

MARIANA MARTINS-COSTA FERREIRA

**RESPONSABILIDADE CIVIL PELA FALHA INFORMACIONAL NO MERCADO DE
VALORES MOBILIÁRIOS: PRESSUPOSTOS E ANÁLISE CRÍTICA**

Tese de Doutorado

Orientador: Professor Associado Doutor Eduardo Secchi Munhoz

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
São Paulo/SP
2022**

MARIANA MARTINS-COSTA FERREIRA

**RESPONSABILIDADE CIVIL PELA FALHA INFORMACIONAL NO MERCADO DE
VALORES MOBILIÁRIOS: PRESSUPOSTOS E ANÁLISE CRÍTICA**

Tese de Doutorado 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 Doutora em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Professor Associado Doutor Eduardo Secchi Munhoz.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo/SP

2022

Catálogo da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Ferreira, Mariana Martins-Costa
RESPONSABILIDADE CIVIL PELA FALHA INFORMACIONAL
NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS: PRESSUPOSTOS E
ANÁLISE CRÍTICA ; Mariana Martins-Costa Ferreira ;
orientador Eduardo Secchi Munhoz -- São Paulo, 2022.
481 f.

Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em
Direito Comercial) - Faculdade de Direito,
Universidade de São Paulo, 2022.

1. responsabilidade civil. 2. falha
informativa. 3. mercado de valores mobiliários. I.
Munhoz, Eduardo Secchi, orient. II. Título.

MARIANA MARTINS-COSTA FERREIRA

**RESPONSABILIDADE CIVIL PELA FALHA INFORMACIONAL NO MERCADO DE
VALORES MOBILIÁRIOS: PRESSUPOSTOS E ANÁLISE CRÍTICA**

Tese de Doutorado 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 Doutora em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Professor Associado Doutor Eduardo Secchi Munhoz.

Ata n. _____/2022.

Aprovada em _____ de 2022.

Banca Examinadora

Orientador: Professor Associado Doutor Eduardo Secchi Munhoz

Universidade de São Paulo - USP

Examinador:

Examinador:

Examinador:

Examinador:

Examinador:

*À Myriam Louzada Martins Costa e
ao Celso Ignacio de Almeida Martins Costa
(in memoriam)*

AGRADECIMENTOS

É lugar-comum afirmar que escrever uma tese de doutorado é uma atividade solitária. O processo de redação desta tese de doutorado, para além de todos os desafios próprios desta etapa acadêmica, teve como contexto uma pandemia. Universidades, bibliotecas, fronteiras, escritórios, restaurantes e tantos outros espaços de convivência foram fechados, por tempo indeterminado. Os contatos presenciais foram substituídos por contatos virtuais e telefônicos. Os livros impressos foram substituídos, muitas vezes, por cópias digitais. Aulas e debates no Largo São Francisco tiveram que ser substituídos por aulas virtuais e *webinars*. Apenas com a conclusão desta tese, pode-se afirmar, com alegria e esperança, que os tempos de isolamento ficaram no passado.

O isolamento físico, porém, não impediu que este trabalho tenha se beneficiado da contribuição de muitos professores, familiares e amigos queridos, a quem faço os agradecimentos.

Ao Prof. Eduardo Secchi Munhoz, agradeço pela orientação e pela amizade construída ao longo dos oito anos de orientação de mestrado e doutorado nas Arcadas. Em especial, agradeço pela disponibilidade e contribuições nas diversas discussões – tão frutíferas quanto acaloradas – sobre o tema deste trabalho. Agradeço, também, pela oportunidade de participar das monitorias de graduação e pós-graduação das suas disciplinas por praticamente todo o período de mestrado e doutorado, que foram essenciais para a minha formação.

À Prof. Judith Martins-Costa, minha queridíssima prima e eterna orientadora, agradeço por estar sempre ao meu lado, em todos os desafios e conquistas desde os bancos da Faculdade de Direito da UFRGS. Agradeço, também, por todas as lições, incentivos, conselhos e, principalmente, pelo seu exemplo nas mais diversas esferas da vida. Agradeço, ainda, pela leitura atenta deste trabalho, por todas as contribuições e críticas e pela disponibilidade em discutir as questões mais complexas deste trabalho.

Ao Prof. José Alexandre Tavares Guerreiro agradeço pela amizade, confiança e pelo agradável convívio diário estabelecidos ao longo de quase uma década. Não poderia deixar de agradecer, ainda, por todas as contribuições feitas à tese desde o primeiro dia. As sugestões

propostas na Banca de Qualificação e nas inúmeras conversas durante a redação desta tese foram fundamentais para a conclusão do trabalho.

Agradeço, ainda, à Prof. Sheila Neder Cerezetti pela amizade de tantos anos, por todos os conselhos, incentivos, ensinamentos e oportunidades, sem os quais os anos de pós-graduação não teriam sido os mesmos. Agradeço, não apenas pelas contribuições na Banca de Qualificação, mas também pela sua constante disponibilidade para discutir teses e dúvidas surgidas na elaboração do trabalho, desde quando ainda estava em fase embrionária.

Aos Prof. Juliana Krueger Pela, Francisco Satiro e Cristiano Zanetti agradeço pela convivência e por todo aprendizado nas disciplinas cursadas durante o Doutorado.

Agradeço ao Instituto Max-Planck de Direito Comparado e Internacional Privado (*Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht*) pela bolsa de pesquisa e por ter gentilmente me recebido para mais um período de pesquisa na sua biblioteca. Agradeço, em especial, aos Prof. Klaus Hopt e Jan Schmidt pela disponibilidade para discutir e colaborar com ideias para o desenvolvimento do trabalho.

Um agradecimento especial cabe à Renata Steiner e João Paulo Godoy pela leitura atenta da tese na sua versão final, que foram fundamentais para o aprimoramento do trabalho. À Renata Steiner, ainda, agradeço pela disponibilidade, generosidade acadêmica e principalmente pela paciência (praticamente diária) de discutir questões de direito civil da tese. Agradeço também ao Gabriel Buschinelli e Thiago Tannous que estiveram sempre dispostos a discutir e contribuir para a construção das teses desenvolvidas neste trabalho.

Agradeço a todos os amigos que pacientemente ouviram as ideias desenvolvidas ao longo do doutorado e pelas relevantes sugestões e contribuições: Aline Terra, Ana Beneti, Ana Carolina Weber, Antonio Pedro Garcia de Souza, Berardino Neto, Caterina Mazzanti, Daniel Kalansky, Debora Mazzuca, Deborah Pereira Santos, Diogo Gonçalves, Elis Barbieri, Fabiana Almeida, Giacomo Grezzana, Giovana Benetti, Guilherme Setoguti, José Ferreira Gomes, Julio Neves, Laura Patella, Nicola Raca Bromberg, Otavio Motta, Pedro Pablo Carbó, Rafael Xavier, Renata Fialho de Oliveira, Rodrigo da Guia, Rui Dias, Vincenzo Antonini. À Renata Fialho de Oliveira agradeço, ainda, pela amizade de tantos anos e por estar ao meu lado em todos os momentos, como parte da minha família.

Ao Matheus, meu marido, faltam palavras para agradecer por tanto. Seu amor, amizade e companheirismo tornam os dias mais leves e doces. Agradeço, por fim, aos meus pais, Flávio e Heloisa, e ao meu irmão, Eduardo, por todo amor e incentivos. Obrigada por estarem ao meu lado a todo momento!

RESUMO

Mariana Martins Costa Ferreira. Responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários: pressupostos e análise crítica. 481 f. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

O presente estudo teve como objetivo analisar os pressupostos e efeitos do regime geral de responsabilidade civil aplicáveis às falhas informacionais no mercado de valores mobiliários. A tese sustenta que (i) a responsabilidade civil por falhas informacionais é extracontratual, (ii) a falha informacional – comissiva ou omissiva – pode causar danos residuais, em caso de dolo na subscrição, e danos informacionais, em caso de distorção do preço da aquisição ou da venda dos valores mobiliários, (iii) o dano informacional depende (a) da aquisição ou venda de valores mobiliário no período entre a falha informacional e a descoberta, e (b) da correção do preço dos valores mobiliários na descoberta da falha informacional, (iv) o nexo de causalidade pode ser demonstrado por meio de estudos econométricos, (v) com base em juízo de probabilidade lógica, o julgador deve determinar a suficiência do estudo econométrico para demonstrar o nexo de causalidade, (vi) o dano informacional é a diferença entre o preço de aquisição ou de venda e o preço hipotético que deveria ter se formado, se não tivesse ocorrido a falha informacional, (vii) tanto a companhia como os administradores podem ser responsabilizados por danos causados por falhas informacionais, (viii) os titulares de valores mobiliários que adquiriram valores mobiliários por preço inflacionado ou venderam valores mobiliários por preço deflacionado podem ser lesados pela falha informacional, (ix) a responsabilidade civil possui função compensatória e não dissuasória, (x) com base no regime geral, a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários não consegue nem atender à função compensatória, nem colaborar para o funcionamento do sistema de tutela dos investidores. Ao final, são apresentadas propostas *de lege ferenda* para aprimorar o sistema legal de tutela do investidor, em especial, as normas de direito processual e de direito material sobre a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários.

Palavras-chave: responsabilidade civil, falha informacional, mercado de valores mobiliários.

ABSTRACT

Mariana Martins Costa Ferreira. Civil liability for Disclosure Violations in the securities market: requirements and critical analysis. 481 f. Doctoral thesis. Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2022.

The present study aimed to analyze the requirements and effects of civil liability for disclosure violations in the securities market. The thesis holds that (i) civil liability for disclosure violations is ruled by tort law, (ii) misstatements and false disclosures might cause damages, in case of fraudulent concealment in the subscription of securities, and damages, in case of distortion of the price of the purchase or sale of the securities, (iii) investors are entitled to recover damages if (a) the securities' purchase or sale occurred during the period when the price was affected by incorrect disclosures, and (b) the price of the securities was actually corrected after that period, (iv) the causal link might be demonstrated through event studies, (v) based on a judgment of logical probability, the judge must determine the sufficiency of the event study to demonstrate the causal link, (vi) the damages are the difference between the purchase or sale price and the hypothetical price that would have been paid, if the disclosure violations had not occurred, (vii) both the company and the officers or directors might be liable for damages caused by disclosures failures, (viii) holders of securities who purchased securities at an inflated price or sold securities at a deflated price may be harmed by the informational failure, (ix) under the Brazilian law civil liability has a compensatory and not a deterrent function, (x) based on the Brazilian tort law, civil liability for disclosure violations in the securities market can neither meet the compensatory function, nor collaborate for the functioning of the investor protection system. In the end, *de lege ferenda*, the thesis' proposals are presented to improve the legal system of investor protection the rules of procedural law and substantive law on civil liability for disclosure violations in the securities market.

Keywords: civil liability, disclosure violations, securities market.

ZUSAMMENFASSUNG

Mariana Martins Costa Ferreira. Kapitalmarktinformationshaftung: Anforderungen und kritische Analyse. 481 f. Doktorarbeit. Juristische Fakultät, Universität São Paulo, São Paulo, 2022.

In der vorliegenden Arbeit wurde die Anforderungen und Auswirkungen der Kapitalmarktinformationshaftung zu analysiert. Der Arbeit besagt, daß (i) die Kapitalmarktinformationshaftung im Deliktsrecht geregelt ist, (ii) falsche Angaben und falsche Informationen können im Falle einer betrügerischen Verschleierung bei der Zeichnung von Wertpapieren zu Schäden und im Falle einer Verzerrung des Preises für den Kauf oder Verkauf der Wertpapiere zu Schäden führen, (iii) Die Anleger haben Anspruch auf Schadensersatz, wenn (a) der Kauf oder Verkauf der Wertpapiere während des Zeitraums erfolgte, in dem der Kurs durch unrichtige Angaben beeinflusst wurde, und (b) der Kurs der Wertpapiere nach diesem Zeitraum tatsächlich korrigiert wurde, (v) der Richter muss auf der Grundlage einer Beurteilung der logischen Wahrscheinlichkeit feststellen, ob die Ereignisstudie ausreicht, um den Kausalzusammenhang nachzuweisen, (vi) der Schaden ist die Differenz zwischen dem Kauf- oder Verkaufspreis und dem hypothetischen Preis, der gezahlt worden wäre, wenn die Offenlegungsverstöße nicht stattgefunden hätten, (vii) sowohl das Unternehmen als auch die leitenden Angestellten können für Schäden, die durch die unterlassene Offenlegung entstehen, haftbar gemacht werden, (viii) Inhaber von Wertpapieren, die Wertpapiere zu einem überhöhten Preis gekauft oder zu einem unterhöhten Preis verkauft haben, können durch die falsche Angaben geschädigt werden, (ix) Nach brasilianischem Recht hat die zivilrechtliche Haftung eine ausgleichende und keine abschreckende Funktion, (x) auf der Grundlage des brasilianischen Deliktsrechts kann die zivilrechtliche Haftung für Verstöße gegen die Offenlegungspflichten auf dem Wertpapiermarkt weder eine Entschädigungsfunktion erfüllen, noch zum Funktionieren des Anlegerschutzsystems beitragen. Abschließend werden de lege ferenda Vorschläge zur Verbesserung des Rechtssystems des Anlegerschutzes, des Verfahrensrechts und des materiellen Rechts zur zivilrechtlichen Haftung für Offenlegungsverstöße auf dem Wertpapiermarkt vorgelegt.

Stichworte: Zivilrechtliche Haftung, Offenlegungsverstöße, Wertpapiermarkt.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Informação falsa positiva.....	153
Figura 2 - Omissão de Informação Negativa.....	154
Figura 3 - Informação Falsa Negativa	155
Figura 4 - Omissão de Informação Positiva	155
Figura 5 - Linha de preço e linha de valor.....	204
Figura 6 - Curva de distribuição normal de probabilidade.....	212

ABREVIATURAS

§ - Parágrafo

§§ - Parágrafos

AGO – Assembleia geral ordinária de acionistas de sociedades anônimas

AktG – Lei das Sociedades Anônimas Alemã (*Aktiengesetz*)

BGH – Tribunal de Justiça Federal da Alemanha (*Bundesgerichtshof*)

cf. – Conforme

Código Civil ou CC – Lei n. 10.202, de 10 de janeiro de 2002

BGB – Código Civil Alemão (*Bürgerliches Gesetzbuch*)

CC/16 – Lei n.º 3.071, de 1.º de janeiro de 1916.

Código de Defesa do Consumidor ou CDC – Lei n. 8.078, de 11 de setembro de 1990

CMN – Conselho Monetário Nacional

Código Civil Francês – Code Civil, de 15 de março de 1803, conforme alterado, da França

Código Civil Italiano – Regio Decreto 16 de março de 1942, n. 262, conforme alterado, da Itália.

Código Civil Português – DL n.º 47344/66, de 25 de novembro de 1966, conforme alterado, de Portugal.

Código Comercial – Lei n.º 556, de 25 de junho de 1850.

Código Comercial Alemão – *Handelsgesetzbuch* – HGB

Código Comercial Francês – Code de Commerce de 2000, conforme alterado, da França

Código Comercial Italiano de 1882 – Codice di Commercio 1882

Código das Sociedades Comerciais – DL n. 262/86, de 02 de setembro de 1986, conforme alterado, de Portugal

Código dos Valores Mobiliários - Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro de 1999, conforme alterado, de Portugal

Código de Processo Civil ou CPC – Lei n.º 13.105, de 16 de março de 2015

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

Des. – Desembargador

DFP – Formulário de demonstrações financeiras padronizadas

Dir. – Diretor

Dir. Rel. – Diretor Relator

DRI – Diretor de relações com investidores

et al – e outros (do latim *et alii*)

f. - folhas

ICVM – Instrução da CVM

ITR – Formulário de informações trimestrais

KAGB – Código de Investimentos Alemão (*Kapitalanlagegesetzbuch*)

KMG - Kapitalmarktgesetz de 2019 da Áustria

Lei das Sociedades Anônimas de 1867 - Lei das Sociedades Anônimas de 22 de junho de 1867 de Portugal

Lei das Sociedades Comerciais de 1867 - *Loi du 24 juillet 1867* da França

Min. – Ministro

n. – Número

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

p. – página

pp. - páginas

PAS CVM – Processo Administrativo Sancionador julgado pelo Colegiado da CVM

Rel. - Relator

RESP – Recurso Especial

Rn. – Número da margem (*Randnummer*)

RT – Revista dos Tribunais

RTD Civ - Revue trimestrielle de droit civil

RTD Com - Revue trimestrielle de droit commercial

S/A – Sociedades por Ações

ss. – Seguintes

StGB – Código Penal Alemão (*Strafgesetzbuch*)

STJ – Superior Tribunal de Justiça

Trad. – Tradutor

TUF – Lei do Mercado Financeiro italiana (*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*)

vs. – versus

VermAnIG – Lei Alemã sobre produtos de investimentos (*Gesetz über Vermögenanlagen*)

WM – Wertpapier-Mitteilungen

WpPG – Lei Alemã sobre a elaboração, aprovação e publicação do prospecto a ser publicado quando os valores mobiliários são oferecidos ao público ou quando os valores mobiliários são admitidos à negociação em mercado organizado (*Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist*)

WpHG – Lei Alemã sobre negociação de valores mobiliários (*Gesetz über den Wertpapierhandel*)

ZGR- Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	17
PARTE I – FONTE E PRESSUPOSTOS DA RESPONSABILIDADE CIVIL	24
CAPÍTULO 1 – CONFIGURAÇÃO DOS DEVERES DE INFORMAR E DE INDENIZAR NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	25
1.1. A fonte dos deveres de informar e de indenizar no mercado de valores mobiliários	25
1.1.1. A fonte do dever de informar	26
1.1.1.1. O papel da informação no mercado de valores mobiliários	26
1.1.1.2. Dever de informar ex vi legis.....	35
1.1.1.2.1. Informações contínuas das companhias abertas	39
1.1.1.2.2. Informações para oferta pública de emissão de valores mobiliários	47
1.1.2. A fonte do dever de indenização	51
1.2. Atributos do dever de informar	61
1.2.1. Como deve ser informado?.....	61
1.2.2. Quem tem a informação e quem deve informar?.....	64
1.2.2.1. Imputação do dever de informar: companhia ou administrador?	64
1.2.2.2. Imputação do dever de informar: a qual administrador?	71
1.3. Violação do dever de informar como requisito do dever de indenizar	77
1.3.1. Qual foi a conduta violadora do dever de informar?	77
1.3.1.1. Como ocorreu a falha informacional?	78
1.3.1.2. Quando ocorreu a falha informacional?	86
1.3.2. Distinções entre ilícitos relacionados	90
CAPÍTULO 2 – DANO	93
2.1. Relação entre interesse e dano	94
2.1.1. Teoria da diferença e teoria do interesse	94
2.1.2. Interesses tutelados pela regulação da informação no mercado de valores mobiliários	99
2.2. Danos causados pela falha informacional: espécies e atributos	105
2.2.1. Espécies.....	105
2.2.1.1. Dano pela interferência na decisão do investidor.....	107
2.2.1.1.1. Danos residuais decorrentes do dolo principal.....	108
2.2.1.1.2. Perda de uma chance por falha informacional no mercado de valores mobiliários?.....	121
2.2.1.2. Dano informacional pela distorção do preço dos valores mobiliários.....	139
2.2.1.2.1. Requisito do negócio jurídico	140
2.2.1.2.2. Requisito da correção do preço de mercado	144
2.2.2. Atributos do dano	158
2.2.2.1. Dano direto	159
2.2.2.2. Dano certo.....	164
CAPÍTULO 3 – NEXO DE CAUSALIDADE	168
3.1. Configuração do nexo de causalidade	169
3.1.1. Análise teórica do nexo de causalidade.....	169
3.1.1.1. A dupla função do nexo de causalidade	169
3.1.1.2. Teorias do nexo de causalidade.....	171
3.1.2. A identificação da causa do dano	175
3.1.2.1. O fenômeno da multiplicidade de “causas”	175
3.1.2.2. Causalidade por omissão informativa	179
3.2. Prova do nexo de causalidade	182
3.2.1. Meios de prova	183
3.2.1.1. Danos residuais decorrentes do dolo principal.....	184
3.2.1.2. Distorção dos preços dos valores mobiliários	186
3.2.1.2.1. Desafios e limitações da prova.....	186
3.2.1.2.2. Métodos econométricos: a experiência norte-americana com a prova do nexo causal	196
a. Método da comparação com índices	204
b. Método do estudo de evento	207
3.2.2. Valoração da prova.....	220

