotadas*. 3. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2010.

NI, Yang; PURDA, Lynnette D. *Does Monitoring by Independent Directors Reduce Firm Risk?* Disponível em: SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1986289> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1986289>> Acesso em: mar. 2012.

NOVAES FRANÇA, Erasmo Valadão de Azevedo e. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S/A*. São Paulo: Malheiros, 2014.

_____. Dever de informar dos administradores de companhias abertas. Inexistência de submissão ao acionista controlador. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa* São Paulo: Malheiros Editores, 2009.

_____. *Invalidez das deliberações de assembleia de S/A*. São Paulo: Malheiros, 1999.

NUNES, Márcio Tadeu G. O acordo de acionistas. Questões controvertidas acerca da nova redação conferida pela Lei nº 10.303/2001 aos §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei das S.A. e aspectos correlatos”. *Revista da AARJ – Associação dos Advogados do Rio de Janeiro*, v. III, jan. 2003.

OLIVEIRA, Flávia Jardim de; CARVALHO, Gabriela Cerqueira de. O Controle Gerencial e a Responsabilização do Administrador em caso de Conflito de Interesses. *Red GV*, São Paulo, ano 02, v. 01, n. 03, p. 040-058, jul. 2013.

PATROCÍNIO, Daniel Moreira do. Autotutela do acordo de acionistas: novo regime estabelecido pela Lei nº 10.303/2001. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 135, p. 194-205, jul.-set. 2004.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Sociedade Anônima. Acionista Controlador. *Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 83, 1991.

PEREIRA, Luis Fernando C. *Medidas urgentes no direito societário*, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002.

PEREIRA NETO, Edmur de A. N. Anotações sobre os grupos de sociedades, *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, n. 82-31.

PINTO JR. Mario Engler. Governança Corporativa e os Órgãos de Administração. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia dos Reis (coord.); PROENÇA, José Marcelo Martins. *Direito societário: gestão e controle*. São Paulo: Saraiva, p. 78-113, 2008.

POSNER, R. A. *Economic Analysis of Law*. Little, Brown and Company, 1995.

PORTA, Rafael La; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. *Corporate ownership around the world*, 1999. Disponível em: <http://paoers.ssrn.com/sol3/paoers.cfm?abstract_id=103130> Acesso em: set. 2012.

_____. LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Investor Protection and Corporate Valuation (october 1999). *NBER Working Paper n. w7403*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=227583>> Acesso em: set. 2012.

_____. LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Legal determinants of external finance. *The journal of finance*, v. 52, n. 3, p. 1131-1150, 1997, *NBER Working Paper n. w5879*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=8179>> Acesso em: out.2012.

PORTALE, Giuseppe B. Un nuovo capitolo del governo societario tedesco: l'adeguatezza del compenso del Vorstandsmitglieder. *Rivista Delle Società*, Milano, v.55, n.1, p.1-17, genn.-febb. 2010.

ROE, Mark J. *Political determinants of corporate governance: political context, corporate impact*. Oxford University Press on Demand, 2003.

ROSS, Stephen A. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review*, v. 63, n. 2, p. 134-139, 1973.

ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 7. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2014.

ROTH, Günter H; KINDLER, Peter. *The Spirit of Corporate Law: Core Principles of Corporate Law in Continental Europe*, Editora Beck, 2013.

OECD - Organisation for Economic Co-operation and Development, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, setembro de 2015. Disponível em: <<http://www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance.htm>> Acesso em: out. de 2015.

_____. *OECD Principles of Corporate Governance (Draft for public comment)* novembro de 2014. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/ca/OECD-Principles-CG-2014-Draft.pdf>> Acesso em: jun.2015.

_____. *OECD Principles of Corporate Governance*, lançado em 1999 e revisado em 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>> Acesso em: mar. 2015.

_____. *Corporate Governance Factbook*, março de 2015, Disponível em: <<http://www.tkyd.org/en/oecd-corporate-governance-factbook-march-2015-has-been-released.html>> Acesso em: nov. 2015.

OPPO, G. Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto della società. *Diritto delle società – Scritti giuridici II*, Padova, CEDAM, 1992.

