

**ACORDO DE ACIONISTAS E O PODER DE CONTROLE  
NAS S/A ABERTAS: *Uma análise da Lei n° 10.303/01 à luz da  
Teoria da Agência e dos Benefícios Privados do Controle*<sup>1</sup>**

*Shareholders' agreement and the control in the  
Corporations: An analysis of Law No. 10,303/01 in the light of  
the Agency Theory and the Private Benefits of Control*

Daniel Hippert<sup>2</sup>

**RESUMO:** é objeto do presente escrutínio a exposição e análise da possibilidade de vincular o Conselho de Administração a acordo de acionistas, alteração promovida pela Lei n° 10.303/01 na Lei das Sociedades Anônimas, à luz da Teoria da Agência e da Teoria dos Benefícios Privados de Controle, que indicam a tendência de expropriação do bloco minoritário pelo bloco de controle. Para tanto, por meio de revisão bibliográfica, valer-se-á, primeiro, da apreciação de referidas teorias, para explicar os ágios precificados na alienação do bloco de controle societário e esmiuçar os conflitos de interesse existentes entre controladores e sócios minoritários, bem como sistematizar suas consequências em face do valor da empresa e do mercado como um todo. Em

---

<sup>1</sup> Artigo submetido em 05-01-2022 e aprovado em 14-12-2023.

<sup>2</sup> Advogado. Pós-graduado em Direito Corporativo e Compliance (EPD/2020) e em Advocacia Cível (FMP/2023). Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Rio Grande (FURG), classificado em primeiro lugar do Curso de Direito (2017) e vencedor de bolsa de estudos junto à Fundação Superior do Ministério Público (FMP/RS). Membro da Comissão de Tecnologia e Inovação da OAB/SP.



seguida, aplicar-se-á tal arcabouço teórico ao contexto da alteração legislativa, em conjunto, ainda, com os preceitos da Governança Corporativa e com uma interpretação sistemática da LSA. O tema se justifica pela necessidade de se fortalecer o mercado de ações no Brasil e a Economia como um todo, que dependem de empreendimentos sólidos, sadios e confiáveis para prosperarem. A partir dos estudos aqui empreendidos, chegou-se à conclusão de que a alteração legislativa pode afetar negativamente a confiabilidade dos ativos negociados no mercado.

**Palavras-chave:** mercado de capitais; acordo de acionistas; governança corporativa; sociedades anônimas.

**ABSTRACT:** the object of this study is the exposure and analysis of the possibility of binding the Board of Directors to a shareholders' agreement, an amendment promoted by Law No. 10,303/01 in the Law of Corporations, in the light of the Agency Theory and the Theory of Private Benefits of Control, which indicate the tendency of expropriation of the minority block by the control block. Therefore, through a bibliographic review, it will be used, first, the appreciation of these theories, to explain the premiums priced in the sale of the corporate control block and to detail the existing conflicts of interest between controllers and minority partners, as well as systematize its consequences in the face of the value of the company and the market as a whole. Then, this theoretical framework will be applied to the context of legislative change, together with the precepts of Corporate Governance and a systematic interpretation of the LSA. The theme is justified by the need to strengthen the stock market in Brazil and the economy as a whole, which depend on solid, healthy and reliable enterprises to prosper. Based on the studies undertaken here, it was concluded that the legislative change may negatively affect the reliability of assets traded on the market.

**Keywords:** capital market; shareholders agreement; corporate governance; publicly-traded companies.



## 1 Introdução

Que o Direito se presta a regular interações conflituosas entre sujeitos não é novidade. Muito menos numerosas que as tênues interações disciplinadas, *verbi gratia*, pelo direito penal e pelo civil, porém, presta-se o direito societário – além, claro, da regulação das relações jurídicas advindas do exercício da mercancia – também à tutela de três conflitos, travados no âmago de uma sociedade: i. entre sócios e administradores; ii. entre sócios majoritários e sócios minoritários; e iii. entre componentes, a qualquer título, da sociedade e seus *stakeholders* (credores, fornecedores, consumidores etc).

Não por outra razão, além das regras incidentes sobre aspectos formais, por exemplo, de constituição e dissolução da sociedade, integram o objeto do direito societário normas que buscam esquadriñar o *arquétipo mínimo* de uma estrutura jurídica hábil a alinhar os interesses conflituosos.

Isso se faz necessário, sobretudo, porque o conflito de interesses, em qualquer de suas formas, afeta a performance da sociedade e sua reputação perante o mercado, especialmente se se tratar de sociedade anônima aberta, cujas ações são negociadas, pelos investidores em geral, no mercado de capitais.

Por razões óbvias, à medida que passarem os sujeitos da sociedade a agirem conforme interesses particulares, o interesse comum tenderá a ser expropriado.