PARTE II – EFEITOS DA RESPONSABILIDADE CIVIL	231
CAPÍTULO 4 – O <i>QUANTUM</i> INDENIZATÓRIO	232
4.1. Quantificação dos danos residuais decorrentes do dolo principal.....	233
4.2. Quantificação do dano informacional pela distorção do preço dos valores mobiliários.....	237
CAPÍTULO 5 – OS SUJEITOS ATIVO E PASSIVO DA RELAÇÃO DE INDENIZAÇÃO	248
5.1. Quem deve indenizar?	248
5.1.1. Pressupostos teóricos	249
5.1.1.1. Análise histórico-dogmática da noção de pessoa jurídica	249
5.1.1.2. Elementos essenciais das sociedades anônimas	254
5.1.1.2.1. Organização finalística	255
5.1.1.2.2. Imputação de situações jurídicas	257
5.1.1.2.3. Separação patrimonial	261
5.1.1.2.4. Limitação de responsabilidade	262
5.1.2. Sujeitos passivos da relação de reparação	263
5.1.2.1. Imputação do ilícito.....	264
5.1.2.1.1. Dever jurídico e consequências legais.....	271
5.1.2.1.2. Conduta ilícita e sociedade anônima	278
a. Evolução histórica	279
b. Macrossistema de responsabilidade civil das pessoas jurídicas	289
c. Direito estrangeiro	291
d. Síntese	298
5.1.2.2. Imputação do dever de indenizar.....	299
5.1.2.2.1. Fator de imputação	300
a. Determinação do fator de imputação	300
b. Culpa no cumprimento do dever de informar.....	307
5.1.2.2.2. Pluralidade de responsáveis.....	312
a. Identificação dos responsáveis pelo dever de indenizar	313
b. Solidariedade passiva	324
5.2. Quem deve ser indenizado?	328
PARTE III – EFETIVIDADE DO REGIME JURÍDICO ATUAL	333
CAPÍTULO 6 – TUTELA DOS INVESTIDORES E O PARADOXO DA RESPONSABILIDADE CIVIL	334
6.1. Como os interesses dos investidores são tutelados?	337
6.1.1. Tutela ex ante	337
6.1.2. Tutela ex post	345
6.2. Qual é a função da responsabilidade civil?.....	351
CAPÍTULO 7 – ANÁLISE CRÍTICA E PROPOSIÇÕES	363
7.1. Análise crítica.....	363
7.1.1. O regime geral de responsabilidade civil é suficiente?.....	364
7.1.2. Os instrumentos processuais são satisfatórios?.....	368
7.1.3. A responsabilidade civil atende à sua função?	380
7.2. Proposições	396
7.2.1. Regime especial de responsabilidade civil	396
7.2.2. Aprimoramentos dos instrumentos processuais.....	401
7.2.3. Fortalecimento de outros instrumentos de enforcement	406
CONCLUSÃO.....	409
BIBLIOGRAFIA	420

INTRODUÇÃO

“While in the 1920s the prevailing perception was that investors had been defrauded by offerings of securities of dubious quality and by market manipulators, in the new millennium investors’ perception is that they have been defrauded by managers who are not accountable to anyone”¹

A presente tese tem por objeto apresentar análise crítica sobre os pressupostos e os efeitos da responsabilidade civil por falha na divulgação de informações de companhia aberta no mercado de valores mobiliários. Trata-se da hipótese em que a companhia aberta² descumpra dever de informar o mercado de valores mobiliários³. E a falha informacional interfere no preço de subscrição em oferta pública⁴ de emissão⁵ de valores mobiliários ou de compra ou de venda de valores mobiliários no mercado secundário⁶.

A principal contribuição do trabalho que se pretende oferecer é a apresentação de modelo hermenêutico⁷ inovador sobre o conceito de danos causados por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários a partir do regime geral de responsabilidade civil brasileiro. Para tanto, será

¹ ZINGALES, Luigi, “The Future of Securities Regulation”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 47, n. 2, maio/2009, p. 413.

² Não se pretende analisar, neste estudo, a responsabilidade civil de instituições intermediárias, de consultores e analistas, de auditores, nem mesmo de agências de *rating*, por eventuais falhas no cumprimento dos respectivos deveres informacionais, ainda que relacionados àqueles da companhia aberta.

³ O trabalho não diz respeito aos casos em que ilícitos cometidos por administradores provocam dano patrimonial à companhia e, indiretamente, ocasionam a desvalorização das ações de companhia aberta.

⁴ Não será objeto deste estudo a responsabilidade por falhas informacionais no âmbito de ofertas privadas ou ofertas públicas distribuídas com esforços restritos.

⁵ Não é objeto deste estudo a responsabilidade por falhas informacionais em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Mesmo as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de titularidade de acionistas controladores das companhias abertas estão excluídas do objeto deste estudo, ainda que, nesse caso, ao menos algumas das considerações aqui expostas possam ser estendidas a tais ofertas, considerando, inclusive, o disposto no art. 2º, §2º, Lei n. 6.385/76, que estende o regime previsto na lei de mercado aplicável às companhias abertas aos seus acionistas controladores. De toda forma, em linha com o recorte proposto, adota-se o conceito restrito de “oferta pública de emissão de valores mobiliários” para indicar apenas as ofertas públicas realizadas pela companhia aberta para distribuição de novos valores mobiliários de sua emissão.

⁶ O mercado primário se caracteriza por ser o ambiente no qual os agentes deficitários, emissores de valores mobiliários, captam recursos diretamente dos agentes superavitários para financiamento da sua atividade, com a intermediação de *underwriters*. O mercado secundário tem como distintivo as negociações de valores mobiliários já emitidos no mercado primário, por meio da intermediação de bolsas ou entidades de balcão para assegurar ambiente seguro para negociação e liquidação. Vide a respeito SANTOS, Aline de Menezes. “Art. 1º”. (in) CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 26-27.

⁷ Essa noção foi proposta por Miguel Reale, entre outros trabalhos, em REALE, Miguel. *Fontes e Modelos do Direito*. São Paulo: Saraiva, 1994, p. 107.

necessário apresentar, crítica propositiva a fim de demonstrar como a responsabilidade civil por falha informacional poderia contribuir para o sistema de tutela de investidores.

Sobram motivos para a escolha do tema. O primeiro é a relevância prática, corroborada pelas demandas indenizatórias judiciais e arbitrais surgidas nos últimos anos no Brasil de investidores contra companhias abertas e administradores. Foram propulsoras dessa onda de ações indenizatórias individuais e coletivas no Brasil as *class actions* por danos causados em decorrência de falhas informacionais dolosas iniciadas nos Estados Unidos por titulares de *American Depositary Receipt (ADR)*⁸. Citem-se, apenas a título exemplificativo, os casos da Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras⁹, do Banco Bradesco S.A.¹⁰, da Braskem S.A.¹¹, da BRF S.A.¹², da

⁸ Os ADRs são certificados emitidos nos Estados Unidos por instituição depositária, representativos dos ativos autorizados em regulamentação específica emitida pelo CMN, depositados em custódia específica no País. Desde 01/04/2020, com a Resolução CVM 621/20 e Resolução CMN n. 4.761/19, as companhias abertas brasileiras poderão prever, alterar ou mesmo cancelar programas de “*depository receipts*” sem prévia autorização da CVM.

⁹ Em Fato Relevante, em 03/01/2018, a Petrobras revelou a celebração de acordo por US\$ 2,95 bilhões para encerrar, nos Estados Unidos, a *securities class action (In re Petrobras Securities Litigation, caso n. 14-cv-9662 (JSR))*. Segundo Formulário de Referência atualizado até 09/03/2022, a Petrobras responde a sete arbitragens por danos causados por falhas informacionais. Uma delas foi iniciada por associação que pretende representar os acionistas que adquiriram ações da companhia entre 22/01/2010 e 28/07/2015. Segundo a Petrobras, todas as arbitragens visam indenização por danos causados aos acionistas pela diminuição do preço das ações, decorrentes dos atos revelados pela Operação Lava Jato. Em uma das arbitragens, foi proferida sentença arbitral parcial reconhecendo a responsabilidade civil da companhia. Ainda segundo informado no Formulário de Referência, em 11/11/2020, a 5ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro/RJ anulou a sentença arbitral, estando pendente apelação. No Formulário de Referência da Petrobras de 2021, há informação de que a companhia responde à sete arbitragens por danos causados a investidores, sendo seis instauradas por múltiplos investidores nacionais e estrangeiros, e uma por associação de investidores.

¹⁰ Em Comunicado ao Mercado, em 01/07/2019, o Banco Bradesco S.A. informou que celebrou acordo por US\$ 14,5 milhões para encerrar, nos Estados Unidos, a *securities class action (In re Banco Bradesco S.A. Securities Litigation, caso n. 1:16-cv-4155-GHW)*. A *securities class action* tinha por fundamento omissões de informações e divulgação de informações falsas a fim de esconder esquema de propina. No Formulário de Referência da companhia, desde 2016 até 2022 (atualizado até 11/03/2022), não foi divulgada informações sobre o ajuizamento de ações indenizatórias sobre a mesma falha informacional no Brasil.

¹¹ Em Comunicado ao Mercado, em 21/02/2018, a Braskem S.A. informou que celebrou acordo por US\$ 10 milhões para encerrar, nos Estados Unidos, a *securities class action (In re Braskem Securities Litigation, caso n. 15-CV-5132-PAE)*. Em 25/08/2020, nova *securities class action* foi iniciada por titulares de ADRs junto à Corte de Nova Jersey, nos Estados Unidos, contra a companhia e administradores por falhas informacionais quanto ao evento geológico em Alagoas, conforme Formulário de Referência atualizado até 14/01/2022. Não há notícia, no formulário de referência de ações indenizatórias no Brasil movidas por investidores por falhas informacionais.

¹² Em Comunicado ao Mercado, em 23/04/2020, foi informada a celebração de acordo por US\$ 40 milhões para encerrar, nos Estados Unidos, a *securities class action (In re BRF S.A. Securities Litigation, caso n. 1:18-cv-02213-PKC)*. No Formulário de Referência da BRF S.A., atualizado até 18/04/2022, foi informado que investidores iniciaram três arbitragens, posteriormente consolidadas, contra a companhia, visando indenização por danos em razão da queda no preço das ações da companhia, a partir de 04/04/2013.

Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobras¹³, da Embraer S.A.¹⁴, da Gerdau S.A.¹⁵, da JBS S.A.¹⁶ e da Vale S.A.¹⁷. Esses foram casos que chamaram a atenção tanto para as dificuldades práticas de responsabilização dos agentes responsáveis pela falha no cumprimento do dever de informar no Brasil, como para a maior facilidade para indenização dos prejudicados, pelo mesmo ilícito, nos Estados Unidos.

Quando as companhias abertas brasileiras passaram a celebrar acordos milionários com os titulares de ADRs para encerrar as *class actions*, advogados e juristas brasileiros começaram a sustentar publicamente a necessidade ou, sob outra perspectiva, a impossibilidade jurídica de conceder o mesmo direito à indenização aos titulares dos valores mobiliários de emissão dessas

¹³ Em Fato Relevante, em 02/05/2018, a Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobras revelou que celebrou acordo por US\$ 14,75 milhões para encerrar, nos Estados Unidos, *securities class action* (*In re Eletrobras Securities Litigation, caso n. 15-cv-5754-JGK*). Em 09/10/2019, foi ajuizada outra *securities class action* contra a companhia e administradores por titulares de ADR por falhas informacionais em relação a supostos passivos relacionados a títulos ao portador emitidos aproximadamente entre 1964 e 1976 e empréstimos compulsórios emitidos entre 1977 e 1993. Em 03/02/2021, a demanda foi rejeitada pela corte norte-americana. Até 20/04/2022, no Formulário de Referência de 2021, não havia informação sobre ações no Brasil por falhas informacionais.

¹⁴ Em 08/08/2016, foi iniciada *securities class action* contra Embraer S.A. por supostas falhas informacionais a respeito de propinas para agentes públicos na República Dominicana. A *securities class action* foi encerrada antecipadamente por decisão da corte norte-americana de Nova York, em 30/03/2018, conforme informado pela Companhia no Formulário de Referência atualizado até 17/03/2022.

¹⁵ No Formulário de Referência de 2018 (versão 11), foi informado que, em 05/07/2017, a companhia celebrou acordo por US\$ 15 milhões, para encerrar a *securities class action* (*Donald P. Boland, et al. v. Gerdau S.A., et al., caso n. 1:16-cv-03925-LLS*). No Formulário de Referência da companhia, desde 2017 até 2022 (atualizado até 01/01/2022), não há informações sobre ações indenizatórias por falha informacional ajuizadas no Brasil.

¹⁶ No Formulário de Referência de 2019 (versão 6), a JBS S.A. informou a existência de *securities class action* contra a companhia, nos Estados Unidos, com objetivo de ressarcimento de danos sofridos pelos investidores com a desvalorização dos ADRs (*GWI Enterprise Ltd. v. JBS S.A., et al., caso n. 1:17-cv-03084-ILG-RER*). A partir do Formulário de Referência de 2020, a companhia não mais informa sobre a referida *securities class action*. Tem-se notícia de que, em 2019, a companhia celebrou acordo com os investidores para encerrar o litúgio por US\$ 5,46 milhões, cf. <https://www.bermantabacco.com/wp-content/uploads/2019/04/jbs-notice.pdf>. Há, ainda, notícia de que grupo de investidores iniciou em 2020 arbitragem multiparte contra a JBS S.A., cf. CUYUN, Andres. “JBS Securities Arbitration in Brazil”, DRRT, 18/03/2020. Não há, porém, nos Formulários de Referência da companhia de 2020 a 2022, informações sobre arbitragens de investidores contra a companhia por falhas informacionais.

¹⁷ Em Comunicado ao Mercado, em 10/06/2020, a Vale S.A. revelou que celebrou acordo por US\$ 25 milhões para encerrar, nos Estados Unidos, *securities class action* (*In Re Vale S.A. Securities Litigation, caso n. 1:15-cv-9539-GHW*), relativa a danos causados por falhas informacionais sobre os riscos das operações da Barragem de Fundão da Samarco. Além disso, em Comunicado ao Mercado, em 29/01/2019, a Vale informou o ajuizamento de *securities class action* por detentores de ADR contra Vale e administradores, nos Estados Unidos, por alegadas falhas informacionais sobre os riscos e danos potenciais no caso de rompimento da Barragem do Feijão em Brumadinho, MG, Brasil (*In Re Vale S.A. Securities Litigation, caso n. 19-cv-526-RJD-SJB*). Conforme Formulário de Referência de 2021, no Brasil, a Vale é requerida em (i) uma arbitragem movida por 166 acionistas minoritários, (ii) uma arbitragem movida por uma associação de classe que pretende representar todos os acionistas minoritários da Vale, e (iii) uma arbitragem movida por fundos estrangeiros, por danos causados por falhas informacionais quanto aos riscos associados à barragem B1 em Brumadinho. Ainda, em 28/04/2022, em Comunicado ao Mercado, a Vale informou sobre o ajuizamento de outra *securities class action* pela SEC contra a companhia, nos Estados Unidos. A ação está fundamentada em falhas informacionais da companhia sobre a gestão de segurança das barragens da Vale anteriormente ao rompimento da barragem em Brumadinho/MG.

companhias no Brasil¹⁸. Surgiram ainda debates e estudos sobre as dificuldades de cumprimento forçado das normas sobre direito societário e sobre mercado de capitais no Brasil em comparação com os mecanismos de *enforcement* público e privado nos Estados Unidos¹⁹. O fato de muitas companhias abertas brasileiras terem cláusulas arbitrais em seus estatutos sociais abarcando litígios por descumprimento de normas das Leis n. 6.404/76 e 6.385/76 tornou ainda mais complexo o pleito coletivo dos investidores no Brasil.

O tema ainda se justifica por conta da atualidade das controvérsias que surgiram no contexto dessas ações, algumas delas sobre aspectos de direito material e outras de direito processual. Nesse sentido, houve quem tenha defendido a impossibilidade jurídica da responsabilidade civil da companhia aberta²⁰, ao passo que outros defenderam a responsabilidade civil objetiva²¹ ou mesmo subjetiva²² da companhia aberta. Para alguns, ainda, inexistiria dano dos

¹⁸ “Seminário sobre os 40 Anos das Leis 6.404/76 e 6.385/76”, organizado pela BM&FBOVESPA, em São Paulo, no dia 28 de novembro de 2016, cf. AMEC, “Presidente da Amec participa de seminário dos 40 anos da lei das S.A.”; *Webinar* “Responsabilidade das companhias abertas e arbitragens coletivas”, organizado pela Abrasca nos dias 28 e 29 de outubro de 2020, cf. DURÃO, Mariana, “Companhias abertas temem avanço de ações e arbitragens coletivas de investidores”, O Estado de São Paulo, 29 de outubro de 2020. Entre muitos outros escritos, vide: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018; EIZIRIK, Nelson. “A ‘Fraud-On-The-Market Theory’ pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro?”. (in) VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (org.). Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 85-102; CARVALHOSA, Modesto; CANTIDIANO, Maria Lucia, “A legislação brasileira permite que um acionista seja individualmente indenizado pela companhia”, Capital Aberto, 12 de março de 2017.

¹⁹ OCDE, “Private Enforcement of Shareholder Rights: A comparison of selected jurisdictions and policy alternatives for Brazil”, 2020.

²⁰ EIZIRIK, Nelson. “A ‘Fraud-On-The-Market Theory’ pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro?”. (in) VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (org.). Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 85-102; CANTIDIANO, Maria Lucia. “Não - A legislação brasileira permite que um acionista seja individualmente indenizado pela companhia”, Capital Aberto, 12 de março de 2017; WEBER, Ana Carolina. Responsabilidade societária: danos causados pelos administradores. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 47-48; WARDE, Walfrido; VALIM, Rafael. Abutres ingênuos e a ameaça de destruição da grande companhia. São Paulo: Contracorrente, 2021, pp. 61-94.

²¹ CARVALHOSA, Modesto. “Parecer Jurídico”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 310; WALD, Arnoldo. “A responsabilidade da companhia aberta pelos prejuízos decorrentes de omissão de fatos relevantes e da divulgação de demonstrações financeiras com informações falsas ou distorcidas”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 150-151.

²² LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. “A responsabilidade civil das companhias de mercado – A tutela coletiva dos investidores em sede arbitral”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 63; ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. “Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto”. (in) ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 248; BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. “Arts. 19 & 20”. (in) CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 412; BARROS,

acionistas a ser indenizado, seja porque a variação do preço dos valores mobiliários é risco inerente ao mercado de valores mobiliários, seja porque o dano seria indireto²³. De modo distinto, outros autores sustentaram que a mera desvalorização do preço dos valores mobiliários importaria em dano a todos os seus titulares²⁴. Em relação ao nexos causal, certos autores sustentaram a impossibilidade de presunção de nexos causal à espécie²⁵, ao passo que outros defenderam que a prova do ilícito e da queda no preço dos valores mobiliários seria suficiente para comprovar o nexos causal²⁶.

Embora o tema deste estudo tenha sido objeto de amplo desenvolvimento em ordenamentos jurídicos estrangeiros²⁷, verifica-se, ainda, no Brasil, estágio inicial da construção do modelo dogmático²⁸ da tutela indenizatória de investidores por falha informacional no mercado de valores mobiliários. Em razão disso, pretende-se, na medida da necessidade, indicar ao longo do trabalho soluções encontradas no direito estrangeiro para problemas comuns, sem a pretensão, porém, de desenvolver-se trabalho de direito comparado²⁹. Nessa abordagem, analisou-se os direitos norte-americano, alemão e francês de forma transversal ao longo do trabalho. A escolha do direito norte-americano se deve ao amplo desenvolvimento do tema na legislação e na

Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2021, pp. 160-161.