PARENTE, Norma. Governança corporativa. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v.5, n.15, p.81-90, jan.-mar. 2002.

RAMOS, Felipe de Freitas. Responsabilidade dos signatários de acordo de voto no regime da lei nº 10.303/2001. *Revista de Direito Mercantil*, n. 125, p. 114.

RETTO, Marcel Gomes Bragança. Aspectos controvertidos dos acordos de acionistas: uma abordagem prática. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v.13, n.48, p.112-53, abr.-jun. 2010.

RIBEIRO, Márcia Carla Pereira. Acordo de acionistas: um breve estudo acerca das modalidades. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná*, Editora Síntese, ano 33, v. 36, 2001.

RIBEIRO, Milton Nassau. Vinculação dos administradores ao acordo de acionistas em confronto com a governança corporativa. In: BROTEL, Sergio (coord). *Direito Societário: Análise Crítica*. São Paulo: Saraiva, 2012.

RIPERT, Georges; ROBLOT, René. *Traité élémentaire de droit commercial*. Paris: LGDJ, 11, t.1, 1983.

ROCHA, João Luiz Coelho da. Os compromissos de voto nos acordos de acionistas e sua eficácia executiva. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 127, p.63-7, 2002.

RODRIGUES, Pedro Paulo Moreira. Efetividade do processo e a execução extrajudicial dos acordos de acionistas. *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, n. 11, p.179-92. jan.-jun. 2009.

ROTMAN, Leonard I. *Debunking the End of History Thesis for Corporate Law*. (December 3, 2009). Boston College International and Comparative Law Review, v. 33, n. 2, p. 219, 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1517846>> Acesso em: set. 2012.

SADDI, Jairo. Vinculação do voto dos administradores indicados pelo acordo. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord). *Temas essenciais de direito empresaria: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*, 4. ed., São Paulo: Malheiros, 2011.

_____. *A Sociedade Unipessoal*. São Paulo: Malheiros Editores, 1995.

SANTOS, Alexandre Pinheiro. A Governança Corporativa e os Acordos de Acionistas sobre voto nas Companhias Abertas. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo (org.); CORRÊA, Rodrigo. *Governança Corporativa empresas transparentes na sociedade de capitais*. São Paulo: Lazuli Editora, 2004.

SANTOS, Aline de Menezes. Reflexões sobre a governança corporativa no Brasil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 42, n.130, p.180-206, abr.-jun. 2003.

SANTOS, Fernanda Aviz. Sociedade anônima: uma análise sobre a natureza do conflito de interesses dos membros do Conselho de Administração. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 46, n. 148, p. 90-9, out.-dez. 2007.

SCHIEHL, Eduardo; DOS SANTOS, Igor Oliveira. Estrutura do controle acionário e composição do Conselho de Administração: evidência sobre empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 39, n. 4, 2004.

SEIPP, David J. Trust and Fiduciary Duty in the Early Common Law. *Boston University Law Review*, n. 96, p.1011-1036, 2011.

SILVA, José Thiago da. *Limites à vinculação de administradores a acordo de acionistas*. São Paulo: Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2014.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

_____. *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier, v. 1, 2010.

_____. Governança Corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *RAE, - Revista de Administração de Empresas*, v. 48, p. 79-86, abr.-jun. 2008.

_____. *Corporate Governance and Capital Markets in Brazil: History and Current Overview* (january 17, 2014). Disponível em: SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1998306> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1492216>> Acesso em: maio 2014.

_____. PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; BARROS, L. A. B. C. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 12, n. 3, p. 763-788, 2008.

SMITH, D. Gordon, *The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty*. *Vanderbilt Law Review*, v. 55, p. 1399. Disponível em: SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=339100> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.339100>> Acesso em: abr. 2014.

SPINELLI, Luís F. *O conflito de interesses na administração da sociedade anônima*. São Paulo: Malheiros Editores, 2012.

SZTAJN, Rachel. Acordo de Acionistas. In: SAADI, Jairo (org.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002.