A Lei nº 10.303/01 (BRASIL, 2001), porém, alterando a LSA, permitiu a vinculação de membros do Conselho de Administração a prévio acordo de acionistas, o que, ao invés de coibir, estimula o surgimento de conflitos de interesses entre os componentes, majoritários e minoritários, do empreendimento.



Daí porque, nos tópicos seguintes, analisar-se-á, por meio do método dedutivo e da técnica preponderante de pesquisa bibliográfica, se as alterações promovidas pela Lei nº 10.303/01 (BRASIL, 2001) atendem ao propósito de fortalecer o mercado de capitais e otimizar a gestão das sociedades anônimas, mormente à luz da Teoria da Agência e da Teoria dos Benefícios Privados do Controle, bem como dos preceitos da Governança Corporativa.

No primeiro tópico do desenvolvimento, deslindar-se-á o arcabouço teórico em que sustentadas tais Teorias, sobretudo suas bases empíricas e as conclusões a que permitiram chegar. No segundo tópico, projetar-se-á essas premissas às alterações promovidas pelo legislador, a fim de perquirir se a Lei, no ponto, remedia os conflitos de interesse existentes no âmago da companhia.

Afinal, deve ser objetivo do regulador, efetivamente, fortalecer as estruturas das empresas, ao mesmo tempo permitindo que prosperem e que gerem investimentos seguros e confiáveis para o investidor, sobretudo no mercado de ações, de modo que tem o presente estudo o propósito de averiguar se a alteração legislativa é saudável para a economia brasileira, especificamente à vista das relações de poder travadas dentro das empresas.

## *2. A Teoria de Agência e a Teoria dos Benefícios Privados do Controle*

Para que bem se entenda a relação estabelecida entre esses conflitos de interesses, o valor da sociedade e o desenvolvimento do mercado, forçoso se faz deslindar a teoria de agência e a teoria dos benefícios privados do controle, que, malgrado não concebidas de uma análise jurídica, assomam-se instrumentos idôneos de compreensão dos efeitos da regulação empresarial.

A teoria de agência surgiu dos estudos levados a efeito por Jensen e Meckling (1976). De acordo com os autores, a agência é relação que se estabelece quando uma pessoa ou grupo de pessoas (os principais),



detentoras do poder decisório, delegam-no a terceiro (o agente), que no interesse daquelas passa a exercê-lo.

Essa perspectiva foi concebida, sobretudo, para a relação entre acionistas e administradores na sociedade anônima, tendo em vista a separação entre propriedade e controle, bem como o fato de que estes (agentes) exercem o poder de controle das atividades da empresa em benefício daqueles (principais).

A problemática se justifica numa dinâmica de incentivos econômicos, porque, conforme argumentam, se ambas as partes forem *agentes maximizadores da utilidade*, há razões bastantes para crer que não atuarão no melhor interesse dos principais, a quem competirá instituir formas de controle e fiscalização da atividade dos administradores – os chamados *custos de agência* (1976, p. 308).

Esse comportamento do agente é corroborado pelos estudos de Williamson (1993, p.112), para quem o agente econômico é “*auto-interessado com avidez*”, atributo que decorre de dois pressupostos comportamentais: oportunismo e racionalidade limitada. Como bem explicam Scarton, Winck e Leonardi (2011, p. 71), o oportunismo corresponde à incerteza atribuída ao comportamento de agentes individuais, a quem é irrogado poder de auferir lucros “que alteram a configuração inicial do contrato em termos da distribuição de ganhos”, já que, como os contratantes são racionalmente limitados, não podem estabelecer uma estrutura contratual que previna todos os riscos morais. Daí porque considerar Williamson (2002, p. 184) que todo contrato é essencialmente incompleto.

Assim, se o ambiente regulatório e estrutura contratual permitem ao agente atuar para maximizar sua utilidade (própria), esse *auto-interesse* constitui estímulo econômico que prepondera sobre o interesse em otimizar o ganho dos principais.



Embora seja o agente devidamente remunerado e, profissionalmente, possa ser prejudicado no mercado por conta de sua conduta eventualmente oportunista, fatores que o compelem a cumprir suas atribuições, é certo que não são suficientes para o fazerem buscar a otimização do interesse dos principais, quando, ainda os satisfazendo numa atuação pró-forma, possa simultaneamente maximizar sua utilidade particular.

Dito de outro modo, conquanto tenha o agente suficientes incentivos para atender ao interesse dos principais, incentivos não tem para otimizá-lo, se, em vez de fazê-lo, puder satisfazer interesse próprio.

A relação da agência é considerada um problema porque o controle da margem de atuação oportunista do agente demanda recursos, a serem empreendidos pelos principais para assegurar a maximização de seu interesse e a proteção de sua propriedade.

A isso chamam Jensen e Meckling de custos de agência, que correspondem aos recursos empregados pelos principais no monitoramento e controle da atuação do agente, bem como nos recursos por este empreendidos para dar, aos principais, garantias da idoneidade de sua conduta e, também, às perdas residuais.