²³ WEBER, Ana Carolina. Responsabilidade societária: danos causados pelos administradores. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 301-310.

²⁴ CARVALHOSA, Modesto. “Parecer Jurídico”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 41-45; WALD, Arnoldo. “A responsabilidade da companhia aberta pelos prejuízos decorrentes de omissão de fatos relevantes e da divulgação de demonstrações financeiras com informações falsas ou distorcidas”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 164-165.

²⁵ WEBER, Ana Carolina. Responsabilidade societária: danos causados pelos administradores. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 315-319.

²⁶ CARVALHOSA, Modesto. “Parecer Jurídico”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 41-45.

²⁷ Para uma análise de Direito Comparado da responsabilidade pela falha informacional no mercado de valores mobiliários, vide, por todos, HOPT, Klaus; VOIGT, Hans-Christoph (org.). *Prospekt- und Kapitalinformationshaftung*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2005; CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019.

²⁸ Sobre modelos dogmáticos, remete-se à MARTINS-COSTA, Judith. “Apresentação”. (in) *Modelos de Direito Privado*. São Paulo: Marcial Pons, 2014, p. 27.

²⁹ O método de direito comparado tem como propósito a comparação sistemática dos ordenamentos jurídicos estrangeiros sob perspectiva internacional neutra. A análise do tema sob a perspectiva nacional, indicando apenas pontualmente soluções estrangeiras não seria propriamente método de direito comparado, mas, como observam Zweigert e Kötz, “direito comparado nacional”, cf. ZWIEGERT, Konrad; KÖTZ, Hein. *An introduction to Comparative Law*. 3. Ed. Trad. Tony Weir. Oxford: Oxford University Press, 1998, p. 46.

jurisprudência norte-americanas, o que influenciou não apenas o debate no direito brasileiro, mas também em outros sistemas jurídicos. O direito alemão foi escolhido, pois houve ampla discussão doutrinária e jurisprudencial sobre a responsabilidade civil por falha informacional no mercado primário e secundário na Alemanha, levando a recentes reformas legislativas que podem ser úteis ao nosso sistema. O direito francês, por sua vez, foi escolhido por ser um dos poucos países europeus a não ter lei especial para a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários. Assim, o desenvolvimento do tema ocorreu pela jurisprudência francesa com base na regra geral de responsabilidade civil prevista no art. 1240 do Código Civil Francês, a qual é muito similar à norma do art. 927 do nosso Código Civil. Pontualmente, ainda, serão encontradas referências ao direito português e ao italiano, em razão de raízes comuns com o direito brasileiro no tratamento de certos institutos jurídicos.

Como a função primordial da responsabilidade civil é determinar quando a vítima poderá deslocar para “os ombros” de outrem os prejuízos aos quais foi exposta³⁰, as principais questões que este estudo pretende responder são duas: primeiro, em quais circunstâncias o investidor tem pretensão à indenização por falha informacional; e, segundo, onde se situa a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários no amplo e complexo sistema de tutela dos investidores.

O trabalho defende a tese de que o sistema geral de responsabilidade civil previsto nos arts. 186 e 927 do Código Civil aplica-se para responsabilizar não apenas administradores, mas também as companhias abertas que descumprirem deveres de informar e causarem danos aos investidores. A tese pretende demonstrar que falhas informacionais no mercado de valores mobiliários podem causar danos diretos aos investidores que adquirirem ou venderem valores mobiliários por preço distorcido, seja no mercado primário, seja no mercado secundário. Diante disso, o trabalho propõe critérios para determinação e quantificação dos danos causados por falhas informacionais, apresentando interpretação de como a prova do nexo de causalidade deve ser satisfatoriamente produzida.

O trabalho constata, ainda, a relativa inefetividade do sistema atual para tutela dos investidores. Essa constatação decorre tanto da complexidade da comprovação do dano e do nexo

³⁰ A expressão é de Konrad Zweigert e Hein Kötz, cf. ZWEIGERT, Konrad; KÖTZ, Hein. An introduction to Comparative Law. 3. Ed. Trad. Tony Weir. Oxford: Oxford University Press, 1998, p. 597.

de causalidade, como da insuficiência dos instrumentos processuais disponíveis aos investidores, quanto, ainda, da insuficiência do regime geral para atender à função compensatória da responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários. Com base em perspectiva crítica do sistema jurídico vigente, propõe-se *de lege ferenda* a previsão de normas especiais para regular a responsabilidade civil da companhia aberta e de seus administradores por falhas informacionais em oferta pública de emissão de valores mobiliários, bem como de aprimoramentos ao sistema processual de demandas coletivas.

Assim, a contribuição original à ciência jurídica encontra-se na abordagem do tema, voltada a determinar o conceito de danos causados por falhas informacionais – *i.e.*, o dano residual em caso de dolo na oferta pública e o dano informacional – e os meios de quantificá-lo a partir da prova do nexos de causalidade, mas também a propor crítica à funcionalidade do instituto da responsabilidade civil por falha informacional no direito brasileiro.

O presente trabalho será dividido em três partes. Na primeira parte (I) serão apresentados as fontes e os pressupostos da responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários, quais sejam, (1) a configuração do dever de informar e do ilícito da falha informacional, (2) o dano, e (3) o nexos causal. Na segunda parte (II) trataremos dos efeitos da responsabilidade civil por falha informacional. Assim, analisaremos (4) a quantificação do dano devido, bem como (5) o sujeito ativo e o sujeito passivo do dever de indenizar. Por fim, na terceira parte do trabalho (III) serão analisados (6) o papel da responsabilidade civil por falha informacional no sistema de tutela do interesse à informação no mercado de valores mobiliários, e (7) o que precisa ser aperfeiçoado do regime vigente para levar a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários a atender a sua finalidade institucional.

PARTE I – FONTE E PRESSUPOSTOS DA RESPONSABILIDADE CIVIL

CAPÍTULO 1 – Configuração dos deveres de informar e de indenizar no mercado de valores mobiliários

Neste capítulo, serão estabelecidas as bases para configuração da falha informacional, como primeiro pressuposto da responsabilidade civil. Para tanto, é preciso apresentar o papel da informação na formação dos preços no mercado de valores mobiliários, para que sejam delimitadas as fontes dos deveres de informar e de indenizar pelos danos causados por falhas informacionais. Isso nos levará ao conteúdo e aos atributos do dever de informar. E, finalmente, isso nos conduzirá à caracterização da falha informacional como violação do dever de informar no mercado de valores mobiliários.

1.1. A fonte dos deveres de informar e de indenizar no mercado de valores mobiliários

Como regra, o dever de indenizar surge como consequência da imputação de responsabilidade a alguém. No comum dos casos³¹, é imputado como responsável quem cometeu ilícito ou descumpriu obrigação, do qual, por nexos causal direto e imediato, tenha resultado dano a outrem. A responsabilidade civil por falha informacional, no mercado de valores mobiliários, é consequência do descumprimento do dever de informar do qual tenha resultado dano aos investidores. A fonte desse dever de informar é o regime obrigatório de divulgação ampla e completa de informações (“*full disclosure*”) aplicável às companhias abertas (art. 21, Lei n. 6.385/76) e às ofertas públicas de emissão de valores mobiliários (art. 19, Lei n. 6.385/76)³². Esse regime informacional único será referido, neste estudo, como “regime informacional obrigatório”.

Em relação à fonte do dever de informar, analisaremos como os preços se formam no mercado de valores mobiliários, a fim de esclarecer quais são os interesses jurídicos tutelados pela regulação da informação. Com base na determinação dos interesses tutelados pela regulação da informação, analisaremos as categorias de deveres de informar impostos às companhias abertas.

³¹ Faz-se a ressalva porque, excepcionalmente, o sistema admite a responsabilidade civil por ato lícito.

³² O regime informacional obrigatório decorre do registro como companhia aberta, sendo irrelevante para fins de imputação de deveres de informar a dispersão acionária da companhia ou a efetiva negociação dos valores mobiliários no mercado, cf. PAS CVM n. RJ2010/1380, Diretor-Relator Otavio Yazbek, julgado em 28/05/13 (Caso CELM).

Em relação à fonte do dever de indenizar, analisaremos como a determinação do tipo de dever de informar impacta no regime legal de responsabilidade civil – contratual, extracontratual ou pré-contratual.

1.1.1. A fonte do dever de informar

1.1.1.1. O papel da informação no mercado de valores mobiliários

Não seria excessivo dizer que a informação é essencial para o exercício da autonomia privada, seja no exercício de direito de voto, seja na decisão de celebrar negócio jurídico, ou mesmo na decisão de resolver o negócio jurídico. A informação é, portanto, essencial para a formação da vontade hígida. A informação tem custo e, conseqüentemente, valor intrínseco, funcionando como verdadeira moeda de troca em inúmeras relações jurídicas³³. Quando se fala em celebração de contratos, a informação assume papel instrumental na determinação do preço na fase antecedente à contratação. Somente com base no conhecimento sobre o objeto em negociação é que o agente poderá decidir se tem, ou não, interesse no negócio³⁴. A disparidade de informações entre as partes contratantes é fator integrante de todo processo de troca. Justamente em virtude dessa divergência, o sistema jurídico tutela determinados interesses, a depender do tipo de contrato e do ambiente no qual este é celebrado³⁵.

No âmbito do mercado de valores mobiliários, tornou-se um truísmo afirmar a centralidade da informação para o funcionamento do mercado³⁶. A conhecida afirmação “*a luz do sol é o melhor desinfetante; a luz elétrica, o melhor policial*”³⁷, de Justice Louis Brandeis, ressalta um dos eixos centrais da regulação do mercado de valores mobiliários. Os investidores precisam

³³ FLEISCHER, Holger. Informationsasymmetrie im Vertragsrecht. München: C.H. Beck, 2001, p. 2.

³⁴ MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação. 2. Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 580.

³⁵ FLEISCHER, Holger. Informationsasymmetrie im Vertragsrecht. München: C.H. Beck, 2001, p. 187.

³⁶ TRINDADE, Marcelo. “O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil”. (in) SADDI, Jairo (org.). Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos. São Paulo: IOB, 2002, p. 309.

³⁷ BRANDEIS, Louis D. Other People’s Money and how the Bankers use it. New York: Frederick A. Stokes Company, 1932, p. 62 (tradução da candidata).

ter informações mínimas, para avaliar as expectativas de ganhos futuros e, conseqüentemente, o preço que estariam dispostos a pagar pelos valores mobiliários³⁸.

Nas ofertas públicas de emissão de valores mobiliários, o preço será determinado pelo ofertante, cabendo aos investidores aceitá-lo, ou não, em vista das informações divulgadas como requisito para a colocação da oferta. Logo, não há negociação de preço entre o ofertante e os investidores. O preço não é, porém, definido de forma absolutamente discricionária pelo ofertante. O ofertante será assessorado por instituições intermediárias³⁹, que o auxiliarão em todas as etapas da oferta, inclusive na avaliação da sua viabilidade e das condições da oferta em si⁴⁰. A instituição intermediária atua como elo entre o ofertante e os investidores⁴¹, exercendo a função de identificar as condições de mercado, para, desse modo, elaborar – em conjunto com o ofertante – os termos da oferta. Conseqüentemente, a instituição intermediária auxilia na definição do preço propriamente dito, que, vale lembrar, em se tratando de oferta pública de emissão de novas ações, deverá observar os parâmetros do art. 170, §§1º e 7º, Lei n. 6.404/76. É fundamental, nesse processo, a realização de consultas prévias a investidores qualificados para apurar a viabilidade ou interesse na oferta, ainda sob sigilo⁴². Igualmente é importante a realização de procedimento de coleta de intenções de investimento, que pode servir precisamente para futura determinação do preço⁴³. O preço da oferta pública primária subsequente, ainda, levará em consideração a cotação dos valores mobiliários no mercado secundário.

No mercado secundário, as operações caracterizam-se por serem padronizadas, em ambiente centralizado administrado por entidade administradora de bolsa⁴⁴, com regras próprias, tanto para disseminação de informações, como para formação de preço⁴⁵. Além disso, as câmaras de liquidação e de compensação realizam a liquidação física e financeira das compras e vendas,

³⁸ GORDON, Jeffrey N.; KORNHAUSER, Lewis A. “Efficient markets, costly information, and securities research”, *New York University Law Review*, Vol. 60, Novembro/1985, p. 767.

³⁹ Art. 19, §4º, Lei n. 6.385/76; art. 3º, §4º, ICVM 400/03. A distribuição pública sem intermediação de instituições intermediárias de distribuição é infração grave, cf. art. 59, III, ICVM 400/03.

⁴⁰ Art. 37, I, ICVM 400/03.

⁴¹ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. “Arts. 19 & 20”. (in) CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 420-422.

⁴² Art. 43, ICVM 400/03.

⁴³ Arts. 23, §§1º e 2º, 44, ICVM 400/03.

⁴⁴ Para os fins do presente estudo, cuja delimitação se encontra na introdução, levaremos em consideração apenas as particularidades da formação dos preços dos valores mobiliários no mercado de bolsa.

⁴⁵ YAZBEK, Otavio. “Crise, inovação e regulação no mercado financeiro – considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão”. (in) SATIRO, Francisco (coord.). *Direito, gestão e prática: mercado de capitais*. São Paulo, Saraiva, 2013, p. 124.

assumindo a posição de contraparte em cada compra, ou venda, para evitar o risco do inadimplemento de um investidor diante do outro⁴⁶. Há, portanto, inegável impessoalidade nas operações bursáteis⁴⁷. Cada investidor colocará, nesse sistema, a sua ordem de compra, ou venda, pelo preço que escolher. No entanto, o negócio somente ocorre se houver ordem no sentido contrário pelo mesmo preço, o que força os investidores a observarem a variação da cotação do valor mobiliário no mercado. Assim, os vendedores sempre venderão pelo maior preço ofertado e os compradores sempre comprarão pelo menor preço ofertado⁴⁸. A cotação varia com base em uma multiplicidade de negócios jurídicos de compra e venda, celebrados a cada milissegundo por diversos investidores, com base, por sua vez nas informações disponíveis – *i.e.* não apenas as informações divulgadas sobre a companhia aberta, mas também as informações sobre o preço, sobre o volume e sobre o horário das ordens de compra e venda de valores mobiliários em bolsa⁴⁹.

Com base nessa breve descrição da precificação no mercado primário e no mercado secundário, pode-se questionar: como a informação é incorporada ao preço?

Sob o pressuposto de que investidores informados alocariam seus recursos excedentes em valores mobiliários que lhes permitissem maximizar seus resultados considerando que os preços refletiriam todas as informações disponíveis, o regime informacional foi vislumbrado como instrumento para a alocação eficiente de recursos entre as opções de investimento⁵⁰.

Segundo a hipótese dos mercados eficientes, a eficiência do mercado ocorreria quando as informações divulgadas fossem amplamente refletidas no preço. No entanto, nem todos os mercados são eficientes, tampouco o são constantemente. Passou-se então a analisar o grau de eficiência de cada mercado, em dado contexto⁵¹. O modelo econômico concebido buscou especificar a natureza do novo equilíbrio do mercado, quando a cotação dos valores mobiliários

⁴⁶ SATIRO, Francisco. “Derivativos de bolsa”. (in) KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 595.

⁴⁷ SATIRO, Francisco. “Derivativos de bolsa”. (in) KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 594.

⁴⁸ A respeito desse processo de formação de preço nos mercados bursáteis vide YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 139.

⁴⁹ SANTOS, Aline de Menezes. “Art. 1º”. (in) CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 35.

⁵⁰ FAMA, Eugene, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, The Journal of Finance, Vol. 25, n. 2, maio/1970, p. 383.

⁵¹ GAUGHAN, Patrick A. Measuring business interruption losses and other commercial damages: an economic approach. 3. Ed. New York: John Wiley & Sons, 2020, p. 372.

refletisse as informações disponíveis⁵². A depender do grau de eficiência do mercado, a cotação dos valores mobiliários refletiria mais informações em menos tempo. É possível divisar três formas de eficiência de mercado, em grau descendente de “força”. Na forma “forte”, todas as informações públicas, bem como informações detidas por apenas determinado grupo de investidores estariam refletidas no preço. Na forma “semiforte”, o preço refletiria todas as informações públicas, caracterizando-se, segundo Fama, como o modelo referência de mercado eficiente⁵³. Por fim, na forma “fraca”, as cotações dos valores mobiliários não refletiriam todas as informações públicas, mas apenas informações pretéritas já consideradas no preço acrescido do retorno esperado com aquele valor mobiliário.

Os critérios fixados por Fama respondem quais condições seriam necessárias para atingir a eficiência no mercado de capitais, sabendo-se que não há mercado, na realidade, em que (i) não haja custos de transação; (ii) todas as informações disponíveis sejam gratuitas para todos os participantes do mercado; e, (iii) todos os participantes do mercado reajam da mesma forma às informações divulgadas⁵⁴.

Na vertente fundamentalista, a hipótese dos mercados eficientes considera que o mercado será eficiente não apenas quando o preço possa refletir rapidamente as informações divulgadas. Seria preciso também que o preço refletisse acuradamente a melhor estimativa do valor econômico dos valores mobiliários, de acordo com os riscos e com os retornos esperados⁵⁵. Se a noção de “eficiência informacional” se preocupa apenas com a rapidez da incorporação da informação ao preço, a eficiência fundamentalista se preocupa também com a aproximação do preço ao valor econômico.

Associado à hipótese dos mercados fundamentalmente eficientes está o modelo de precificação dos ativos financeiros (*CAPM – Capital Assets Pricing Model*). Aqui, busca-se responder à seguinte questão: como os investidores avaliam os ativos financeiros para definição dos preços? Segundo o modelo CAPM, os investidores avaliariam os valores mobiliários com

⁵² FAMA, Eugene, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, Vol. 25, n. 2, maio/1970, pp. 413-414.

⁵³ FAMA, Eugene, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, Vol. 25, n. 2, maio/1970, p. 415.

⁵⁴ FAMA, Eugene, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, Vol. 25, n. 2, maio/1970, pp. 387-388.

⁵⁵ STOUT, Lynn A., “The mechanisms of market inefficiency: an introduction to the new finance”, *The Journal of Corporation Law*, Summer 2003, p. 640.

fundamento em dois critérios: retorno e riscos esperados⁵⁶. Consequentemente, já que os investidores buscam retorno, e não o risco, quanto maior o risco, maior o retorno. Duas das principais críticas ao CAPM são que, em primeiro lugar, neste modelo, todos os investidores fariam a mesma avaliação quanto à expectativa de risco e de retorno de determinado valor mobiliário, e, em segundo lugar, que apenas expectativa de risco e de retorno influenciariam na avaliação dos ativos⁵⁷.

O modelo das expectativas heterogêneas de precificação dos ativos financeiros (*Heterogeneous Expectations Asset Pricing Model* – HEAPM) visou a “corrigir” as fragilidades do CAPM⁵⁸. O modelo HEAPM visa a determinar como os preços de mercado são formados com base no pressuposto de que os investidores possuem expectativas e informações diversas com relação aos retornos e riscos dos valores mobiliários e dos mercados. Como há limites para a arbitragem de preço e os investidores têm aversão ao risco, o preço de mercado é concebido como a opinião sobre o valor do ativo financeiro do investidor mais pessimista pertencente ao grupo de otimistas que são titulares daquele ativo⁵⁹. Nesse sentido de divergência opinativa, nem sempre a cotação dos valores mobiliários refletirá o respectivo fundamento econômico⁶⁰, mesmo que o mercado responda rapidamente às novas informações⁶¹.