TAKAMATSU, Renata Turola; LAMOUNIER, Wagner Moura. *O “efeito tamanho” do Conselho de Administração sobre o desempenho e valor das companhias abertas brasileiras*. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/11semead/resultado/trabalhosPDF/435.pdf> > Acesso em: set. 2012.

TEIXEIRA, Egberto L.; GUERREIRO, J. A. Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo, v. 1, 1979.

TOLEDO, Paulo Fernando C. Salles de. As sociedades limitadas podem ter Conselho de Administração? In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. De Moura (org.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, v. 1, p. 357-373, 2010.

_____. *O Conselho de Administração na sociedade anônima*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

_____. Modificações introduzidas na lei de sociedades por ações, quanto à disciplina da administração das companhias. In: LOBO, Jorge (org.). *Reforma da lei das sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, p. 423-452, 2002.

TORNOVSKY, Miguel. Acordos de acionistas sobre o exercício do poder do controle: análise das principais alterações introduzidas ao art. 118 da Lei das S/A pela lei 10.303/2001. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 41, n. 127, p. 93-106, jul.-set. 2002.

TRIMARCHI, Pietro. Strumenti per assicurare l'adempimento dei sindacati di voto. In: BONELLI, Franco; JAEGER, Pier Giusto (coords.). *Sindacati di voto e sindacati di blocco*. Milano: Giuffrè, 1993.

TUNC, Andre. Supprimer ou renforcer le conseil d'administration des sociétés anonymes? *Revue de Droit des Affaires Internationales*, Paris, n. 5, p. 669-87, 1991.

VALADARES, Sílvia Mourthé; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. *Ownership and control structure of Brazilian companies*. Abante, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

VERÇOSA, Haroldo M. D. *Curso de direito comercial*. São Paulo: Malheiros Editores, v.3, 2008.

_____. Sociedade Anônima - Companhia fechada - eleição de Diretoria - Derrogação das normas contidas em acordo de acionistas para preenchimento de cargos de administração - Inadmissibilidade - pacto elaborado na forma da lei, quando da constituição da sociedade - Ratificação quando da modificação da Lei da S.A. sendo respeitado pelos acionistas. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 96, 1994.

VERGUEIRO, Carlos Eduardo. Acordos de Acionistas e a Governança Corporativa. São Paulo: Quartier Latin, p. 203, 2010.

VILELA, Juliana Girardelli. Sistema de Governança Corporativa e a Concentração de Propriedade nas empresas de capital aberto. *Revista de Direito Mercantil, Nova Série*, ano XLVI, n. 146, abr.-jun. p. 46-81, 2007.

VIVANTE, Cesare. *Trattato di diritto commerciale*. 5. ed. Milão: Francesco Vallardi, v. 2, 1929.

VON ADAMEK, Marcelo Vieira. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S.A.* São Paulo: Saraiva, 2009.

XAVIER, Aluísio José de Vasconcelos. Acordo de acionistas: execução específica frente à alteração de conjuntura econômica. *Revista do IAP – Instituto de Advogados do Paraná*, n. 29, 2000.

WALD, Arnoldo. O Acordo de Acionistas e o Poder de Controle do Acionistas Majoritário. *Revista de Direito Mercantil*, n. 110, 1998.

_____. 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, do Mercado de Capitais e Arbitragem*, São Paulo, n. 11, p. 285-305, jan.-mar. 2001.

_____. *Do regime legal do Conselho de administração e da liberdade de votos dos seus componentes.* *Revista da Associação dos Juizes do Rio Grande do Sul*, Porto Alegre: Ajuris, v.15, n. 43, p.175-92, jul. 1988.

WIEDEMANN, Herbert. Codetermination by workers in German enterprises. *The American Journal of Comparative Law*, p. 79-92, 1980.

WILLIAMSON, Oliver E. *The economic institutions of capitalism*. Nova Iorque: The Free Press, 1985.

WOLF, de P.; FERON, B. *Les conventions d'actionnaires, une evolution enachevée*, Daor, 1991.

ZANINI, Carlos K. A doutrina dos “fiduciary duties” no direito norte-americano e a tutela das sociedades e acionistas minoritários frente aos administradores das sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil*, n. 109, v. 36, p. 137-149, jan.-fev.1998.