Esses custos variam conforme o ambiente regulatório, o contexto mercadológico, a estrutura da empresa e as preferências das partes (JENSEN E MECKLING, 1976, p. 328-329). Para os autores, o ambiente regulatório pode inibir práticas oportunistas, punindo com maior vigor condutas lesivas aos interesses dos principais e constituindo arranjos legais que minimizem conflitos de interesses, permitam maior eficiência na averiguação de condutas irregulares ou que protejam os principais contra eventuais consequências da expropriação de recursos da empresa.

Logicamente, para Jensen e Meckling (1976, p. 355), os custos de agência provocam um desvio de recursos, que melhor poderiam ser



empregados no desenvolvimento da atividade empresarial, afetando diretamente a rentabilidade do empreendimento e sua performance no mercado.

Como bem ressalva Erica Gorga (2012, p.55), porém, no Brasil, por força da estrutura concentrada da propriedade acionária, a relação de agência se origina entre acionista (s) controlador (es) ou majoritário (s) e acionistas minoritários, diferentemente do que ocorre na economia americana, onde prevalece uma cultura de administração profissional das empresas.

No mesmo sentido são as conclusões de Nelson Eizirik (1987, p. 106), para quem não se pode cogitar da existência de *controle gerencial* no Brasil, tendo em vista a concentração de capital votante e o baixo grau de pulverização da propriedade acionária, em muito provocadas pela mínimo apetite do poupador brasileiro em relação a investimentos no mercado de capitais e pela estrutura familiar ou oligárquica dos empreendimentos.

Entre outras razões, esse panorama se consolida, sobretudo, porque admite a Lei brasileira emissão de ações não votantes (preferenciais), mas fundadas no direito a dividendos, consoante previsão do artigo 15 da Lei nº 6.404/76 (BRASIL, 1976), e ações votantes (ordinárias), no mais das vezes, com menos – ou nenhuma – vantagem econômica, a cujos titulares, pelo exercício do poder de voto, assegura-se o poder de controle da companhia.

Assim segregados os interesses – e escusado seria dizê-lo – não há incentivos reais para os agentes (controladores) maximizarem o lucro dos minoritários.

Como eventual ganho de valor econômico da sociedade será distribuído preferencialmente entre os preferencialistas, maiores incentivos terão os controladores (ordinaristas) para agir em interesse próprio, cujo ganho não é compartilhado, embora o desvalor da sociedade o seja (NENOVA, 2003, p. 342).



E, na medida em que o interesse dos preferencialistas é, em geral, a distribuição dos lucros do exercício, ao deixarem os controladores de otimizá-los, para atender a interesse próprio, que lhes é mais rentável, a sociedade perde valor.

Outra, a propósito, não foi a conclusão do estudo de Carvalhal-da-Silva e Leal (2003, p. 13), que encontraram uma proporcionalidade inversa entre a razão do capital votante sobre o capital social e o valor da companhia, assim como entre este e o número de ações preferenciais emitidas, de sorte que a concentração do poder de voto no acionista controlador reflete uma tendência de expropriação dos minoritários sem direito de voto e, por consequência, da própria sociedade.

Silveira e Dias Jr. (2010, p. 84), por sua vez, analisando a realidade brasileira, diagnosticaram e quantificaram os custos de agência aferindo o deságio imposto ao valor da companhia após divulgação de fatos relevantes relacionados a conflitos de interesse entre acionistas minoritários e controladores, no mais das vezes envolvendo operações societárias, apurando, na amostra, uma perda de 12% nos dias que se sucederam ao anúncio.

Isto posto, consiste a satisfação dos interesses dos agentes, na forma como demonstrado acima, nos chamados Benefícios Privados do Controle.

Conforme Erica Gorga (2012, p. 62) leciona, trata-se senão daquilo que o detentor do controle pode extrair para si, em detrimento dos demais.

A sua existência foi evidenciada, especialmente, por Barclay e Holderness (1989), para quem, caso o exercício do controle representasse, apenas, a remuneração regular do investimento, seria o respectivo bloco negociado pelo preço das ações que o compõem. A atribuição de um prêmio no





valor do controle, portanto, representaria a perspectiva de, por seu meio, extrair benefícios particulares.

O fenômeno foi também ratificado, mais tarde, embora por intermédio de outra metodologia, por Tatiana Nenova (2003), que partiu da premissa sustentada por Barclay e Holderness (1989), mas desta feita aplicada ao valor da ação votante numa operação de transferência de controle e evidenciada em distorções no pagamento de dividendos e liquidez.

Os benefícios podem ter natureza econômica ou não. Característica que lhes é necessariamente comum é a causalidade de sua obtenção relativamente ao exercício do controle votante.