A hipótese dos mercados eficientes recebeu, historicamente, inúmeras críticas⁶². O principal questionamento diz respeito à discrepância entre o modelo do mercado de valores mobiliários eficiente – que reflete instantaneamente todas as informações – e a realidade, na qual investidores profissionais e analistas recebem diversos incentivos financeiros para continuarem adquirindo, analisando e verificando as informações publicadas, para, desse modo, obterem ganhos

⁵⁶ STOUT, Lynn A., “The mechanisms of market inefficiency: an introduction to the new finance”, *The Journal of Corporation Law*, Summer 2003, pp. 640-641.

⁵⁷ MILLER, Edward M., “Risk, uncertainty, and divergence of opinion”, *The Journal of Finance*, Vol. XXXII, n. 4, Set/1977; STOUT, Lynn A., “The mechanisms of market inefficiency: an introduction to the new finance”, *The Journal of Corporation Law*, Summer 2003, pp. 641-642; GILSON, Ronald J., KRAAKMAN, Reinier H. “The Mechanisms of Market Efficiency”, *Virginia Law Review*, vol. 70, 1984, p. 561, nota de rodapé 41.

⁵⁸ MILLER, Edward M., “Risk, uncertainty, and divergence of opinion”, *The Journal of Finance*, Vol. XXXII, n. 4, Setembro/1977, p. 1151.

⁵⁹ STOUT, Lynn A., “The mechanisms of market inefficiency: an introduction to the new finance”, *The Journal of Corporation Law*, Summer 2003, pp. 646-648.

⁶⁰ MILLER, Edward M., “Risk, uncertainty, and divergence of opinion”, *The Journal of Finance*, Vol. XXXII, n. 4, Setembro/1977, p. 1166.

⁶¹ STOUT, Lynn A., “Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation”, *Virginia Law Review*, vol. 81, n. 3, 1995, p. 617.

⁶² STOUT, Lynn A., “The mechanisms of market inefficiency: an introduction to the new finance”, *The Journal of Corporation Law*, Summer 2003, p. 636.

financeiros, com a diferença entre a cotação e o valor econômico subjacente⁶³. Se o mercado refletisse instantaneamente todas as informações públicas, seria impossível obter ganhos financeiros decorrentes dessa análise mais acurada das informações disponíveis⁶⁴.

O que ocorre é que, no mercado de valores mobiliários, há vários tipos de investidores, com diferentes estratégias para investimento e distintas capacidades de análise das informações disponíveis. Consequentemente, os investidores possuem variadas interpretações sobre o retorno e sobre os riscos de cada valor mobiliário⁶⁵.

Além disso, há informações mais claras e mais facilmente compreensíveis, que tenderão a ser incorporadas mais rapidamente à cotação dos valores mobiliários, ao passo que outras são mais complexas e demandam conhecimento e expertise técnica tanto para compreensão, como para avaliação. Cite-se, apenas como exemplo, a clássica distinção entre, de um lado, informações sobre fatos pretéritos e, de outro, projeções de resultados. Se as primeiras podem ser mais facilmente compreendidas por diferentes investidores, as segundas requerem interpretação – e, portanto, sua compreensão pode variar de investidor para investidor. Há quem compare o processo de formação do preço dos valores mobiliários à inserção de líquido em um vaso⁶⁶. A depender do tamanho do recipiente de entrada e da espessura do líquido, a inserção do líquido no vaso será mais ou menos rápida. O líquido representaria as informações públicas e o vaso o sistema de divulgação e de disseminação das informações. Como se verá, a seguir, os investidores profissionais ou informados são parte fundamental do sistema de disseminação das informações.

Há de se considerar, ainda, que, no processo de incorporação das informações ao preço, participam distintos “tipos” de investidores. Aqui se sobressaem quatro tipos principais.

Há, em primeiro lugar, os investidores chamados “profissionais” ou “informados”. São todos aqueles que terão condições de adquirir, de analisar e de verificar informações mais complexas, e o farão mais rapidamente. Assim, com base na depuração das informações públicas, esses investidores terão informações mais precisas, ou detalhadas, para tomar suas decisões de

⁶³ GILSON, Ronald J., KRAAKMAN, Reinier H., “The Mechanisms of Market Efficiency”, *Virginia Law Review*, vol. 70, 1984, pp. 560 e ss.

⁶⁴ GILSON, Ronald J., KRAAKMAN, Reinier H., “The Mechanisms of Market Efficiency”, *Virginia Law Review*, vol. 70, 1984, pp. 622-623.

⁶⁵ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R., “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”. *Virginia Law Review*, Vol. 70, n. 4, maio/1984, pp. 689-690.

⁶⁶ STOUT, Lynn A., “The mechanisms of market inefficiency: an introduction to the new finance”, *The Journal of Corporation Law*, Summer 2003, p. 656.

investimentos – e, por isso, quando atuarem em grande escala, influenciarão a cotação dos valores mobiliários⁶⁷. A informação produzida por esses investidores seria nova informação, obtida pela depuração da informação pública. Já a informação emergente seria aquela que qualquer investidor obtém facilmente a partir da informação pública⁶⁸. Esse processo de aquisição, de análise e de verificação das informações tem custos. Se esses custos superarem os potenciais ganhos com a negociação de determinado valor mobiliário, os investidores profissionais não terão incentivo para desenvolver a chamada “informação produzida”, o que poderia reduzir a eficiência do mercado. É por isso que alguns autores afirmam que o papel central da regulação no mercado de valores mobiliários é o de criar um mercado competitivo para os investidores profissionais ou informados, já que são estes que beneficiarão todo o mercado, fornecendo informação a ser incorporada aos preços⁶⁹.

Há, em segundo lugar, os chamados “investidores desinformados” ou “irracionais” ou “barulhentos”⁷⁰. Estes se caracterizam por não ter conhecimento de todas as informações disponíveis e por tender a tomar piores decisões de investimento, em comparação aos investidores profissionais, o que lhes ocasiona menor retorno financeiro. A atuação destes causa ruídos na cotação dos valores mobiliários, que nem sempre podem ser superados pela arbitragem de preço realizada por investidores profissionais⁷¹.

Há, em terceiro lugar, os investidores de longo prazo. Estes são conhecidos por não terem diversificação de investimentos, mas maior concentração dos seus recursos em valores mobiliários de emissão de uma ou poucas companhias abertas (ou fundos de investimento). O perfil desses investidores é variado. Exemplificativamente, os investidores de longo prazo podem ser aqueles pequenos investidores que veem o investimento como futura aposentadoria, ou os administradores ou executivos da companhia aberta, que recebem valores mobiliários como forma de remuneração,

⁶⁷ Gilson e Kraakman definem esses investidores como “(...) a comunidade de profissionais do mercado, como arbitadores, pesquisadores, corretores e gerentes de portfólio, que dedicam suas carreiras à aquisição de informações e ao aprimoramento de habilidades de avaliação” (tradução da candidata), cf. GILSON, Ronald J., KRAAKMAN, Reinier H., “The Mechanisms of Market Efficiency”, *Virginia Law Review*, vol. 70, 1984, p. 571.

⁶⁸ BIKHCHANDANI, Sushil; HIRSHLEIFER, Jack; RILEY, John G. *The Analytics of Uncertainty and Information*. 2. ed. Nova York: Cambridge University Press, 2013, pp. 224 e ss.

⁶⁹ GOSHEN, Zohar; PARCHOMOVSKY, Gideon, “The essential role of securities regulation”, *Duke Law Journal*, vol. 55, n. 4, fev/2006, pp. 711-782.

⁷⁰ BRATTON, William W.; WACHTER, Michael L., “The Political Economy of Fraud on the Market”, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 160, 2011, pp. 96-97.

⁷¹ SCHLEIFER, Andrei. *Inefficient markets – An introduction to behavioral finance*. Oxford: Oxford University Press, 2000, p. 12.

ou, ainda, investidores institucionais com participação relevante em companhias sem controlador definido. Os primeiros são os principais prejudicados com as ações de responsabilidade por falha informacional, os segundos, de outro modo, costumam ser réus nessas demandas juntamente com a companhia⁷².

Há, por fim, os chamados “investidores especulativos”. Estes atuam com base no comportamento de outros investidores no mercado, buscando retorno financeiro pela elevada rapidez, com que conseguem colocar as ordens de compra e de venda. Nesse tipo, enquadram-se os investidores que operam *High-Frequency-Tradings*. Esses investidores não se pautam diretamente pelas informações divulgadas no mercado, tampouco pelos fundamentos econômicos da companhia aberta.

Como se viu, algumas teorias econômicas mais clássicas não consideravam o fato de que, muitas vezes, os investidores não tomam decisões racionais⁷³, ou não dispõem de capacidade de interpretar corretamente as informações divulgadas. O fato de que, muitas vezes, a volatilidade dos mercados não pode ser explicada pelas métricas da teoria dos mercados eficientes conduziu aos estudos de teoria econômica-comportamental⁷⁴. Essa teoria econômica considera que os investidores, tal como qualquer ser humano, estão sujeitos a predisposições que os afastam de escolhas racionais⁷⁵. Assim, reações emocionais, limitações cognitivas e características psicológicas influenciariam os investidores na respectiva decisão de investimento⁷⁶. Consequentemente, determinadas informações podem ser mais dificilmente incorporáveis ao preço, em razão da maior ou menor influência daqueles investidores no processo de formação dos preços nos mercados de valores mobiliários⁷⁷.

⁷² BRATTON, William W.; WACHTER, Michael L., "The Political Economy of Fraud on the Market", University of Pennsylvania Law Review, vol. 160, 2011, p. 97.

⁷³ SHILLER, Robert J., "From Efficiency Markets Theory to Behavioral Finance", Journal of Economic Perspectives, vol. 17, n. 1, 2003, p. 96.

⁷⁴ SHILLER, Robert J., "Stock Prices and Social Dynamics", Brookings Papers on Economic Activity, 2:1984, pp. 457-510; BLACK, Fischer, "Noise", The Journal of Finance, vol. XLI, n. 3, Jul/1986, pp. 529-543; KAHNEMAN, Daniel; RIEPE, Mark W., "Aspects of investors psychology", The Journal of Portfolio Management, Summer 1998, pp. 52-65; SCHLEIFER, Andrei. Inefficient markets – An introduction to behavioral finance. Oxford: Oxford University Press, 2000.

⁷⁵ Vide a esse respeito SHILLER, Robert J., "From Efficiency Markets Theory to Behavioral Finance", Journal of Economic Perspectives, vol. 17, n. 1, 2003, pp. 83-104.

⁷⁶ PAREDES, Troy, "Blinded by the light: information overload and its consequences for securities regulation", Washington University Law Quarterly vol. 81, (2003), pp. 435-436.

⁷⁷ GILSON, Ronald J., KRAAKMAN, Reinier H., "The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias", The Journal of Corporation Law, Vol. 28, Summer 2003, pp. 723-731.

A arbitragem de preço pode vir a corrigir o que se chama de “ruídos no mercado”, decorrentes da atuação de investidores irracionais ou desinformados, que tomam decisões em sentido diverso àquele que determinada informação pública levaria⁷⁸. Em determinadas circunstâncias, como em situações de bolhas, a arbitragem de preço pode não conseguir, porém, corrigir a atuação dos investidores irracionais⁷⁹. Além disso – considerando que a arbitragem de preços depende da atuação de investidores profissionais bem-informados, a depender do custo da informação – pode ocorrer que a arbitragem de preço não compense a atuação daqueles investidores. Isso resultaria em uma maior influência do comportamento dos investidores irracionais sobre a cotação dos valores mobiliários. É por isso que Gilson e Kraakman, após vinte anos do seu seminal artigo sobre os mecanismos de eficiência do mercado⁸⁰, concluíram que o nível de eficiência dos mercados depende dos mecanismos de distribuição da informação⁸¹: em outras palavras, depende-se da atuação, em larga escala, de investidores profissionais informados, da observação de mudança de comportamento de investidores presumidamente melhor informados; ou, ainda, da incorporação, lenta e gradual, das projeções de distintos investidores com informações heterogêneas⁸². Assim, quanto menor for o custo da informação, a informação será mais bem distribuída; e mais rapidamente o mercado se tornará eficiente.

Em suma, as informações públicas divulgadas pela companhia aberta são as principais fontes para avaliação e para precificação dos valores mobiliários negociados em ambientes regulados. Comprovada por décadas de estudos econômicos e jurídicos sobre o tema, a enorme complexidade de mecanismo de formação de preços no mercado de valores mobiliários revela a

⁷⁸ O debate sobre esse tema foi reascendido no Brasil com o caso Gamestop, no qual milhares de pequenos investidores passaram a apostar que as ações da Gamestop estavam subvalorizadas, após a eleição de Ryan Cohen para o conselho de administração da companhia. A decisão de investir em massa nos valores mobiliários da companhia foi combinada no fórum WallStreetBets e significou movimento contrário aquele que vinha ocorrendo com base nas decisões de venda dos valores mobiliários da companhia pelos principais fundos de investimento do mercado. A esse respeito vide CAPITAL ABERTO, “Caso GameStop apresenta os robin-hoods do mercado de capitais”, 05 de fevereiro de 2021; COTIAS, Adriano, “Caso GameStop faz gestor incluir rede social em mapeamento de riscos”, Valor Econômico, 08 de fevereiro de 2021.

⁷⁹ GILSON, Ronald J., KRAAKMAN, Reinier H., “The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias”, *The Journal of Corporation Law*, Vol. 28, Summer 2003, pp. 723-731.

⁸⁰ GILSON, Ronald J., KRAAKMAN, Reinier H., “The Mechanisms of Market Efficiency”, *Virginia Law Review*, 1984.

⁸¹ GILSON, Ronald J., KRAAKMAN, Reinier H., “The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias”, *The Journal of Corporation Law*, Vol. 28, Summer 2003, pp. 741-742.

⁸² GILSON, Ronald J., KRAAKMAN, Reinier H., “The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias”, *The Journal of Corporation Law*, Vol. 28, Summer 2003, p. 721.

inexatidão de pressuposições simplistas sobre a relação direta entre, de um lado, a variação dos preços nos mercados de valores mobiliários e, de outro, a divulgação de determinada informação.

Há que se distinguir, portanto, eventual escolha de política legislativa do fenômeno econômico em si. O fato de que os investidores precisam de informações para tomar suas decisões de investimento não leva, por si, à conclusão de que todas as informações divulgadas exerceram influência no preço negociado. Da mesma forma, a mera existência do regime informacional obrigatório não leva à conclusão de que a violação de um dever de informar interferirá nos preços.

Assim, considerando a relevância de dada informação no processo de formação de preços no mercado de valores mobiliários –, eventual falha na divulgação de informação substancialmente relevante *pode*, sim, impactar nesse processo. E se trata de impacto que, por sua vez, exige complexa avaliação do nexo de causalidade para se aferir eventual responsabilidade civil. Diante da análise do papel da informação na precificação dos valores mobiliários, cabe, portanto, determinar o tratamento legal e as funções atribuídas ao dever de informar, no mercado de valores mobiliários.

1.1.1.2. Dever de informar ex vi legis

No Brasil, a fonte do dever de informar, no mercado de valores mobiliários brasileiro, está no regime informacional obrigatório constituído pelas Leis n. 6.404/76 e 6.385/76⁸³ e pelo quadro infralegal, ou regulamentar, de normas instituídas pela CVM⁸⁴, em especial pelas Instruções CVM n. 400/03, 461/07 e Resoluções CVM n. 44/21 e 80/22. Esse regime informacional obrigatório está pautado em dois tipos de registros junto à CVM: registro de companhia aberta⁸⁵ e registro de oferta pública de emissão de valores mobiliários⁸⁶.

O duplo registro forma um sistema único e coordenado de divulgação de informações de forma contínua, completa e equitativa. Daí a adoção, desde a instituição da Instrução CVM n.

⁸³ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. A lei das S/A: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 151.

⁸⁴ BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “Sistema jurídico da companhia”, (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (org.). Direito das Companhias. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 127.

⁸⁵ Art. 21, Lei n. 6.385/76.

⁸⁶ Art. 19, Lei n. 6.385/76.

480/09⁸⁷, do formulário de referência como documento centralizador das principais informações da companhia, permitindo que o prospecto passasse a ser apenas um documento complementar⁸⁸. O regime informacional obrigatório, portanto, parte do pressuposto de que são os investidores que devem avaliar os valores mobiliários e seus emissores⁸⁹, por meio de informações mínimas e pré-definidas, tanto no mercado primário, quanto no mercado secundário⁹⁰. Cada vez mais, a regulação da informação volta-se à facilitação da ampla disseminação e da compreensão das informações exigidas das companhias abertas⁹¹.

Embora se possa questionar a (in)suficiência e os excessos⁹² do regime informacional obrigatório, este apresenta como funções⁹³, expressamente reconhecidas pelo regulador: (i) permitir a tomada de decisão informada pelos investidores⁹⁴⁻⁹⁵; (ii) promover eficiência informacional no mercado de valores mobiliários⁹⁶; (iii) outorgar aos investidores instrumentos de

⁸⁷ A ICVM 480/09, que tratava sobre o registro de emissores de valores mobiliários, foi recentemente substituída pela Resolução CVM 80/22.

⁸⁸ CVM. Edital de Audiência Pública SDM n. 07/08, pp. 2-3.

⁸⁹ ROOSEVELT, Franklin D., "Recommendation for Federal Supervision of Investment Securities in Interstate Commerce", (in) *The Public Papers and Addresses of Franklin D. Roosevelt*, Vol. III (The year of the crisis). Nova York: Random House, 1933, p. 93; KELLER, Elisabeth, "Introductory Comment: A Historical Introduction to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934", *Ohio State Law Journal*, vol. 49, 1988, p. 338; EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R., "Mandatory Disclosure and the Protection of Investors", *Virginia Law Review*, Vol. 70, n. 4, maio/1984, p. 670. Assim também no Brasil, cf. CVM. Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: fundamentos e princípios. Rio de Janeiro, 1978, p. 16.

⁹⁰ GILLIS, John G., "Securities Law and Regulation: New Integrated Disclosure System", *Financial Analysts Journal*, Vol. 37, n. 1, Jan-Fev/1981, p. 14.

⁹¹ Vide, a respeito, a justificativa, no edital de audiência pública CVM n. 02/21, ainda em andamento, para reforma da regulamentação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários: "No âmbito da presente reforma das regras aplicáveis a ofertas públicas, as normas relativas à divulgação de informações aos investidores foram pautadas por duas diretrizes principais: (i) adequar o regime informacional a ser observado nas ofertas aos públicos aos quais elas se destinem; e (ii) simplificar o conjunto de informações, a fim de facilitar sua leitura, especialmente por investidores pessoas naturais", cf. CVM. Edital de Audiência Pública SDM n. 02/21, p. 10.

⁹² PAREDES, Troy, "Blinded by the light: information overload and its consequences for securities regulation", *Washington University Law Quarterly* vol. 81, (2003), pp. 417-485; SELIGMAN, Joel. *The transformation of Wall Street: a history of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*. Boston: Northeastern University Press, 1995, p. 71.

⁹³ PITTA, André Grünspur. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 95-108.

⁹⁴ "A informação desejada deve ser necessária, repercutindo de modo significativo sobre as decisões do público investidor, não estando afastada a consideração de casos em que o mercado ainda não tenha a consciência de sua relevância", cf. CVM. Política de Divulgação de Informações Rio de Janeiro, 1979, p. 4.

⁹⁵ A necessidade de facilitar o acesso do investidor à informação, reduzindo os custos de capital, foi um dos motivos para a reforma da regulação do mercado de valores mobiliários norte-americano, após a Grande Depressão, cf. HERMALIN, Benjamin; WEISBACH, Michael, "Information Disclosure and Corporate Governance", *The Journal of Finance*, Vol. LXVII, n. 1, Fev/ 2012, pp. 195-233.