Assim se dá, a título de exemplo e como bem pontuado por Miguel de Abreu (2013, p.15), em relação ao eventual poder do controlador para arbitrar seu próprio *pro labore* enquanto administrador, à celebração de contratos entre ele e a sociedade, ao uso de bens sociais para fins particulares ou mesmo à realização de negócios poucos lucrativos à sociedade, mas originários de vantagens pessoais para o controlador, como no patrocínio de eventos ou clubes esportivos.

Estudos realizados Alexander Dyck e Luigi Zangales (2002, p. 45), a partir de alienações de controle realizadas no Brasil, apontam a exorbitante média de um prêmio atribuído ao bloco de controle correspondente a 65% do valor acionário, patamar que corresponderia, justamente, à quantificação dos benefícios privados do controle.

Erica Gorga (2012, p. 62), analisando todos os desdobramentos teóricos do instituto, bem sintetiza suas definições:

Benefícios privados do controle, então, são vantagens que os acionistas controladores podem extrair de uma companhia para si em detrimento dos outros acionistas. Benefícios Privados podem ser pecuniários, isto é,, ser estimados em termos monetários. Neste caso, podem ser auferidos em inúmeras situações como, por exemplo, a partir de pagamento de salário excessivamente alto, a partir da realização de negociações nos mercados de valores mobiliários em posse de informação



privilegiada (...). (...) podem, por outro lado, ser não pecuniários, (...) usufruídos quando o controlador maximiza sua utilidade a partir do controle que exerce na tomada de decisões da companhia. (...) Podem também defluir de orgulho, fama e prestígio decorrente do controle sobre determinada companhia, desejo de manutenção de *status* social, obtenção de prazer pela interação com pessoas influentes de negócios ou de alto escalão de governo, políticos etc.

No que se refere às consequências do fenômeno, Alexander Dyck e Luigi Zangales (2002, p. 45) estabeleceram uma correlação negativa entre os benefícios privados e o *grau de desenvolvimento* e uma positiva com a concentração de propriedade acionária. De acordo com eles, ainda, quando são elevados os benefícios privados do controle, tendem os governos a realizar processos privatização por meio de vendas privadas, preterindo a oferta pública.

Nenova (2003), por outro lado, conclui que o valor atribuído aos votos componentes do bloco controlador é inferior em países que contam com um sistema legal mais severo. A autora aponta que o sistema jurídico é fundamental na mitigação dos Benefícios Privados do Controle, elegendo como fatores principais a probabilidade de processo e de perdas monetárias ao agente, a proteção dos minoritários e as regras de *takeover*.

E, a despeito do locupletamento do acionista controlador, que maximiza sua utilidade, o conflito de interesses, quando equacionado em detrimento do interesse social, com altos custos de agência e extração de benefícios privados do controle, afigura-se ainda mais pernicioso à sociedade num mercado como o do Brasil – a contrariar, aliás, equivocada conclusão a que se poderia chegar pela aplicação da teoria clássica da firma e do *Princípio de Pareto*, segundo o que a busca do interesse particular maximizaria o interesse coletivo (ANKUNDA, 2011, p. 2).

Isso se dá por conta da estrutura da propriedade acionária, que, conforme já se expôs, é assaz concentrada. É dizer: na esmagadora maioria das companhias brasileiras, o controle é exercido por um único acionista ou, quando muito, por dois ou três, que o compartilham. Conforme estudo de Carvalhal-da-



Silva e Leal (2003, p. 7-9), 90% das sociedades integrantes de sua amostra apresentavam único acionista detentor do poder de controle, pela propriedade da maioria do capital votante. Nas demais, o controle era detido pelos dois ou três maiores proprietários de capital votante.

Sucedo que, em razão da possibilidade emissões de ações (preferenciais) sem direito a voto, conforme insculpido no artigo 15, § 2º, Lei nº 6.404/76 (BRASIL, 1976), com alteração operada pela Lei nº 10.303/01 (BRASIL, 2001), o poder de controle nem sempre – e quase nunca – reflete a propriedade do capital social da sociedade.

Se, no limite da atual LSA, até 50% do capital social pode ser representado por ações não votantes, basta ao controlador integralizar mais da metade das ações ordinárias para manter seu poder decisório, representativo, porém, de mera fração do capital social total da companhia.

Dessa configuração se aproxima, aliás, a propriedade acionária no Brasil, consoante concluem Aldrighi e Mazzer Neto (2007, p. 129), caracterizada pelo exercício do controle com propriedade, não raro, minoritária sobre o capital total.

Há, assim, na definição de Berle e Means (2005, p. 68 e seguintes), a prevalência de um modelo de controle por meio de instrumento jurídico nas companhias brasileiras; isto é, a sociedade é controlada por uma minoria (ou uma maioria estreita) do capital total, que detém amplo poder decisório, desproporcional ao investimento, por meio de mecanismos como emissão ações não votantes e estrutura de pirâmides.

Esta última, segundo os autores, corresponde a uma cadeia de sociedades, na qual um acionista detém o controle de uma das corporações, que é detentora do controle de outra, e assim sucessivamente, possibilitando o exercício do poder de controle com investimento absolutamente minoritário.



Aliás, disso se valem, conforme Aldrighi e Mazzer Neto, 68,11% das companhias pesquisadas.

De toda sorte, nessa conjuntura de propriedade acionária, o custo do financiamento do interesse particular do acionista controlador é suportado por quase metade do capital total da sociedade.

Por evidente, considerando a perspectiva econômica – do lucro – que propõe o investidor, provável é que haja uma evasão, a qualquer título, dos prestadores de capital da companhia e uma substancial redução da cotação das respectivas ações, afinal, em se prevendo a necessidade de desembolso de custos de agência ou mesmo a expropriação de lucros em razão de benefícios privados extraídos pelo controlador, natural é que as ações sejam precificadas com o abatimento do valor desses prejuízos prospectivos.

Destarte, se, conforme aduz Fabio Ulhoa Coelho (2012, p. 194), a sociedade se lança no mercado de capitais com fim de financiar sua atividade com patrimônio dos investidores (capitalização), a queda substancial dos preços das ações, ou, caso não negociadas, o aumento dos custos de agência para redução dos benefícios privados do controle há de implicar na inviabilização da empresa.

Numa perspectiva mais ampla, nocivo é, ainda, o efeito desse contexto no desenvolvimento do mercado, que depende, em grande medida, do sucesso das capitalizações e da confiabilidade dos investimentos.

### *3. Acordos de acionistas e Conselho de Administração: a reforma implementada pela Lei nº 10.303/01*

Corolário que é a sociedade do postulado da autonomia privada, podem seus sócios livremente regular suas relações entre si, por óbvio, naquilo que não contrariar o estatuto social ou a lei. Dada sua relevância, os acordos de acionistas são tutelados pela Lei, consoante artigo 118 da LSA (BRASIL, 1976),



que lhes assegura oponibilidade a terceiros e à própria companhia, bem como coercibilidade, contanto que preenchidos os requisitos legais.

Nos dizeres de Marlon Tomazette (2013, p. 512), são eles acordos parassociais, porque, embora celebrado entre os sócios e em função da sociedade, não a têm como signatária.

Ainda no escólio do doutrinador (2013, p. 216), podem eles ser de duas modalidades: acordos de bloqueio e acordos de voto.

Os primeiros se referem a restrições quanto à circulação das ações, estabelecendo, por exemplo, direito de preempção na sua venda, ou mesmo cláusulas de *tag along* ou *drag along*. A seu turno, os acordos de voto correspondem àqueles celebrados para assegurar uma unidade de voto nas assembleias-gerais, a fim, normalmente, de organizar e manter o exercício do poder de controle.

A partir da reforma implementada pela Lei nº 10.303/01 (BRASIL, 2001), a pretexto, supostamente, de instituir melhores práticas de governança corporativa, o acordo de acionistas passou a também prever a extensão de sua força vinculativa aos conselheiros de administração – desconsiderando-se a de todo inútil celeuma doutrinária quanto à existência dessa possibilidade antes da aludida reforma.

Da interpretação combinada dos parágrafos 8º e 9º do artigo 118 da LSA, inseridos pela reforma legislativa, o que se conclui, a rigor, é que, assim como os acionistas enleados pelo acordo, com infração do qual seus votos não serão computados, os conselheiros por acordo de acionistas eleitos poderão a ele ser vinculados, de modo que sua atuação poderá ser manietada à posição firmada pelos sócios que os elegeram.

Todavia, se a *ratio essendi* da norma era a implementação de práticas de governança corporativa, a incorporação dos aludidos dispositivos na LSA é uma anomalia. Vejamos.



O conselho de administração é órgão deliberativo a que compete, em linhas gerais, estabelecer diretrizes gerais para exploração da empresa, elegendo e fiscalizando a diretoria, manifestar-se acerca de sua prestação de contas e, ainda, deliberando sobre auditorias independentes, entre outras atribuições, *vide* artigo 142 da LSA (BRASIL, 1976).

Nas palavras de Rubens Requião (2012, p. 188), como componente do órgão de execução, [o conselho de administração] estabelece a política econômica, social e financeira a ser seguida pela sociedade, e exerce permanente vigilância sobre os executivos lotados na diretoria.

A doutrina societária desenvolvida acerca da administração empresarial estrema dois sistemas: o monista, pelo qual a administração da empresa é exercida por único órgão (geralmente, a assembleia-geral), e o dualista, consistente na administração societária pela assembleia-geral, em concorrência com outro órgão, como o conselho de administração (COELHO, 2012, p. 312). A legislação brasileira, quanto às SA fechadas, admite os dois sistemas; quanto às abertas, apenas o dualista.

E a obrigação do Conselho de Administração nas SA abertas não é leviana. É disposição que, com efeito, revela a importância atribuída, pelo legislador, às competências a serem desempenhadas pelo órgão.