⁹⁶ "Esses pressupostos refletem a preocupação de otimizar a utilização dos recursos de capital no mercado de valores mobiliários, salientando sua dependência em relação ao sistema de informações existente. Uma vez amplamente disponíveis essas informações, num mercado eficiente, os preços tendem a refletir com rapidez sua interpretação, de

fiscalização de administradores e acionista controlador, para aprimorar a administração dos conflitos de agência⁹⁷; (iv) promover maior confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários⁹⁸; (v) proporcionar condições para alocação eficiente de capital nas companhias abertas⁹⁹; (vi) instituir condições para fiscalização e para orientação do mercado de valores mobiliários pelos órgãos reguladores e autorreguladores¹⁰⁰; (vii) promover cumprimento das normas legais e regulamentares, inclusive por meio da responsabilização dos participantes do mercado de valores mobiliários¹⁰¹.

A regulação da informação teve, portanto, como modelo a teoria dos mercados eficientes, considerando que a rapidez na incorporação das informações ao preço favoreceria a alocação eficiente de recursos à atividade econômica¹⁰². É clara a preocupação regulatória com a função instrumental da precificação eficiente dos valores mobiliários¹⁰³. No edital da audiência pública CVM n. 07/08, que originou a Instrução CVM n. 480/09, constou a premissa de que o aprimoramento da disseminação das informações permitiria melhor precificação dos valores mobiliários. Foi reconhecida, inclusive, a utilidade, para fins regulatórios, da teoria dos mercados eficientes na vertente fundamentalista¹⁰⁴.

O dever de informar no mercado de valores mobiliários é, portanto, dever *ex vi legis*, sujeitando as companhias abertas ao cumprimento compulsório¹⁰⁵, sob pena de sanção jurídica¹⁰⁶. Ao dever legal corresponde a legítima expectativa daqueles tutelados pela norma, “*que pode ser*

sorte que retornos extraordinários apenas são possíveis às custas de um esforço analítico, capaz de produzir uma interpretação mais precisa dos dados divulgados”, cf. CVM. Política de Divulgação de Informações. Rio de Janeiro, 1979, p. 3.

⁹⁷ LAMY FILHO, Alfredo. “Textos sobre a Reforma da Lei das S.A.”. (in) Temas de S.A.: exposição e pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 63.

⁹⁸ “O sistema de divulgação visa a equalizar o acesso à informação, protegendo o público investidor e gerando sua confiança; (...)”, cf. CVM. Política de Divulgação de Informações. Rio de Janeiro, 1979, p. 4.

⁹⁹ “A alocação eficiente de recursos numa economia de mercado tem como pré-condições a existência de um sistema de informações confiável e oportuno”, cf. CVM. Política de Divulgação de Informações. Rio de Janeiro, 1979, p. 3.

¹⁰⁰ CVM. Política de Divulgação de Informações. Rio de Janeiro, 1979, p. 3.

¹⁰¹ “A CVM estabelecerá prazos para a prestação das informações e atrasos na atualização dos dados poderão acarretar **penalidades para a companhia** e divulgação ao mercado da penalidade aplicada. **Cabe à companhia, se o desejar, punir os administradores responsáveis pelo fato**” (grifo nosso), cf. CVM. Política de Divulgação de Informações. Rio de Janeiro, 1979, p. 23.

¹⁰² CVM. Política de Divulgação de Informações. Rio de Janeiro, 1979, p. 3.

¹⁰³ Quanto menor o custo de capital para obtenção das informações, maior a acurácia na precificação dos valores mobiliários e maior a liquidez do mercado secundário, cf. HELLGARDT, Alexander. Kapitalmarktdeliktrecht. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, pp. 200-201.

¹⁰⁴ CVM. Edital de Audiência Pública SDM n. 07/08, p. 9.

¹⁰⁵ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Obrigação Tributária. São Paulo: Bushatsky, 1971, p. 8.

¹⁰⁶ GRAU, Eros. “Nota sobre a Distinção entre Obrigação, Dever e Ônus”, vol. 77, 1982, p. 178.

definida como um estado de ‘confiança jurídica’, (...), de receber aquela prestação, pelo simples fato de que lhe é juridicamente devida”¹⁰⁷. Trata-se, portanto, de dever legal devido a público indeterminado de investidores¹⁰⁸, ao regulador e ao autorregulador. O descumprimento dos deveres legais de informar, por sua vez, não apenas prejudica diretamente as funções acima mencionadas, mas, de um modo geral, também coloca em xeque a confiança¹⁰⁹ no efetivo funcionamento desse sistema¹¹⁰, o qual abarca a atuação dos diversos participantes do mercado e da própria CVM.

Com base na fonte legal e na finalidade do regime informacional obrigatório, pode-se distinguir os deveres legais de informar conforme as seguintes categorias de informações e conforme momentos da sua divulgação¹¹¹: (1) informações para registro da companhia aberta¹¹²; (2) informações periódicas¹¹³; (3) informações eventuais¹¹⁴; (4) informações de administradores e acionistas¹¹⁵; e (5) informações para ofertas públicas de emissão de valores mobiliários¹¹⁶.

Inseridas no chamado “regime informacional obrigatório” – que é o ponto de corte deste estudo – estão as normas que regulam *quais informações* devem ser divulgadas, *quando* devem ser divulgadas e *como* devem ser divulgadas (padrões de apresentação)¹¹⁷. Conseqüentemente, mesmos as informações facultativas, quando divulgadas, estão sujeitas aos deveres de informação *ex vi legis*, ora analisados.

¹⁰⁷ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Obrigação Tributária. São Paulo: Bushatsky, 1971, p. 11.

¹⁰⁸ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. A lei das S/A: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 92. No mesmo sentido, vide GARRIGUES, Joaquín. Hacia un nuevo Derecho Mercantil: escritos, lecciones y conferencias. Madrid: Tecnos, 1971, pp. 174-175.

¹⁰⁹ SELIGMAN, Joel. The transformation of Wall Street: a history of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance. Boston: Northeastern University Press, 1995, pp. 39-40 (tratando sobre as fraudes no mercado de valores mobiliários norte-americano, que levaram à instituição dos Securities Act de 1933 e Securities Exchange Act de 1934, o autor afirma que a regulação visou a restaurar a confiança dos investidores no mercado por meio da punição dos agentes faltosos).

¹¹⁰ HOPT, Klaus. Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken. München: C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, 1975, p. 336.

¹¹¹ É preciso referir, ainda, que a própria Lei n. 6.404/76 exige a produção, armazenamento e divulgação de determinadas informações, como a escrituração contábil e os livros sociais (art. 100) tanto para as companhias abertas quanto para as companhias fechadas. As informações constantes nos livros sociais são devidas pela companhia aberta ao público, como se pode denotar dos arts. 103, parágrafo único, 104, Lei n. 6.404/76.

¹¹² Art. 21, I e II, §6º, II, Lei n. 6.385/76 e Art. 4, Resolução CVM 80/22.

¹¹³ Art. 22, §1º, I, Lei n. 6.385/76, Art. 22, Resolução CVM 80/22.

¹¹⁴ Art. 22, §1º, I, Lei n. 6.385/76, Art. 33, Resolução CVM 80/22. Art. 157, §§4º e 5º, Lei n. 6.404/76. Fatos relevantes são qualificados como “informações eventuais”, no art. 33, X, Resolução CVM 80/22. A definição do que é fato relevante está na Resolução CVM 44/21 e no art. 157, §4º, Lei n. 6.404/76.

¹¹⁵ Art. 157, caput, §§1º, 2º, 3º, 6º, Lei n. 6.404/76; arts. 11 e 12, Resolução CVM 44/21.

¹¹⁶ Art. 19, Lei n. 6.385/76 e ICVM 400/03.

¹¹⁷ TRINDADE, Marcelo. “O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil”. (in) SADDI, Jairo (org.). Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos. São Paulo: IOB, 2002, p. 310.

A seguir analisaremos o conteúdo do dever legal de informar. Agrupamos as categorias de informações exigidas da companhia aberta entre, de um lado, aquelas informações exigidas de forma contínua – informações exigidas no registro como emissora de valores mobiliários, informações periódicas, informações eventuais e informações dos acionistas e administradores – e, de outro lado, aquelas informações exigidas na oferta pública de emissão de valores mobiliários.

1.1.1.2.1. Informações contínuas das companhias abertas

A Resolução CVM n. 80/22 atualmente disciplina o sistema de registro de emissores, bem como as informações exigidas de cada categoria de emissor¹¹⁸. O ponto de partida da análise que se empreenderá serão os deveres de informar devidos pelas companhias registradas na categoria A, indicando-se, pontualmente, as diferenças em relação à categoria B, quando cabível. No momento do pedido de registro como emissor, a companhia deve entregar documentos societários básicos – tais como o estatuto social, a ata de assembleia geral que tiver aprovado o pedido de registro, a ata de reunião do conselho de administração que tiver designado diretor de relações com investidores e as demonstrações financeiras. Além disso, a companhia deve apresentar documentos qualificados como informações periódicas, tais como formulário de referência, formulário cadastral, DFP e ITR. Em linhas gerais, são exigidas as informações essenciais sobre a companhia, seus valores mobiliários, informações financeiras e órgãos sociais¹¹⁹. A CVM, ainda, detém competência para expedir normas, por meio de exigência de informações e documentos adicionais àquelas exigidas por meio da Resolução CVM n. 80/22¹²⁰. É, igualmente, competência da CVM solicitar alterações, correções ou esclarecimentos quanto às informações divulgadas¹²¹, as quais podem vir a ser divulgadas ao mercado por exigência da própria CVM¹²².

¹¹⁸ A categoria “A” autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários, ao passo que a categoria “B” impede a emissão de ações, de certificados de depósito de ações, ou de valores mobiliários que confirmam o direito de adquirir ações ou certificado de depósito de ações. Cada categoria tem exigências informacionais diversas, cf. Arts. 2º, §§2º e 3º, 14, §1º, 25, §§3º e 4º, 32, parágrafo único, 33 e 34, Resolução CVM 80/22.

¹¹⁹ Anexo A, Resolução CVM 80/22.

¹²⁰ Art. 21, §6º, II, 21-A, 22, §1, Lei n. 6.385/76.

¹²¹ Art. 9, IV, Lei n. 6.385/76; Arts. 61 e 62, Resolução CVM 80/22.

¹²² Os emissores podem solicitar à CVM que trate com sigilo as informações e documentos prestados em cumprimento à solicitação da CVM, nos termos do art. 61, §3º Resolução CVM 80/22, caso a divulgação possa colocar em risco o legítimo interesse do emissor.

Após deferido o pedido de registro como emissor de valores mobiliários, a companhia passa a ser obrigada a divulgar regularmente algumas informações denominadas como “periódicas”, que abarcam entre outras¹²³: (i) formulário cadastral; (ii) formulário de referência; (iii) demonstrações financeiras¹²⁴; (iv) formulários de demonstrações financeiras padronizadas (DFP) e de informações trimestrais (ITR); (v) edital de convocação, todos os documentos necessários para o exercício do direito de voto, sumário das decisões tomadas, ata, acompanhada das eventuais declarações de voto, dissidência ou protesto, bem como mapas sintéticos de votação das AGO; e (vi) informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas.

O formulário de referência concentra as principais informações da companhia aberta e é requisito não apenas para concessão do registro como companhia aberta, mas também para sua manutenção. Já que consiste em documento que consolida parte dos deveres de informação contínuos da companhia no mercado secundário, o formulário de referência apresenta conteúdo bastante abrangente¹²⁵. O documento é qualificado como “informação periódica” e deve ser atualizado regularmente¹²⁶⁻¹²⁷.

As companhias abertas devem, ainda, divulgar ao mercado as denominadas “informações eventuais”, que passam a ser devidas caso determinados eventos ocorram, tais como assembleias extraordinárias, especiais ou de debenturistas, determinadas reuniões do conselho de

¹²³ Todas as informações periódicas exigidas das companhias abertas constam no Art. 22, Resolução CVM 80/22.

¹²⁴ As demonstrações financeiras devem atender às exigências da Lei n. 6.404/76, bem como dos arts. 27 e 28 da Resolução CVM 80/22.

¹²⁵ Conforme Anexo C, Resolução CVM 80/22, no Formulário de Referência, a companhia aberta deve prestar as seguintes categorias de informações: (i) identificação das pessoas responsáveis pelo conteúdo do formulário, (ii) auditores, (iii) informações financeiras selecionadas, (iv) fatores de risco, (v) política de gerenciamento de risco e controles internos, (vi) histórico do emissor, (vii) atividades do emissor, (viii) negócios extraordinários, (ix) ativos relevantes, (x) comentários dos diretores sobre diversos aspectos da situação financeiro e econômica da companhia, (xi) projeções facultativas, (xii) assembleia geral e administração, (xiii) remuneração dos administradores, (xiv) recursos humanos, (xv) controle e grupo econômico, (xvi) transações com partes relacionadas, (xvii) capital social, (xviii) valores mobiliários, (xix) planos de recompra e valores mobiliários em tesouraria, (xx) política de negociação de valores mobiliários, (xxi) política de divulgação de informações. Há menor exigência de informações para os emissores da categoria B quanto aos seguintes itens acima: iii, iv, v, vii, ix, x, xii, xiii, xiv, xv, xvi, xvii, xviii, xix, xx.

¹²⁶ Exceto nos casos em que a companhia estiver em recuperação judicial. Nesse caso, as companhias da categoria A devem entregar o formulário de referência apenas com parte das informações exigidas e as companhias da categoria B não precisarão entregá-lo, até a entrega em juízo do relatório circunstanciado ao final do processo de recuperação, observado o disposto no arts. 25, §3º e 40, parágrafo único, Resolução CVM 80/22.

¹²⁷ Os emissores da categoria A devem atualizar o formulário de referência em sete dias úteis a contar dos eventos previstos no art. 25, §3º, Resolução CVM 80/22. Há menor exigência de informações para os emissores da categoria B na atualização do formulário de referência, conforme art. 25, §4º, Resolução CVM 80/22.

administração, arquivamento de acordos de acionistas na sede da companhia, atos ou fatos relevantes e transações entre partes relacionadas¹²⁸.

Entre as informações eventuais, destacam-se os fatos relevantes, que, devido à complexidade e à importância, mereceram tratamento próprio no art. 157, §§4º e 5º, Lei n. 6.404/76, art. 22, §1º, VI, Lei n. 6.385/76 e Resolução CVM n. 44/21. O dever de divulgar fato relevante é verdadeira abertura do regime informacional. Os fatos relevantes abarcam quaisquer decisão, deliberação, ou outro ato ou fato que sejam relacionados aos negócios da companhia e que possam influir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários, na decisão dos investidores de comprar, de vender ou de manter valores mobiliários; ou, ainda, na decisão dos investidores de exercer direitos inerentes à titularidade dos valores mobiliários de emissão da companhia. Caso haja qualquer mudança nos fatos ou nas intenções que sejam objeto da divulgação, a alteração deve ser prontamente informada ao mercado, para retificar ou para aditar a declaração anterior¹²⁹. Como é impossível a previsão de todos os eventos relevantes que devem ser divulgados, cria-se o dever de informar por meio de conceito indeterminado¹³⁰, de modo que a hipótese da norma seja formada por elementos vagos para determinação no caso concreto¹³¹.

Trata-se de definição baseada na potencialidade de que determinada informação influencie, de modo ponderável, a cotação ou as tomadas de decisão pelos investidores no mercado de valores mobiliários. A potencialidade de determinado ato ou fato ser qualificado como “fato relevante” dependerá das circunstâncias do caso concreto. No parágrafo único do art. 2º da Resolução CVM n. 44/21, há lista exemplificativa de eventos que podem ser considerados como fatos relevantes. Nem sempre, porém, evento constante na lista será fato relevante¹³², ao passo que fato não constante na lista poderá vir a sê-lo¹³³. Muito embora a lei e a regulação estabeleçam

¹²⁸ Os emissores da categoria A devem divulgar as informações eventuais indicadas no art. 33, Resolução CVM 80/22. Os emissores da categoria B, a sua vez, devem divulgar informações eventuais listadas no art. 34, Resolução CVM 80/22.

¹²⁹ Art. 20, Resolução CVM 44/21.

¹³⁰ Sobre as diferenças entre cláusula geral e conceito indeterminado, vide MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação. 2. Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 159.

¹³¹ É por essa característica de abertura no regime informacional que Luiz Antonio de Sampaio Campos afirma que o art. 157, §4º, Lei n. 6.404/76, consagrou a disciplina do *disclosure*, cf. CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. “Deveres e Responsabilidades”. (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (org.). Direito das Companhias. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 858.

¹³² PAS CVM n. RJ2002/1822, Diretora-Relatora Norma Jonssen Parente, julgado em 06/05/05 (Caso Cemepe) (cf. voto do então Diretor Presidente Marcelo Trindade).

¹³³ PAS CVM n. RJ2008/8976, Diretor-Relator Eliseu Martins, julgado em 15/09/09 (Caso Docas Investimentos) (cf. voto do Diretor Relator Eli Loria).

critérios para determinação do que seriam atos ou fatos relevantes, na prática, haverá a ponderação de diversos fatores para avaliar a relevância de determinado fato. Não apenas as características qualitativas e quantitativas do fato isoladamente devem ser consideradas, mas, também, sua interpretação diante de conjunto de outras informações sobre a companhia¹³⁴. O fato de determinada decisão não ser definitiva (*i.e.*, negociação de contrato) não afasta, por si só, o potencial de influência na decisão dos investidores¹³⁵, devendo este ser um dos fatores a ser considerados na análise da relevância da informação.

Deve-se considerar, ainda, se a divulgação pode prejudicar eventual desenvolvimento do negócio ainda em fase preliminar¹³⁶, tendo a regulação previsto exceção ao dever de imediata divulgação do fato relevante, quando a revelação do fato colocar em risco interesse legítimo da companhia¹³⁷. Enquanto não for divulgado o fato relevante, porém, determinados agentes têm dever de não negociar com os valores mobiliários da companhia e de sigilo sobre a informação privilegiada¹³⁸. Nesses casos, a CVM terá competência para decidir sobre a prestação da informação que tenha deixado de ser divulgada¹³⁹. Tenham submetido a questão à CVM, ou não, estarão os administradores responsáveis pela divulgação da informação sujeitos à responsabilidade administrativa, se a CVM, por sua vez, vier a entender que a informação deveria ter sido imediatamente divulgada.

Caso a informação escape ao controle ou caso ocorra oscilação atípica na cotação, no preço ou na quantidade negociada dos valores mobiliários, mesmo o fato relevante legitimamente mantido em sigilo deve ser imediatamente divulgado ao mercado¹⁴⁰. Está dentro das atribuições dos administradores, em especial do diretor de relação com investidores, monitorar eventuais

¹³⁴ PAS CVM n. RJ2006/4776, Diretor-Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17/01/07 (Caso CAEMI).

¹³⁵ PAS CVM n. RJ2006/5928, Diretor-Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17/04/07 (Caso Alpargatas); PAS CVM n. RJ2006/4776, Diretor-Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17/01/07 (Caso CAEMI), onde se elaborou de forma mais sistematizada um teste que considera a relevância dos fatos ainda não definitivos a partir da ponderação da sua magnitude pela probabilidade da sua ocorrência.

¹³⁶ PITTA, André Grünsapur. O regime de informação das companhias abertas. São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 241-242.

¹³⁷ O fato de que a informação poderá impactar negativamente na cotação dos valores mobiliários não é justificativa para excepcionar o dever de divulgar fato relevante, cf. PAS CVM n. RJ2006/4776, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17/01/2007.

¹³⁸ Art. 155, §§1º, 2º, 4º, Lei n. 6.404/76; Art. 27-D, Lei n. 6.385/76; Arts. 8º, 13º e 14º, Resolução CVM 44/21. Vide também CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. A nova Lei das sociedades anônimas. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 323 (ressaltando a necessidade de comprovação de nexo profissional ou pessoal entre o terceiro e administrador da companhia com acesso a tais informações para a configuração do *insider trading*).

¹³⁹ Art. 157, §5º, Lei n. 6.404/76, e art. 7º, Resolução CVM 44/21.