Disso se conclui, de antemão, que, acaso se tratassem os conselheiros de mero substitutivo de vontade da assembleia-geral, aos controladores vinculados irrestritamente por acordo de acionistas, não se poderia compreender o porquê da previsão do órgão na lei brasileira, muito menos sua obrigatoriedade quanto às sociedades anônimas cujas ações são admitidas à negociação no mercado de capitais.

De fato, bem andou o legislador ao exigí-lo, afinal, remansoso é o entendimento de que o Conselho de Administração é o motor da governança corporativa (OCDE, 2009, p. 71).



O conceito de governança corporativa, por sua vez, remonta ao parágrafo inicial desse ensaio. Trata-se senão de um sistema de regras, geralmente respaldadas por uma prospecção empírica, cujo objeto é o alinhamento de interesses entre acionistas controladores e minoritários, bem como entre acionistas e administradores, e entre *shareholders* e *stakeholders*, com a finalidade de valorizar a companhia, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade (IBGC, 2014, p. 6).

É, pois, trocando em miúdos, uma estruturação das competências dos órgãos societários e dos sujeitos envolvidos na empresa (na definição do artigo 966 do CC), de modo a incentivar uma atuação cooperativa entre eles, garantindo a maximização do interesse social.

Como é nítido, entre outros direcionamentos, a governança corporativa incide, sobretudo, sobre as relações e custos de agência imbricados na consecução da atividade, visando inibi-los, e a prevenção ou repressão à extração de benefícios privados do controle.

Em conformidade com o manual de governança corporativa da OCDE (2009, p. 72), o Conselho de Administração é central no desempenho gerencial da empresa por força de sua particular competência de fixação da estratégia de negócio e designação de quem será incumbido de executá-la, ainda lhe cabendo fiscalizar a implementação da política de exploração da empresa.

Disso resulta, enfim, uma atribuição de zelar pela integridade do capital social e pela maximização do rendimento social.

Para tanto, pilar da consecução de um modelo gerencial eficiente é independência que assegure aos conselheiros a capacidade (e liberdade) de exercer um julgamento objetivo e autônomo acerca dos assuntos corporativos (OCDE, 2004, p. 17).



Esse julgamento escoreito é necessário, especialmente, porque as atribuições dos conselheiros os colocam em contato e os investem no poder de detecção de conflitos de interesse, manifestados nas demonstrações financeiras, na prestação de contas de diretoria, entre outros atos que passam pelo crivo do Conselho.

Numa sociedade controlada por acionista detentor de menos da metade do capital total, realidade patente no Brasil, como se apresentou algures, a vontade do controlador não raro reflete interesse próprio, que de seu bloco poderá extrair muito mais benefícios privados do que sociais, mesmo porque, por ser ordinária, normalmente, seu título detém reduzidas vantagens econômicas e, por outro lado, eventual prejuízo decorrente da preterição do interesse social recairá mais sobre os preferencialistas, que investem numa perspectiva de distribuição de dividendos.

Em síntese: o incentivo é a possibilidade auferir lucros sozinho e compartilhar, com os demais investidores, a perda de valor da companhia.

Ao permitir a lei a vinculação dos conselheiros à vontade dos acionistas que os elegeram, quando controladores, dá-se pujante propulsão à deplorável e autofágica *praxis* de expropriação dos minoritários. Dá-se-lhe, aliás, mais: a chancela da legalidade e a coercibilidade (artigo 118, LSA).

E para além de um contrassenso teleológico, a reforma promoveu uma ilegalidade sistemática.

A uma, porque, a teor do artigo 154, deve o conselheiro exercer suas atribuições para lograr os fins e no interesse da companhia (*caput*), não podendo administrar a sociedade em benefício de quem o elegeu (§ 1º).

Evidentemente, quando escancarada uma nítida dissociação do interesse do (s) controlador (es) que elegeu (ram) os conselheiros do interesse dos demais acionistas e da própria sociedade, conforme demonstrado *retro*, o





acordo de acionistas, ao vincular a atuação dos conselheiros à vontade dos controladores, nitidamente inviabilizaria a consecução do fim supradescrito.

A esse respeito, convém questionar, em se considerando a demissividade *ad nutum* do conselheiro pela assembleia-geral, quem o destituirá, se o poder decisório é titularizado pelo maior beneficiado de uma eventual conduta enviesada.

E, embora se possa cogitar de uma ação de responsabilidade, é de se ver que os minoritários sofrem de uma deficiência de mobilização, sobretudo por se encontrarem em uma situação análoga ao do afamado dilema dos prisioneiros, quiçá não sendo capazes de reunir capital suficiente para propositura da ação, prevista no artigo 159, § 4º, da LSA (BRASIL, 1976), considerando-se inclusive a incipiente cultura desse tipo de medida no país.

Ademais, no mais das vezes, o enviesamento na conduta do conselheiro é sutil, a ponto de não configurar desvio de finalidade, ou enquadramento correlato, facilmente abrigável, ainda, a despeito do prejuízo à sociedade numa *business judgement rule*, assim definida a excludente de responsabilidade dos administradores, quando agem no interesse da empresa e em conformidade com os preceitos éticos e estatutários aplicáveis à situação (VON ADAMEK, 2009, p. 81).

Seja como for, ainda que se considerasse imediata e eficiente a possibilidade de responsabilização do administrador, não pode a lei incentivar uma conduta lesiva, sem qualquer benefício aparente, e reputá-la legítima porque há meios de inibição.

A duas, porque o Conselho de Administração é órgão societário indivisível (COELHO, 2012, p.46), isto é, que age por deliberação colegiada.

Assim, embora haja, na sua composição, representação da minoria, diferente do que ocorre, por exemplo, no conselho fiscal (que é



divisível), pouco restará ao representante dos minoritários fazer em defesa destes ou da sociedade, não dispondo de instrumento para reversão da maioria necessária às decisões, tampouco de atribuições que lhe permitam agir individualmente.

A três, porque a LSA (BRASIL, 1976) estabelece uma distribuição de competências cogente entre os órgãos de administração. É o que se depreende da exegese do artigo 139, segundo o qual as atribuições e poderes que lhes são conferidos por lei não podem ser delegados a outro órgão, criado legalmente ou por estatuto. Por sua vez, o artigo 142, notadamente, em seus incisos I, II, III, IV, V e IX, fixa competência privativas do Conselho de Administração.

Faz-se despidianda acurada diagnose, nesse ponto, para constatar que a interpretação combinada dos dispositivos supramencionados desautoriza, categoricamente, um acordo de acionistas que usurpa competência do conselheiro, vinculando-o irrestritamente à vontade daqueles que o elegeram.

Como se percebe, à vista do que se expôs, a reforma legislativa, nesse particular, contrariou os próprios fins que a justificaram, chancelando a manutenção de uma conjuntura funesta de altos custos de agência e extração de benefícios privados pelos controladores, na medida em que permite a predação da autonomia e do poder fiscalizatório – indispensável à implementação de níveis aceitáveis de governança corporativa – atribuída originariamente ao Conselho de Administração, além de vilipendiar o sistema de administração estruturado pela LSA, que se funda no dualismo e na independência do órgão, ao qual são imputadas competências indelegáveis.

À evidência, não se está a sustentar que toda pretensão do acionista controlador seja expropriatória. Não. Todavia, é de todo ingênua a crença de que, num país onde ações ordinárias do bloco de controle são vendidas com preço absolutamente superior a ações ordinárias, daquele não



integrantes, mas representativa dos mesmos direitos, denunciando cabalmente a extração de benefícios privados do controle, o intento do controlador seja presumido coincidente com o interesse social, consoante se tem argumentado.

E o fracasso legislativo, como se vê, não é somente no que se refere à perversa regulação de um conflito de interesse inerente ao direito societário, potencialmente predatório do valor da companhia, mas também é um retrocesso em termos de desenvolvimento do mercado de capitais, na medida em que desencoraja os investidores a aportar capital nas empresas, que dele necessitam para manutenção das atividades.

Isso, inclusive, é consequência da manutenção dos Benefícios Privados do Controle, como bem diagnosticaram Dyck e Zangales (2002, p. 2-3) e também La Porta et al. (1997, p. 1137).

Naturalmente, a debandada de investidores e empresas do mercado de capitais os levará às trevas do sistema financeiro, para fins de contratação da (medieval) intermediação bancária para financiamento da atividade, num setor (bancário) cuja rigorosa regulação impede condições justas e viáveis de capitalização, obteníveis por uma competição suficientemente livre.

#### *4. Conclusão*

Ao longo deste trabalho, pôde-se constatar que, no âmago de uma sociedade anônima imbricam-se conflitos de interesse que, se mal tutelados, podem afetar negativa e substancialmente o valor da empresa.

Tais conflitos foram bem diagnosticados na Teoria da Agência e Teoria dos Benefícios Privados do Controle, que demonstram como o sócio



controlador da sociedade anônima tem fortes estímulos para buscar seu locupletamento individual na condução da empresa.

Isso porque, à vista da dicotomia existente entre ações votantes e não votantes, é possível ao controlador ter maioria decisória, detendo mera fração do capital, o que pode leva-lo a buscar benefícios privados no exercício de seu múnus, mesmo que prejudiciais à companhia, já que o desvalor da empresa é dividido proporcionalmente entre os acionistas, mas os lucros são distribuídos preferencialmente em favor dos titulares das ações não votantes.

É justamente essa estrutura jurídica que levou as companhias brasileiras a se caracterizem pelo aspecto concentrado da propriedade societária, o que torna evidente o problema de Agência e dos Benefícios Privados do Controle.