¹⁴⁰ Art. 6º, parágrafo único, Resolução CVM 44/21.

vazamentos de informações, bem como as negociações de valores mobiliários da companhia, a fim de que sejam identificadas eventuais oscilações atípicas¹⁴¹. O dever de monitoramento deve seguir padrão de diligência balizado pelo art. 153, Lei n. 6.404/76, e consiste em obrigação de meio, e não de resultado¹⁴². Ademais, a oscilação atípica pode ser infundada; e, ainda assim, caberá esclarecimento público ao mercado. As oscilações atípicas podem, também, servir como sinal de alerta de que informação relevante não foi devidamente comunicada internamente, obrigando o diretor de relações com investidor a inquirir as pessoas com acesso a atos ou fatos relevantes, a fim de averiguar a existência de informações que devam ser divulgadas¹⁴³.

Com efeito, não se trata de dever de divulgar o fato relevante nem de se abster de negociar com os valores mobiliários da companhia (*disclose or abstain*)¹⁴⁴ – trata-se, sobretudo, de regra de transparência “(...) *que visa a permitir que nas negociações com valores mobiliários da companhia estejam incorporadas todas as informações e expectativas que, naquele momento, existam sobre a companhia aberta*”¹⁴⁵ (grifo nosso). E esse é o fundamento da responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários. O dever de informar tem destinatário, o qual pode legitimamente esperar que todas as informações exigidas pela lei, notadamente aquelas que sejam relevantes para fins do seu investimento, estarão corretamente divulgadas, quando são negociados valores mobiliários no mercado regulado.

O dever de divulgar fato relevante não deve ser confundido com o direito dos acionistas¹⁴⁶ de demandar informações dos administradores sobre “*quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia*” no âmbito da AGO, nos termos do art. 157, §1º, ‘e’, Lei n. 6.404/76. O direito à informação do acionista em AGO serve para o esclarecimento antes do exercício dos seus direitos de participação na tomada de deliberação social. Ainda que a lei tenha adotado a terminologia similar, trata-se de informações com graus de relevância diversos. Isso porque, caso

¹⁴¹ PAS CVM n. RJ2014/6225, Diretor-Relator Pablo Renteria, julgado em 18/04/17 (Caso LLX II).

¹⁴² PAS CVM n. RJ2014/3402, Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 13/12/18 (Caso Petrobras I).

¹⁴³ Art. 4º, parágrafo único, Resolução CVM 44/21.

¹⁴⁴ Regra segundo a qual caso determinada pessoa detenha informação relevante ainda não divulgada ao mercado poderá ou divulgá-la prontamente ou deverá se abster de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia. A esse respeito vide DOMBALAGIAN, Onnig H. “Texas Gulf Sulphur and Information Disclosure Policy”, SMU Law Review, Vol. 71, 2018, pp. 713-727.

¹⁴⁵ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. “Deveres e Responsabilidades”. (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (org.). Direito das Companhias. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 860.

¹⁴⁶ De acordo com o art. 157, §1º, Lei n. 6.404/76, para exercício desse direito o acionista ou grupo de acionistas deve ter ao menos cinco por cento de participação no capital social da companhia. Com a entrada em vigor da ICVM 627/20, esse percentual passou a ser reduzido a depender do capital social da companhia, cf. arts. 1, III, 2, ICVM 627/20.

a informação solicitada em AGO se enquadre na definição do art. 157, §4º, Lei n. 6.404/76, não deveria haver necessidade para o pedido do acionista, já que a companhia tem o dever de divulgar o fato relevante a todo o mercado de valores mobiliários prontamente¹⁴⁷. Ademais, ainda que o fato relevante eventualmente não tenha sido divulgada em função do interesse social, tampouco deverá ser divulgada a informação de forma seletiva apenas aos presentes na AGO.

Além dos fatos relevantes, deve ser divulgado como informação eventual o material apresentado em reuniões com analistas e agentes de mercado. Não há exigência de que todos os investidores tenham acesso a todas as informações divulgadas pelos executivos da companhia nessas reuniões, tampouco que seja previamente informado ao mercado o agendamento das reuniões em si. Não cabe, porém, utilizar essas reuniões para divulgar, seletivamente, apenas a alguns especialistas informações exigidas pela regulamentação, tais como as informações periódicas e eventuais. Isso porque, nesse caso, há violação do dever de divulgar de forma abrangente, equitativa e simultânea as informações obrigatórias ao mercado¹⁴⁸.

Durante a pandemia, porém, o ofício circular CVM/SEP n. 7/2020 inovou a regulação vigente, ao exigir que as transmissões ao vivo de apresentações com a presença de executivos da companhia deveriam seguir padrão mais rigoroso do que aquele exigido para as reuniões privadas entre executivos da companhia e analistas e agentes do mercado¹⁴⁹. Deveriam ser divulgados, por meio de comunicado ao mercado, não apenas a data, o horário, o endereço na internet para acesso e os temas de discussão, mas também deveriam ser divulgadas, após a reunião, as principais informações divulgadas no evento. Após questionamentos, a CVM esclareceu que as reuniões privadas com grupos de investidores e agentes de mercado não estariam abarcadas pelo ofício circular CVM/SEP n. 07/2020. Ainda assim, cabe a crítica¹⁵⁰ às exigências, por parte da autarquia, de divulgação de informações adicionais às periódicas e às eventuais em relação às transmissões

¹⁴⁷ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. “Deveres e Responsabilidades”. (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (org.). Direito das Companhias. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 853.

¹⁴⁸ Nesse sentido vide GONZALEZ, Gustavo Machado. “O full and fair disclosure no direito aplicado: a simetria perseguida e as assimetrias toleradas”. (in) PITTA, André Grunspun; PEREIRA, Guilherme Stoguti J. (coord.). Direito Societário e outros temas de Direito Empresarial Aplicado. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 395-399; PAS CVM n. RJ2015/1591, Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 26/09/17 (Caso SEB).

¹⁴⁹ Art. 33, XIV, Resolução CVM 80/22.

¹⁵⁰ GONZALEZ, Gustavo Machado. “O full and fair disclosure no direito aplicado: a simetria perseguida e as assimetrias toleradas”. (in) PITTA, André Grunspun; PEREIRA, Guilherme Stoguti J. (coord.). Direito Societário e outros temas de Direito Empresarial Aplicado. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 400-404.

ao vivo, sem que haja coerência com a regulamentação das reuniões com analistas e agentes de mercado.

Por meio da Resolução CVM 80/22, a autarquia instituiu nova informação eventual: a comunicação de demandas societárias (art. 33, XLIII). Trata-se da divulgação, dentro de sete dias do conhecimento pelo emissor, de determinadas informações sobre processos judiciais ou arbitrais, em que a companhia aberta, seus acionistas ou seus administradores sejam partes. Além disso, só há obrigação de divulgação de informações sobre demandas societárias que envolvam interesses difusos, coletivos ou individuais homogêneos; ou, ainda, nas quais possa ser proferida decisão cujos efeitos atinjam a esfera jurídica da companhia ou de outros titulares de valores mobiliários de emissão do emissor que não sejam partes do processo (art. 1º, Anexo I, Resolução CVM 80/22). Em breve síntese, é obrigatória a divulgação de notícia da instauração da demanda societária, indicando as partes, valores, bens ou direitos envolvidos, principais fatos e pedidos. Ademais, quanto a processos judiciais, é preciso divulgar decisões sobre (i) tutelas de urgência e evidência, (ii) jurisdição, (iii) inclusão ou exclusão de partes, e (iv) julgamento de mérito ou extintivos sem julgamento de mérito. Quanto a processos arbitrais, a companhia deve informar a (i) apresentação de resposta, (ii) celebração de termo de arbitragem ou documento equivalente que represente estabilização da demanda, (iii) prolação de decisões sobre (a) medidas cautelares ou de urgência, (b) jurisdição dos árbitros, (c) inclusão ou exclusão de partes, e (iv) sentenças arbitrais, parciais ou finais. Por fim, qualquer acordo celebrado no curso da demanda societária deve ser divulgado ao mercado.

Outra categoria de informações a serem divulgadas com regularidade ao mercado são as informações dos administradores¹⁵¹. Os administradores são obrigados a informar, em AGO, mediante pedido de acionistas que representem cinco por cento do capital social da companhia os seguintes itens: (i) o número dos valores mobiliários da companhia ou de sociedades do mesmo grupo de fato ou de direito, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou indiretamente, no exercício anterior; (ii) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; (iii) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades do mesmo grupo de fato ou de direito; (iv) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados

¹⁵¹ Art. 157, *caput*, §1º “a” a “d” e §6º, Lei n. 6.404/76; art. 11, Resolução CVM 44/21.

de alto nível. Quando firmam o termo de posse, todos os administradores também devem declarar o número de ações, os bônus de subscrição, as opções de compra de ações e as debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. Ademais, os administradores devem informar imediatamente à CVM, à bolsa de valores, ou à entidade do mercado de balcão organizado as modificações em suas posições acionárias na companhia. Essas informações comparativas também permitem que os acionistas verifiquem o alinhamento do administrador aos interesses da companhia, ao longo do tempo, o que pode indicar sua confiança (ou não) no desempenho da companhia¹⁵². Da mesma forma, a Resolução CVM n. 44/21 exige a divulgação, pelos acionistas, de negociações consideradas como relevantes com os valores mobiliários da companhia¹⁵³. Isso porque a norma também considera relevante a informação sobre eventuais alterações na dinâmica de poder entre os acionistas¹⁵⁴.

Por fim, mas não menos relevantes, são as projeções¹⁵⁵, que fornecem dados úteis para precificação dos valores mobiliários, já que o preço está no futuro, e não no passado, da companhia¹⁵⁶. Como essas informações são expectativas de natureza especulativa, a divulgação deve ser cercada de precauções para não induzir os investidores em erro¹⁵⁷⁻¹⁵⁸. Diante dos desafios relativos ao tema, a Resolução CVM n. 80/22 previu que é facultativa a divulgação ao mercado de projeções da companhia¹⁵⁹. Caso, porém, se opte por divulgá-las, exige-se que sejam (i) incluídas no formulário de referência; (ii) identificadas como dados hipotéticos que não constituem promessa de desempenho; (iii) razoáveis; e (iv) acompanhadas das premissas relevantes, parâmetros e metodologia adotados, bem como indicação da fonte, quando as premissas e estimativas forem fornecidas por terceiros. As projeções divulgadas devem ser revisadas periodicamente, não podendo ultrapassar o período de um ano; e – caso haja alterações nas premissas relevantes, nos

¹⁵² CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. “Deveres e Responsabilidades”. (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (org.). Direito das Companhias. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 851.

¹⁵³ Art. 12, Resolução CVM 44/21.

¹⁵⁴ PAS CVM n. RJ2009/1365, Diretor-Relator Marcos Barbosa Pinto, julgado em 13/07/10 (Caso Renauxview), p. 7.

¹⁵⁵ Art. 21, Resolução CVM 80/22.

¹⁵⁶ KRIPKE, Holmer. The SEC and corporate disclosure: regulation in search for a purpose. New York: Law and Business, 1979, p. 317.

¹⁵⁷ RIPKEN, Susanna Kim. “Predictions, projections, and precautions: conveying cautionary warnings in corporate forward-looking statements”, University of Illinois Law Review, Vol. 2005, pp. 929-987.

¹⁵⁸ O Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA) de 1995, nos Estados Unidos, concedeu o que se denominou de “porto seguro” (“*safe harbour*”) às projeções ao introduzir no U.S. Code o § 78u-5, que exime as companhias e seus administradores de responsabilidade por falhas informacionais, caso ao tempo em que foi divulgada a projeção não se soubesse que ela era falsa.

¹⁵⁹ Exceto nos casos em que seja exigido estudo de viabilidade econômico-financeira para realização de oferta pública de emissão de valores mobiliários, no qual haverá informações prospectivas da companhia, cf. art. 32, ICVM 400/03.

parâmetros e na metodologia – o formulário de referência deve ser revisado. Além disso, as projeções devem ser confrontadas no ITR e no DFP com os resultados obtidos no trimestre, indicando-se as razões para eventuais diferenças.

1.1.1.2.2. Informações para oferta pública de emissão de valores mobiliários

O segundo registro que completa o regime informacional obrigatório das companhias abertas é aquele exigido para a realização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários¹⁶⁰. Analisaremos, porém, apenas o dever de informar no âmbito das ofertas públicas de emissão de valores mobiliários, haja vista a delimitação do tema deste estudo.

Nem a Lei n. 6.385/76, nem a ICVM 400/03 definem as ofertas públicas. A Lei n. 6.385/76 indica apenas o que seriam atos de distribuição: a venda, a promessa de venda, a oferta à venda ou a subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários. A mesma lei, igualmente, indica quais seriam os meios de comunicação para divulgação da oferta¹⁶¹. A ICVM 400/03¹⁶² trata dos meios de distribuição pública, definindo, para os efeitos da norma, o que será considerado como “público em geral”. Com base nesse conceito, a oferta deve ser dirigida a *“uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora”*. Aqueles que têm relação estreita e habitual¹⁶³ de natureza

¹⁶⁰ É possível solicitar à CVM a dispensa de registro ou de determinados requisitos do registro de oferta pública de emissão. Se for deferido o pedido por ser oferecida a investidores qualificados, os subscritores dos valores mobiliários deverão firmar declaração informando sua ciência sobre a dispensa de registro ou requisitos, bem como que tem conhecimento e experiência para avaliar os riscos e conteúdo da oferta e que tiveram amplo acesso a informações suficientes para tomada de decisão de investimento, cf. Art. 4º, ICVM 400/03.

¹⁶¹ Art. 19, §§1º e 3º, Lei n. 6.385/76.

¹⁶² Art. 3º, caput, §1º, ICVM 400/03.

¹⁶³ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. “Arts. 19 & 20”. (in) CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 388-389 (ressaltando corretamente que a necessidade de interpretação restritiva do conceito de relação “estreita e habitual” para abarcar somente os casos em que “por meio da ligação com o emissor, o investidor obtém informações suficientes para tornar dispensável a tutela pública”).

comercial, creditícia, societária ou trabalhista com o ofertante não precisariam da tutela legal, pois teriam acesso a informações suficientes para realizar adequada avaliação dos riscos da oferta¹⁶⁴.

A insegurança gerada pelo atual tratamento legal do tema enseja maiores custos aos participantes do mercado de valores mobiliários, que preferem realizar oferta pública, mesmo quando uma oferta privada seria suficiente. Visando a sanar esse e outros problemas do regime atual das ofertas públicas, encontra-se em andamento a Audiência Pública SDM CVM n. 02/21¹⁶⁵, por meio da qual a autarquia visa a alterar o regime das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. A proposta inicial da possível nova regulamentação prevê no art. 3º da Minuta A, em discussão, que será considerada como oferta pública “*o ato de comunicação oriundo do ofertante ou ainda de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições intermediárias, por qualquer meio ou forma, cujo conteúdo ou contexto envolva a tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários*” (grifo nosso). Como exemplo de oferta pública, foi indicada a utilização de qualquer material publicitário dirigido ao “público investidor em geral”, o qual foi definido como “*pessoas naturais ou jurídicas, inclusive investidores não considerados qualificados, conforme definição em regulamentação específica, fundos e veículos de investimento coletivo ou de universalidade de direitos, ou qualquer outra entidade destinatária da oferta pública, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, incluindo conjuntos de pessoas representados por uma classe, categoria ou grupo*”¹⁶⁶. Dessa forma, na nova proposta de regulamentação da CVM, não seria mais excepcionado do conceito de oferta pública o direcionamento da oferta a categoria, a classe ou o grupo com prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a companhia aberta.

A oferta pública deverá ser registrada na CVM e colocada no mercado com intermediação de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários¹⁶⁷, sob pena de

¹⁶⁴ Processo Administrativo CVM RJ n. 2006/8566, Rel. Dir. Maria Helena Santana, j. 26/02/2007, p. 6 (afirmando que relação comercial de massa entre banco e consumidor, por não ser estreita, não justificaria o afastamento do regime das ofertas públicas).

¹⁶⁵ Até a data de encerramento deste estudo, em 02 de maio de 2022, ainda está em análise pela CVM as manifestações sobre a audiência pública SDM 02/21.

¹⁶⁶ Arts. 2º, XXII, e 3º, §1º, II, da Minuta A da Audiência Pública SDM CVM 02/21.

¹⁶⁷ Arts. 15, 19, §4º, Lei n. 6.385/76; art. 3º, §2º, ICVM 400/03.

nulidade¹⁶⁸. A companhia deverá – antes do pedido de registro da oferta – celebrar contrato de distribuição¹⁶⁹ com a instituição intermediária, pois cabe à instituição intermediária a colocação da oferta e a verificação do cumprimento dos deveres de informar da companhia¹⁷⁰.

A pressão para colocação dos valores mobiliários junto ao público investidor enseja ainda maior rigor na regulação, na fiscalização e no cumprimento forçado dos deveres da companhia aberta¹⁷¹. Isso porque é precisamente esse o momento no qual os investidores estarão mais propensos a adquirir novos valores mobiliários e eventual preço inflacionado por falha informacional beneficiará diretamente à companhia. Se ocorrer coleta de intenções de investimento antes da concessão de registro da oferta pela CVM, a companhia deve preparar prospecto preliminar¹⁷², para submeter aos investidores. Com base no prospecto preliminar, os investidores poderão fazer reservas de subscrição, que deverão ser confirmadas após a divulgação do prospecto definitivo.

Nesse contexto, a companhia tem, além do dever de informar, também deveres de conduta¹⁷³⁻¹⁷⁴ na oferta pública de emissão de valores mobiliários. Em comum, ambos os tipos de deveres buscam minimizar a assimetria informacional, delimitando não apenas o conteúdo das informações, mas também o modo de sua divulgação, para assim assegurar igualdade de condições aos ofertados.

Em relação ao dever de informar na oferta pública de emissão, há basicamente dois documentos que concentram as principais informações exigidas: prospecto e formulário de

¹⁶⁸ Art. 166, IV, CC; Arts. 19 e 20, Lei n. 6.385/76.

¹⁶⁹ O contrato de distribuição deve observar as exigências estabelecidas pela ICVM 400/03 (art. 33, Anexo VI).

¹⁷⁰ Art. 56, §1º, ICVM 400/03.

¹⁷¹ ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. “Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto”. (in) ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 230-231.

¹⁷² Art. 46, ICVM 400/03.

¹⁷³ Arts. 48 e 49 da ICVM 400/03 (os quais instituem o chamado período de silêncio). De acordo com a CVM, o período de silêncio visa assegurar que o investidor possa tomar sua decisão de investimento com base em um conjunto completo de informações, não se deixando influenciar tão somente por visão parcial e delimitada que possa constar em manifestação pontual na mídia. Nesse sentido, a proibição preocupa-se menos com eventual divulgação de informações falsas e mais com a completude e suficiência das informações divulgadas. A esse respeito vide PAS CVM n. RJ2016/6086, Diretor-Relator Pablo Renteria, julgado em 30/01/18 (Caso GAEC). Foram propostas relevantes alterações ao período de silêncio nos arts. 11 e 12 da Audiência Pública SDM CVM n. 02/2021.

¹⁷⁴ Até a divulgação da oferta ao mercado, há também deveres de conduta impostos à companhia, para que esta somente forneça informações sobre a oferta em caráter confidencial e para que a companhia, ainda, se limite a prestar apenas as informações necessárias para o objetivo de consulta de viabilidade sobre a oferta, cf. Art. 43, ICVM 400/03.

referência¹⁷⁵. Tal como ocorreu nos Estados Unidos¹⁷⁶, as ICVM 480/09 e ICVM 482/09 instituíram regime único de divulgação de informações¹⁷⁷, aproximando-se do modelo de registro de emissor denominado pela IOSCO como *shelf registration system*¹⁷⁸. As principais informações exigidas do emissor devem ser consolidadas no formulário de referência¹⁷⁹. Com isso, na oferta pública de emissão, a companhia apresenta o prospecto e os documentos do Anexo II da ICVM 400/03, fazendo apenas remissão ao formulário de referência atualizado¹⁸⁰.

O prospecto é, portanto, peça central da oferta¹⁸¹ e deverá conter essencialmente informações sobre (i) os valores mobiliários objeto da oferta e os direitos que lhes são inerentes; (ii) a companhia e sua situação patrimonial, econômica e financeira; (iii) terceiros garantidores da oferta; e (iv) terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta¹⁸². Como o formulário de referência já possui as informações obrigatórias sobre a companhia, são facultativas as informações adicionais àquelas já existentes no formulário de referência sobre a companhia aberta¹⁸³. Caso, ainda, haja qualquer alteração nas circunstâncias após o registro da oferta que torne impreciso o prospecto, a companhia e a instituição líder deverão suspender imediatamente a distribuição, até a correção da informação¹⁸⁴.

Além disso, conforme a ICVM 400/03, deverá ser apresentado estudo de viabilidade econômico-financeira da companhia, caso a oferta vise à constituição da companhia¹⁸⁵, caso a companhia esteja em fase pré-operacional, ou, ainda, caso os recursos captados pela oferta sejam

¹⁷⁵ Ressalta-se que o pedido de registro da oferta deve ser instruído com todos os documentos listados no Anexo II da ICVM 400/03. Ademais, a CVM poderá documentar ou informações adicionais antes de deferir o pedido de registro da oferta (art. 9, ICVM 400/03) ou mesmo informações adicionais para serem incluídas no prospecto (art. 39, §2, ICVM 400/03).

¹⁷⁶ Em 1980, foram acrescentados aditivos aos requisitos de prestação de informações e relatórios previstos no Securities Act de 1933 e Securities Exchange Act de 1934, para que informações relacionadas ao registro de ofertas públicas de valores mobiliários passassem a ser divulgadas periodicamente. Vide a respeito, GILLIS, John G., “Securities Law and Regulation: New Integrated Disclosure System”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 37, n. 1, Jan-Fev/1981, p. 14.

¹⁷⁷ As normas sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários estão atualmente previstas na Resolução CVM 80/22.

¹⁷⁸ IOSCO. *Adapting IOSCO international disclosure standards for shelf registration systems*, 2001.

¹⁷⁹ Art. 25, §2, I, Resolução CVM 80/22.

¹⁸⁰ PITTA, André Grünsapur. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 211-212.

¹⁸¹ Se a companhia realizar ofertas simultâneas no Brasil e exterior, poderá apresentar à CVM prospecto no formato exigido em outro país, observados os requisitos dos arts. 57 e 58, ICVM 400/03.

¹⁸² Art. 39 e Anexo III, ICVM 400/03.

¹⁸³ Art. 40, §§2º, 3º, ICVM 400/03.

¹⁸⁴ Art. 41, ICVM 400/03.

¹⁸⁵ Art. 82, *caput*, §2º, Lei n. 6.404/76.

destinados à atividade ainda não desenvolvida pela companhia¹⁸⁶. O estudo de viabilidade, conquanto importe em uma ingerência mais incisiva da CVM no nível de informação exigido, é útil para que os investidores possam compreender quais são as premissas econômicas adotadas e qual o plano de negócios projetado, auxiliando na interpretação dos riscos e retornos esperados. A CVM poderá, ainda, exigir que sejam incluídas, no prospecto, informações e advertências necessárias à compreensão do prospecto¹⁸⁷.

Com base na compreensão sobre os pressupostos e sobre os fundamentos jurídicos e econômicos subjacentes à regulação da informação no mercado de valores mobiliários, analisaremos, a seguir, quais são as consequências jurídicas da definição da fonte do dever de informar sobre o mercado de valores mobiliários, para que assim se qualifique a responsabilidade civil.

1.1.2. A fonte do dever de indenização

A *summa divisio*¹⁸⁸ do direito da responsabilidade civil é aquela existente entre a responsabilidade contratual e a extracontratual. A responsabilidade contratual é uma das possíveis consequências jurídicas do inadimplemento imputável das obrigações constituídas em contrato, com base na autonomia da vontade. Diz respeito aos ilícitos relativos. A responsabilidade extracontratual, por sua vez, diz respeito aos ilícitos absolutos e decorre do mandamento geral, a todos imposto, de a ninguém lesar (*neminem laedere*). Ambas as espécies de responsabilidade civil têm por função reparar (compensar) o lesado, vítima de dano imputável a determinado sujeito.

Inobstante a distinção de regime jurídico entre ambas as espécies de responsabilidade, passou-se a reconhecer, por força de lei ou do princípio da boa-fé objetiva, a existência de deveres jurídicos destinados a assegurar uma ordem de proteção entre os participantes do tráfego jurídico que se aproximam negocialmente, embora não tenham ainda concluído contrato ou não venham a concluí-lo. São os chamados “deveres de proteção”, ou “deveres laterais”, pois se colocam *a latere* dos deveres de prestação.

¹⁸⁶ Art. 32, ICVM 400/03.

¹⁸⁷ Art. 39, §2º, ICVM 400/03.

¹⁸⁸ ZIMMERMANN, Reinhard. The Law of Obligations: Roman Foundations of the Civilian Tradition. Cape Town: Juta & Co, 1990, p. 10.

O surgimento de deveres criados pela lei ou deduzidos do princípio da boa-fé – seja para regular condutas na fase antecedente ao contrato¹⁸⁹, seja para restringir a liberdade de contratar em determinados tipos contratuais¹⁹⁰, ou, ainda, para delimitar o modo de exercer direitos – levou ao reconhecimento de amplo espectro de relações que não se enquadram propriamente em nenhuma das categorias tradicionais das duas fontes obrigacionais, o contrato e o delito¹⁹¹. É o caso, por exemplo, da denominada “responsabilidade civil pré-contratual”.

A concepção da responsabilidade pré-contratual teve início com trabalho de Rudolf von Jhering, publicado em 1861¹⁹², no qual o autor defende que a atuação culposa, na fase prévia à celebração de contrato, poderia ensejar responsabilidade contratual mesmo em caso de nulidade contratual. Segundo Jhering, eventual atuação culposa na contratação (*culpa in contrahendo*), que causasse danos à outra parte, poderia gerar responsabilidade à parte infratora¹⁹³.

A partir das ideias de Jhering desenvolveu-se, posteriormente, a noção de que nas tratativas, nos contatos sociais mais próximos, ou, ainda, nos “tratos”¹⁹⁴, inexistente entre as partes relação jurídica de crédito, própria dos contratos¹⁹⁵. Assim, passou-se a entender que a relação jurídica estabelecida entre as partes é de fonte legal, decorrente da imposição de deveres de conduta

¹⁸⁹ COUTO E SILVA, Clóvis do. Principes fondamentaux de la responsabilite civile en droit bresilien et compare. Cours fait à la Faculté de Droit et Sciences Politiques de St. Maur (Paris XII), 1988, p. 16.

¹⁹⁰ Como observa Judith Martins-Costa, ao tratar das ofertas públicas de aquisições de ações: “(...) era inegável que aquisição pública de ações constituía – como hoje – uma técnica que se apoia em estruturas contratuais, ainda que o exercício da autonomia privada esteja fortemente condicionado por normas heterônomas e inderrogáveis *ex voluntate*, destinadas a assegurar isonomia, amplo acesso e a lisura do negócio”, cf. MARTINS-COSTA, Judith. “Oferta Pública para a aquisição de ações (OPA) – Teoria da confiança – Deveres de proteção violados – A disciplina informativa e o mercado de capitais – Responsabilidade pela confiança – Abuso do poder de controle”, RDM n. 140, Ano XLIV, Out-Dez/2005, p. 249.

¹⁹¹ KÖNDGEN, Johannes. Selbstbindung ohne Vertrag - Zur Haftung aus geschäftsbezogenem Handeln. Tübingen: Mohr, 1981, pp. 420-421.

¹⁹² JHERING, Rudolf von. “Culpa in contrahendo oder Schadensersatz bei nichtigen oder nicht zur Perfektion gelangten Verträgen”, in Jahrbücher für die Dogmatik des heutigen römischen und deutschen Privatrechts. Bd. 4, 1861, pp. 1 – 112.

¹⁹³ JHERING, Rudolf von. “Culpa in contrahendo oder Schadensersatz bei nichtigen oder nicht zur Perfektion gelangten Verträgen”, in Jahrbücher für die Dogmatik des heutigen römischen und deutschen Privatrechts. Bd. 4, 1861, pp. 19-22.

¹⁹⁴ A expressão é de MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. Vol. V. Tomo II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 175.

¹⁹⁵ Há que se ponderar, porém, que a fase das tratativas traz desafios próprios relacionados à qualificação do que propriamente as partes se obrigaram. Como observado por Gustavo Tepedino, os contratos podem ter formação progressiva, por meio da qual as partes vão assumindo obrigações paulatinamente ao longo das negociações ou tratativas. Nesses casos, para além dos deveres de proteção decorrentes da boa-fé objetiva, poderá existir a constituição de obrigações de natureza contratual, cf. TEPEDINO, Gustavo. “Formação progressiva dos contratos e responsabilidade pré-contratual: notas para uma sistematização”. (in) BENETTI, Giovana *et al* (org). Direito, Cultura e Método: Leituras da Obra de Judith Martins-Costa. Rio de Janeiro: GZ, 2019, pp. 598 e ss.

protetivos aos interesses da outra parte, em virtude do contato social estabelecido entre as partes. O interesse tutelado pelos deveres de proteção não é diretamente relacionado à prestação, mas à integridade da esfera jurídica, abarcando tutela de bens ou direitos patrimoniais da parte¹⁹⁶.

Há, portanto, deveres de conduta impostos pela boa-fé objetiva que (i) prescindem de sua imposição *ex contractu*, pois decorrem diretamente da lei; e (ii) não se resumem ao dever geral de não lesar outrem (*neminem laedere*), pois são deveres que visam à tutela de interesses específicos relacionados ao contato social estabelecido entre as partes na fase das tratativas negociais. A responsabilidade pré-contratual decorre, dentre outras hipóteses, da causação de um dano patrimonial, em virtude da violação da confiança legitimamente depositada pela contraparte das tratativas iniciadas¹⁹⁷ e da violação de deveres de proteção, existentes na fase antecedente à conclusão de um contrato, tendo como fonte o princípio da boa-fé objetiva.

A responsabilidade pré-contratual foi historicamente objeto de vários estudos, e, paulatinamente, foi incorporada a diversos sistemas jurídicos por via da recepção doutrinária e jurisprudencial¹⁹⁸. No Brasil, ainda que não haja texto específico, no Código Civil, a acolher essa figura, doutrina e jurisprudência reconheceram no art. 422, Código Civil – com base nos princípios da probidade e da boa-fé objetiva, ali inscritos – os contornos do que seria a responsabilidade pré-contratual por violação de deveres de conduta na fase antecedente ao negócio jurídico¹⁹⁹. Como, porém, Código Civil não estabeleceu regime jurídico próprio à responsabilidade pré-contratual, tampouco a integrou expressamente ao regime da responsabilidade contratual ou extracontratual, a doutrina e a jurisprudência divergiram sobre a qualificação do instituto. Houve quem defendesse tratar-se a responsabilidade pré-contratual de responsabilidade de natureza contratual²⁰⁰; houve

¹⁹⁶ MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação. 2. Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 244.

¹⁹⁷ MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação. 2. Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 464.

¹⁹⁸ VICENTE, Dario Moura. Da responsabilidade pré-contratual em Direito Internacional Privado. Coimbra: Almedina, 2001, pp. 241-299.

¹⁹⁹ Enunciado n. 25, I Jornada de Direito Civil do CJF, 2002; REsp 1309972/SP, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 27/04/2017; REsp 1051065/AM, Rel. Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, julgado em 21/02/2013; REsp 1367955/SP, Rel. Ministro Paulo De Tarso Sanseverino, Terceira Turma, julgado em 18/03/2014.

²⁰⁰ AZEVEDO, Antonio Junqueira. “Responsabilidade pré-contratual no Código de Defesa do Consumidor: estudo comparativo com a responsabilidade pré-contratual no Direito Comum”, Revista de Direito do Consumidor, vol. 18/1996, pp. 23 - 31. No mesmo sentido há julgado do STJ REsp 1367955/SP, Rel. Ministro Paulo de Tarso Sanseverino, Terceira Turma, julgado em 18/03/2014.

outros que defenderam o seu enquadramento como responsabilidade extracontratual²⁰¹; e, houve, ainda, aqueles que sustentaram ser a responsabilidade pré-contratual uma terceira via, devido às especificidades do tipo de dever jurídico violado e da relação jurídica estabelecida entre as partes²⁰².

A responsabilidade contratual lida com o dano resultante do inadimplemento de um dever contratual. O dever de indenizar será um como substituto, ou um complemento, a uma obrigação pré-existente entre lesado e responsável. Nessa medida, a responsabilidade contratual visa a tutelar os interesses de prestação e de proteção resultantes do vínculo contratual estabelecido entre as partes. O dano indenizável pela responsabilidade contratual está limitado à extensão da diminuição, ou da subtração do interesse contratual, obedecendo-se ao princípio da reparação integral: indeniza-se o dano, mas apenas o dano²⁰³.

A responsabilidade pré-contratual diz respeito ao surgimento de dever de indenizar em decorrência da violação de deveres de proteção alocados *a latere* de uma relação contratual. Estes, por sua vez, impõem condutas – voltadas ao interesse da integridade da esfera jurídica da contraparte – àqueles que estabelecem contato social para celebração de negócio jurídico²⁰⁴. Em função disso, as partes em tratativas negociais devem evitar danos à contraparte, demandando condutas diversas a depender do contato social criado e das circunstâncias fáticas subjacentes²⁰⁵.

²⁰¹ COUTO E SILVA, Clóvis do. Principes fondamentaux de la responsabilite civile en droit bresilien et compare. Cours fait à la Faculté de Droit et Sciences Politiques de St. Maur (Paris XII), 1988, pp. 25-26 (datilografado); MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. Vol. V. Tomo II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 178-179.

²⁰² PEREIRA, Regis Fichtner. A responsabilidade civil pré-contratual. Rio de Janeiro: Renovar: 2001, pp. 273-277; VICENTE, Dario Moura. “A responsabilidade pré-contratual no código civil brasileiro de 2002”, Revista Jurídica do Centro de Estudos do Judiciário, Brasília, n. 25, p. 34-41, abr./jun. 2004. No mesmo sentido há julgado do STJ REsp 1.309.972/SP, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 27/04/2017.

²⁰³ MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. Vol. V. Tomo II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 170.

²⁰⁴ MARTINS-COSTA, Judith. “Um aspecto da obrigação de indenizar: notas para uma sistematização dos deveres pré-negociais de proteção no Direito Civil brasileiro”, Revista dos Tribunais, vol. 867/2008, pp. 11 - 51.

²⁰⁵ Em sua obra magistral, publicada pela primeira vez em 1964 e, posteriormente reeditada pela Editora FGV, em 2006, Clóvis do Couto e Silva observa as diferenças do contato social existente entre as partes de relação pré-contratual em comparação com as partes sem relação ou contato prévio, cuja relação jurídica surge como decorrência do ilícito. Ao final, o autor conclui que a responsabilidade pré-contratual seria de ordem delitual, cf. COUTO E SILVA, Clóvis do. A obrigação como processo. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006, pp. 76-77. O tema é aprofundado em obra posterior, de 1988, na qual o autor conclui que, em verdade, o contato social seria *fattispecie* comum a todas as espécies de responsabilidade civil, a qual vai sendo graduada do contrato ao delito, cf. COUTO E SILVA, Clóvis do. Principes fondamentaux de la responsabilite civile en droit bresilien et compare. Cours fait à la Faculté de Droit et Sciences Politiques de St. Maur (Paris XII), 1988, pp. 9-11. (datilografado).

A responsabilidade extracontratual, a sua vez, trata do surgimento de dever de indenizar *ex novo*²⁰⁶, a partir da ocorrência de determinado ato ou fato juridicamente imputáveis a sujeito específico. Seu objetivo, nesse sentido, é proteger interesse legitimamente tutelado pelo ordenamento jurídico, a despeito da inexistência de relação jurídica previamente estabelecida entre lesado e responsável – como ocorre na responsabilidade contratual –, tampouco de tratativas negociais – como ocorre na responsabilidade pré-negocial.

Embora os pressupostos ou condições para o surgimento do dever de indenizar em todas as espécies de responsabilidade sejam os mesmos, há certas diferenças – que merecem atenção – entre um regime e outro. Não é, portanto, mera questão teórica definir o tipo de regime de responsabilidade civil ao qual a responsabilidade civil por falha informacional se enquadraria.

Há quatro pontos principais, e diferenciadores, a considerar²⁰⁷. Em primeiro lugar, o prazo prescricional é diferente em cada tipo de responsabilidade. Conforme decisão proferida pela Corte Especial do STJ²⁰⁸, o prazo prescricional é diverso para a responsabilidade contratual (prazo decenal, *ex vi* art. 205, CC) e para a responsabilidade extracontratual (prazo trienal, *ex vi* art. 206, §3º, V, CC). Em segundo lugar, o tratamento da culpa também difere. Na responsabilidade contratual, há graus diferentes de culpa a depender do contrato para imputação da responsabilidade (art. 392, CC); já na responsabilidade extracontratual, ressalvadas as diferenças entre responsabilidade subjetiva e objetiva, o grau de culpa somente terá importância em caso de desproporção entre a gravidade da culpa e do dano (art. 944, parágrafo único, CC). Em terceiro lugar, o ônus da prova é igualmente distinto. Na responsabilidade contratual, diante da ocorrência do inadimplemento obrigacional, surge a responsabilização, cabendo ao devedor a prova do adimplemento ou de excludente de responsabilidade²⁰⁹. Na responsabilidade extracontratual, como regra, o ônus da prova é imputado ao lesado²¹⁰. Em quarto – e último – lugar, é preciso diferenciar o *dies a quo* para fixação do dever de indenizar. Na responsabilidade contratual, se a obrigação for

²⁰⁶ VICENTE, Dario Moura. Da responsabilidade pré-contratual em Direito Internacional Privado. Coimbra: Almedina, 2001, p. 150.

²⁰⁷ Vide, a respeito, MARTINS-COSTA, Judith; ZANETTI, Cristiano de Sousa, “Responsabilidade contratual: prazo prescricional de dez anos”, Revista dos Tribunais, vol. 979/2017, maio/2017, pp. 215-24.

²⁰⁸ Especialmente no que toca ao prazo prescricional, conforme definido pela Corte Especial do STJ após anos de idas e vindas, vide EREsp 1281594/SP, Rel. Ministro Benedito Gonçalves, Rel. p/ Acórdão Ministro Felix Fischer, Corte Especial, julgado em 15/05/2019.

²⁰⁹ AGUIAR DIAS, José de. Da responsabilidade civil. 12. Ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, pp. 90-91 e 129.

²¹⁰ MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. Vol. V. Tomo II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 156-157.

a termo, o dever de indenizar surge com o inadimplemento; se não for a termo, desde a interpelação judicial ou extrajudicial (art. 397, CC) ou da citação (art. 405, CC). Na responsabilidade extracontratual, o dever de indenizar surge com a ocorrência do evento lesivo (art. 398, CC; Súmula n. 54, STJ); portanto, o cálculo da condenação ao pagamento da indenização difere em cada tipo.

Diante do quadro normativo da responsabilidade civil no direito brasileiro sucintamente descrito acima, volta-se à indagação: qual espécie de responsabilidade civil surgirá a partir da falha informacional no mercado primário e no mercado secundário?

Eventual falha no cumprimento dos deveres informacionais imputados à companhia aberta no âmbito de oferta pública poderá afetar diretamente os investidores, para quem a oferta foi dirigida. Tem-se, nesse cenário, situação de descumprimento de deveres legais ou regulamentares, de divulgação de informações em fase antecedente à subscrição de valores mobiliários. Tanto quanto os deveres de proteção surgidos na fase antecedente à celebração de negócio jurídico por força do princípio da boa-fé objetiva, os deveres de informar, no mercado primário, visam a tutelar o “*interesse à integridade da esfera jurídica*”²¹¹ dos investidores, para que assim possibilitem a higidez da manifestação de vontade e a avaliação dos riscos relacionados ao negócio jurídico.