Ignorando essa realidade, porém, o legislador, por meio da Lei nº 10.303/01 (BRASIL, 2001), ao permitir a vinculação de membros do conselho de administração a acordo de acionista, criou ambiente regulatório permissivo com a expropriação de acionistas minoritários por controladores.

Tendo em vista o custo de agência e dos benefícios privados extraídos do controle, é certo que a alteração legislativa pode prejudicar a gestão das companhias abertas brasileiras e, por consequência, afetar a confiabilidade dos ativos negociados no mercado de capitais.

## Referências

ABREU, Miguel E. C. De. *Benefícios Privados do Controlo Societário*. Tese de Dissertação. Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa. Mestrado em Direito e Gestão. Lisboa, 2013. Disponível em <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/14573/1/Benef%C3%ADcios%20Privados%20do%20Controlo%20Societ%C3%A1rio.pdf>. Acesso em: 21 jan. 2022.



ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital aberto no Brasil. *Revista de economia política*, V. 25, N. 2 (98), P. 115, ABR./JUN 2005.

ANKUNDA, Kimeire. *The Application of the Pareto Principle in Software Engineering*. Louisiana Tech University, 2012. [http://www2.latech.edu/~box/ase/papers2011/Ankunda\\_termpaper.PDF](http://www2.latech.edu/~box/ase/papers2011/Ankunda_termpaper.PDF). Acesso: janeiro de 2022.

BARCLAY, M.; HOLDERNESS, C. 1989, Private Benefits of Control of Public Corporations, *Journal of Financial Economics*, 371-395.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. *The modern corporation & private property* – with a new introduction by Murray L. Weidenbaum and Mark Jensen. New Jersey, Estados Unidos da América: Editora Transactions Publishers, 2005.

BRASIL. Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Brasília, DF: Presidência da República, 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/l10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm). Acesso em: 14 ago. 2022.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 14 ago. 2022.

CARVALHAL-DA-SILVA, A.; LEAL, R. Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil. *Coppead Working Paper Series*, Nº 309, NOV. 2003.

COELHO, Fabio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. Vol. II. 16 ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

DYCK, A., ZINGALES, L. 2002, Private Benefits of Control: An International Comparison, *Journal of Finance*, forthcoming.

EIZIRIK, Nelson. O mito do “controle gerencial” – alguns dados empíricos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 66, p. 103-106, abr/jun 1987.



GORGA, Erica. *Direito societário atual*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). *Manual de Governança Corporativa*. 2009. Disponível em: [www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/codigoMP\\_5edicao\\_web.pdf](http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/codigoMP_5edicao_web.pdf). Acesso em: 21 jan. 2022.

JENSEN, M.; MECKLING, W. 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A. e VISHNY, R. Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance* 52, 1997, 1131-1149.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro*. Atualizado por Ricardo Negrão. Campinas: Bookseller, 2000, v. 1, p. 24.

NENOVA, Tatiana., 2003, The Value of Corporate Voting Rights and Control: A CrossCountry Analysis, *Journal of Financial Economics*, 68 325-351.

Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). *Guia Prático de Governança Corporativa*. 2014. Disponível em: [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/577e088048a7e3d19a47df6060ad5911/Guide\\_Portuguese.pdf?MOD=AJPERE....](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/577e088048a7e3d19a47df6060ad5911/Guide_Portuguese.pdf?MOD=AJPERE....) Acesso em: 21 jan. 2022.

Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). *Principles of Corporate Governance*. 2004. Disponível em: <http://www.oecd.org/DATAOECD/32/18/31557724.pdf>. Acesso em: 21 jan. 2022.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. Vol. II. 29 ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

SCARTON, L. M.; WINCK, C. A.; LEONARDI, a. Confiança em redes segundo a teoria da nova economia institucional. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*. Rio de Janeiro, v. 5, n. 2, p. 66-78, mai./ago. 2011.



SILVEIRA, A. D. M.; DIAS JR, A. L. What is the impact of bad governance practices in a concentrated ownership environment?. *International Journal of Disclosure and Governance*. V. 7, n. 1, p. 70-91, 2010.

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial*. Vol. I. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2013.

VON ADAMEK, Marcelo Vieira. *Responsabilidade Civil dos Administradores das S/A e as Ações Correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009.

WILLIAMSON, Oliver. Transaction cost economics and organization theory. *Industrial and Corporate Change*, Oxford, v.2, n.1, p.107-156, Jan. 1993.

WILLIAMSON, Oliver. The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract. *Journal of Economic Perspectives*. v. 16, n. 3, p. 171–195, 2002.



E-Civitas - Revista Científica do Curso de Direito do UNIBH – Belo Horizonte

Volume XVI, número 2, dezembro de 2023 – ISSN: 1984-2716 – [ecivitas@unibh.br](mailto:ecivitas@unibh.br)