Com efeito, não nos parece adequado qualificar a responsabilidade civil, no mercado primário, como responsabilidade contratual. O dever de informar no âmbito da oferta pública de emissão de valores mobiliários surge e é devido antes (e independentemente) da celebração de qualquer negócio jurídico. É verdade que o dever somente surge quando a companhia decide ofertar novos valores mobiliários ao mercado. No entanto, o fundamento da responsabilidade civil não decorreria do dever de prestar ou mesmo de deveres anexos ou laterais à prestação (emissão de valores mobiliários). O ilícito causador de dano ocorre pela violação de dever legal de informar frente a público indeterminado de indivíduos sem relação jurídica prévia que impute esse dever específico à companhia aberta²¹². As informações prestadas no âmbito da oferta pública não se inserem no negócio jurídico de subscrição como espécie de obrigação de garantia em relação às

²¹¹ MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação. 2. Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 244.

²¹² GARRIGUES, Joaquín. Hacia un nuevo Derecho Mercantil: escritos, lecciones y conferencias. Madrid: Tecnos, 1971, pp. 174-175.

qualidades dos valores mobiliários e da companhia aberta, mas exercem papel instrumental à avaliação da oferta pelo público investidor²¹³.

Nessa linha de entendimento, seria possível cogitar qualificar a responsabilidade civil, no mercado primário, como responsabilidade pré-contratual, como foi considerado na Itália²¹⁴ e na Espanha²¹⁵. Ocorre, porém, que a fonte normativa da responsabilidade pré-contratual no Brasil é o princípio da boa-fé objetiva na função de criação de deveres. Caso se trate de fase antecedente à celebração de negócio jurídico, o pressuposto do surgimento dos deveres oriundos da boa-fé objetiva seriam as tratativas estabelecidas entre as partes.

A responsabilidade civil pela falha informacional em oferta pública de emissão de valores mobiliários, a sua vez, possui, como fonte normativa, o regime informacional obrigatório estabelecido pela Lei n. 6.385/76 e ICVM 400/03. Não há tratativas entre emissor e investidores, que constituam o dever de prestar informações pela companhia. Não há nenhum contato pessoal entre ofertante e investidores – consequentemente, a fonte do dever de indenizar não é a confiança como ponto autônomo de conexão²¹⁶. O dever de informar, no mercado de valores mobiliários, é dever legal que não visa propriamente à proteção, nem ao cuidado, com relação a determinado indivíduo no âmbito de relação jurídica interindividual. Visa, pelo contrário, à tutela de público indeterminado de indivíduos, estando o dever de informar em análise marcado pelo interesse público²¹⁷. Ainda que o dever de informar decorrente da boa-fé objetiva e os deveres de informar

²¹³ ALMEIDA, Margarida Azevedo de. A responsabilidade civil por prospecto no Direito dos Valores Mobiliários – O bem jurídico protegido. Coimbra: Almedina, 2018, pp. 195-196.

²¹⁴ Historicamente a responsabilidade decorrente de falha informacional no prospecto foi considerada como responsabilidade pré-contratual, a qual tinha natureza discutida na doutrina e na jurisprudência, cf. FERRARINI, Guido. *La responsabilità da Prospetto*. Milão: Giuffrè, 1986; ANGELICI, Carlo. “Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità”, *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*, Anno CVIII (2010), Parte I, pp. 17-19. Atualmente, a responsabilidade civil pelo prospecto está regulada no art. 94, TUF. Segundo Ferrarini e Giudici, o regime especial da responsabilidade pelo prospecto atual é similar em estrutura com o regime da responsabilidade contratual, cf. FERRARINI, Guido; GIUDICI, Paolo. “Italy: The Protection of Minority Investors and the Compensation of Their Losses”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (org.). *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, p. 457. De modo diverso, a Corte de Cassação italiana decidiu que a responsabilidade civil pelo prospecto seria extracontratual, cf. Corte Cass., sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056.

²¹⁵ GRIMALDOS GARCÍA, María Isabel. *Responsabilidad civil derivada del folleto de emisión de valores negociables*. Valencia: Tirant lo Blanch, 2001, pp. 148-165; ECKL, Christian. “Spanien”. (in) HOPT, Klaus; VOIGT, Hans-Christoph (org.). *Prospekt- und Kapitalinformationshaftung*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2005, pp. 959-960.

²¹⁶ FRADA, Manuel Carneiro da. *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*. Coimbra: Almedina, 2004, pp. 189-192, 626 e ss.

²¹⁷ É isso que foi reconhecido pela doutrina italiana, após anos em que a responsabilidade pelo prospecto foi qualificada como responsabilidade pré-contratual, cf. ANGELICI, Carlo. “Su mercato finanziario, amministratori e

decorrentes do regime informacional obrigatório no mercado primário possam ter funções similares, ao que nos parece, cada qual diz respeito a “contato social” bastante diverso.

A conclusão apresentada se confirma quando é definido o conteúdo do dever de informar em cada caso. Nas tratativas negociais, a informação devida depende da relação interindividual estabelecida entre determinados potenciais contratantes²¹⁸. Não há obrigatoriedade de revelação, de forma padronizada, de toda e qualquer informação pelo vendedor em relação ao comprador²¹⁹; portanto, nem sempre é fácil determinar quando e o que a parte é obrigada a revelar²²⁰. De modo diverso, o dever de informar na oferta pública é padronizado, independentemente dos indivíduos integrantes do público indeterminado de ofertados²²¹.

Muito embora a boa-fé objetiva possa ter, eventualmente, valor integrativo na interpretação sobre o cumprimento dos deveres impostos pelo regime informacional obrigatório no mercado de valores mobiliários²²², a boa-fé não é – no âmbito da oferta pública de emissão de valores mobiliários – fonte normativa da relação jurídica estabelecida entre companhia aberta e público investidor.

Assim, discorda-se da tese de que o descumprimento de deveres informativos de natureza infralegal só possa consistir ilícito civil, pois consistiria em descumprimento do dever da boa-fé objetiva²²³.

Em primeiro lugar, discorda-se porque a própria Lei n. 6.385/76 explicita satisfatoriamente a ilicitude da realização de oferta pública de emissão de valores mobiliários com informações insuficientes ou falsas – é precisamente o que se infere dos arts. 19, *caput*, §§6º e 7º,

responsabilità”, *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*, Anno CVIII (2010), Parte I, pp. 17-18, n. 41.

²¹⁸ MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação*. 2. Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 587.

²¹⁹ MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação*. 2. Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 587.

²²⁰ SILVA, Eva Sónia Moreira. *As relações entre a responsabilidade pré-contratual por informações e os vícios da vontade (erro e dolo) – o caso da indução negligente em erro*. Coimbra: Almedina, 2010, p. 23.

²²¹ RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A protecção dos investidores em Valores Mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2001, p. 20.

²²² MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação*. 2. Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 584.

²²³ Em sentido contrário ao que estamos defendendo no texto, vide BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. “Arts. 19 & 20”. (in) CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 411 (para quem “ainda que os deveres informativos estejam situados em nível infralegal, seu descumprimento redundará em sanção civil, visto que representa um descumprimento do dever de boa-fé”).

bem como 20, II, da referida lei. Assim, se a oferta somente pode ser realizada mediante registro na CVM, com apresentação de prospecto, e se a CVM pode suspender a oferta com informações falsas, dolosas ou substancialmente imprecisas, torna-se evidente que são deveres legais tanto o registro da oferta pública como a divulgação das informações exigidas pela CVM. Em segundo lugar – ainda que se possa alegar que somente as normas infralegais trouxeram concretude aos deveres informacionais no mercado primário (do que se discorda, como já visto) –, diferentemente de outros sistemas jurídicos, no ordenamento jurídico brasileiro, não há tipicidade no ilícito civil²²⁴. No direito brasileiro, o ilícito nada mais é que “*a violação de interesse juridicamente tutelado, representado por essa contrariedade do ordenamento jurídico como totalidade (contra ius)*”²²⁵. O conceito de “ilicitude” abarca qualquer violação ao ordenamento jurídico nacional, neste se incluindo naturalmente as normas infralegais²²⁶. Até mesmo porque as normas regulamentares criadoras de dever de informar intervêm dentro do ordenamento jurídico já existente nos limites estabelecidos pela própria lei, sendo por isso qualificadas como normas jurídicas secundárias ou derivadas²²⁷.

Existe, como observa Hellgardt²²⁸, uma relação jurídica especial estabelecida entre a companhia aberta e os investidores no mercado de valores mobiliários, o que demanda regramento jurídico próprio. Assim, havendo um sistema especial de regulação dos deveres de informar próprio

²²⁴ O Direito Brasileiro sofreu forte influência do Direito Francês em matéria de responsabilidade civil extracontratual, não tendo adotado noção restritiva da ilicitude como ocorreu no Direito Alemão, mas sim cláusula geral de responsabilidade civil baseada em conceito amplo de ilicitude. A esse respeito, vide AZEVEDO, Antonio Junqueira de. “Influência do direito francês sobre o direito brasileiro”, Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, v. 89, 1994, p. 193; BARBOSA, Mafalda Miranda. “Modelos de responsabilidade civil extracontratual”, Revista dos Tribunais, vol. 977/2017, pp. 113 – 174, Mar/2017 (p. 18 versão digital); SCHMIDT, Jan Peter. “Responsabilidade Civil no Direito Alemão e Método Funcional Comparado”. (in) RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz (org.). Responsabilidade civil contemporânea: em homenagem a Sílvio de Salvo Venosa. São Paulo: Atlas, 2011, pp. 731-739, em especial pp. 732-734.

²²⁵ SILVA, Rafael Peteffi da. “Antijuridicidade na responsabilidade civil extracontratual: da amplitude conceitual aos mecanismos de identificação”. (in) BENETTI, Giovana *et al* (org). Direito, Cultura e Método: Leituras da Obra de Judith Martins-Costa. Rio de Janeiro: GZ, 2019, p. 463.

²²⁶ Conforme observa Miguel Reale, o conceito de fonte legal é mais amplo que o de lei ordinária, abrangendo todas as normas jurídicas sujeitas ao processo legislativo (cf. REALE, Miguel. Fontes e Modelos do Direito. São Paulo: Saraiva, 1994, P. 18; REALE, Miguel. Lições Preliminares de Direito. Coimbra: Almedina, 1982, pp. 163-166). A esse respeito, Tercio Sampaio Ferraz Júnior ressalta que “nos regimes submetidos à tripartição dos poderes, conhecem-se as chamadas leis delegadas, cujas normas contêm prescrições de princípios e balizas gerais de orientação, conferindo-se, então, ao Poder Executivo a competência para editar atos normativos que irão detalhá-los”, cf. FERRAZ JUNIOR, Tercio Sampaio. Introdução ao Estudo do Direito. 10. Ed. Ver. Atual. Amp. São Paulo: Atlas, 2018 (versão digital), localização edição *Apple Books*, Cap. 4.3.3.1.2, p. 510-511.

²²⁷ RÁO, Vicente. O Direito e a Vida dos Direitos. Vol. I. São Paulo: Max Limond, 1960, pp. 353-354; MEIRELLES, Hely Lopes. Direito administrativo brasileiro. 6. Ed. São Paulo: RT, 1978, pp. 101-103, 147-148.

²²⁸ HELLGARDT, Alexander. Kapitalmarktdelikttsrecht. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, p. 228.

ao mercado de valores mobiliários, torna-se desnecessária a construção doutrinária do surgimento de dever de informar pela boa-fé objetiva²²⁹.

Em suma, seja quando for imputada à companhia aberta, seja quando for imputada aos administradores²³⁰, a responsabilidade civil por falha informacional deve ser qualificada como extracontratual²³¹, pois visa dar concretude a um regramento jurídico próprio ou, se se preferir, a interesses legitimamente tutelados pelo ordenamento jurídico. Sob essa perspectiva, não se justifica diferenciar, entre o mercado primário e o mercado secundário, o tipo da responsabilidade civil. Não diferem a natureza, nem a função e tampouco o escopo dos deveres de divulgar informações na oferta pública de emissão de valores mobiliários e, de outro modo, os deveres de divulgar informações periódicas e eventuais. Em verdade, trata-se de um único regime jurídico de divulgação contínua de informações²³², para o qual é indiferente se uma relação jurídica (societária ou creditícia) já se estabeleceu entre a companhia e o investidor. O objetivo por trás da tutela do dever de informar é sempre o mesmo, avançando para além da eventual relação travada entre a companhia e o investidor. A principal diferença entre um cenário e outro é, na realidade, o fato de que, em uma hipótese, a violação do dever informacional pode ter beneficiado diretamente a companhia aberta. Na outra hipótese, a falha informacional não beneficiará diretamente a companhia aberta, mas aleatoriamente um dos investidores no mercado secundário (o “jogo de soma zero” ou “*sum-zero game*”)²³³. No entanto, esse é um problema de política legislativa e não propriamente de qualificação da espécie de responsabilidade civil.

Estando caracterizadas as fontes do dever de informar e do dever de indenizar, é preciso analisar os atributos do dever de informar, sem os quais não se poderia determinar a falha informacional, um dos pressupostos da responsabilidade civil. É o que se pretende tratar a seguir.

²²⁹ No mesmo sentido, vide PINA, Carlos Costa. Dever de informação e responsabilidade pelo prospecto no mercado primário de valores mobiliários. Coimbra: Coimbra Editora, 1999, p. 171.

²³⁰ GUERREIRO, José Alexandre Tavares, “Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas”, RDM n. 42, abril-junho/1981, p. 80.

²³¹ HELLGARDT, Alexander. Kapitalmarktdelikttsrecht. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, p. 228.

²³² Esse foi um fator considerado no âmbito da reforma da regulação sobre registro de emissores de valores mobiliários, que culminou com a edição da ICVM480/09, cf. CVM. Edital de Audiência Pública SDM n. 07/08, 30 de março de 2008. Nesse sentido, também, vide GIUDICI, Paolo. La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari. Milão: Giuffrè, 2008, p. 277.

²³³ COFFEE JUNIOR, John. Entrepreneurial Litigation – Its rise, fall and future. Cambridge: Harvard University Press, 2015, p. 142; FOX, Meritt B., “Why Civil Liability For Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade?”, Wisconsin Law Review, 2009, p. 302; BOOTH, Richard A., “The End of the Securities Fraud Class Action as We Know It”, Berkeley Business Law Journal, Vol. 4.1, 2007, p. 10.

1.2. Atributos do dever de informar

1.2.1. Como deve ser informado?

As informações exigidas da companhia aberta devem observar parâmetros de forma de divulgação²³⁴, de conteúdo e de prazos²³⁵. A delimitação da abrangência e dos atributos do dever de informar é o primeiro passo para compreender o ilícito da falha informacional.

Em relação à forma de divulgação, a companhia deve enviar à CVM todas as informações periódicas e eventuais devidas, devendo as sociedades registradas na categoria A manter também, na sua página na internet, as mesmas informações por, ao menos, três anos a contar da data da divulgação²³⁶. Com relação aos fatos relevantes, a divulgação deve ser feita ou por meio de jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia, ou por meio de portal de notícias com página na internet. Caso a companhia deseje divulgar o fato relevante de forma resumida em jornal, deverá indicar página na internet, onde será possível acessar a informação completa²³⁷. A companhia deverá ter, ainda, política de divulgação de fato relevante aprovada pelo conselho de administração, contemplando, no mínimo, quais seriam os canais de divulgação das informações sobre fatos relevantes e sobre procedimentos de manutenção de sigilo a respeito das informações ainda não divulgadas²³⁸. Ainda, exige-se que a divulgação dos fatos relevantes seja preferencialmente feita antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado, dando-se preferência, em caso de incompatibilidade, ao horário de funcionamento do mercado brasileiro. Caso seja necessária a divulgação do fato relevante durante o horário de negociação, a companhia deve solicitar a

²³⁴ A informação deve ser sempre divulgada pelo canal de divulgação determinado na regulação, pois “uma vez estipulado, nos normativos da CVM ou na lei acionária, determinado procedimento para a divulgação de informações, é natural que o mercado desloque sua atenção ao canal de informações oficial, presumindo que os emissores de valores mobiliários comportem-se conforme a regulação”, cf. PAS CVM n. 12/05, Diretor-Relator Otavio Yazbek, julgado em 04/09/12 (Caso Encomind).

²³⁵ Os prazos para divulgação de cada informação encontram-se na Lei n. 6.404/76 e nas normas da CVM correspondentes, em especial Resoluções CVM 44/21 e 80/22 e ICVM 400/03.

²³⁶ Art. 14, Resolução CVM 80/22.

²³⁷ Art. 3º, §§4º, 7º e 8º, Resolução CVM 44/21.

²³⁸ Art. 17, Resolução CVM 44/21.

suspensão da negociação dos valores mobiliários ou daqueles a eles referenciados pelo tempo necessário à disseminação do fato relevante, observados os regulamentos da bolsa ou da entidade de balcão organizado²³⁹.

Como visto acima, as ofertas públicas de emissão de valores mobiliários deverão ser divulgadas com a intermediação das instituições intermediárias, devendo ser divulgados ao mercado, em até noventa dias a contar da concessão do registro, do anúncio de início da distribuição²⁴⁰ e do prospecto, ou do suplemento deste²⁴¹. Ao final, deverá ser divulgado ainda o anúncio de encerramento, após o qual não poderá mais ser efetuada nenhuma subscrição. Todas as divulgações de informações relativas às ofertas públicas de emissão de valores mobiliários devem ser feitas, antes da abertura ou após o encerramento do pregão, na página da internet da companhia, das instituições intermediárias, das entidades administradoras do mercado organizado, bem como da CVM²⁴². Eventual modificação na oferta deve ser divulgada imediatamente pelos mesmos meios nos quais a oferta foi divulgada. Nesse caso, deve-se comunicar a modificação aos investidores que já aceitaram a oferta, para que manifestem, dentro de cinco dias, o interesse, ou não, na manutenção da declaração, considerando-se o silêncio como aceitação²⁴³.

Com relação ao conteúdo, toda e qualquer informação divulgada ao mercado de valores mobiliários deve ser verdadeira, completa, consistente, suficiente, visando a permitir aos investidores tomada de decisão fundamentada e avaliação precisa dos valores mobiliários²⁴⁴, e a não os induzir em erro²⁴⁵. Ao tempo da divulgação, a informação deve ser precisa em relação à realidade conhecida à época²⁴⁶. A informação não pode ser parcial, incompleta ou mesmo insuficiente, de modo que não permita aos investidores tanto interpretar o conteúdo da informação, como sopesar os efeitos²⁴⁷. Para que se atinja o objetivo de permitir a tomada de decisão informada

²³⁹ Art. 5, §§1º e 2º, Resolução CVM 44/21.

²⁴⁰ Art. 52 e Anexo IV, ICVM 400/03.

²⁴¹ Art. 17, ICVM 400/03.

²⁴² Art. 54-A, caput, §2, ICVM 400/03.

²⁴³ Art. 27, caput, parágrafo único, ICVM 400/03.

²⁴⁴ Art. 18, Resolução CVM 80/22.

²⁴⁵ Art. 15, Resolução CVM 80/22; Art. 56, ICVM 400/03.

²⁴⁶ GRIMALDOS GARCÍA, María Isabel. Responsabilidad civil derivada del folleto de emisión de valores negociables. Valencia: Tirant lo Blanch, 2001, p. 67.

²⁴⁷ Nesse sentido, já decidiu a CVM: “61. Considera-se completa uma informação quando ela contém os fatos, dados, nuances e demais informações necessárias para a avaliação do impacto da informação principal sobre preço dos valores mobiliários ou sobre as decisões de investimento relativas a esses valores mobiliários. Não é considerada informação completa aquela que possa induzir os investidores a erro. 62. Assim, para que se possa considerar que a informação foi divulgada de forma completa, a companhia deverá, também, divulgar informações complementares à informação

e fundamentada pelo investidor, todas as informações divulgadas devem, ainda, ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa²⁴⁸. Caso sejam divulgadas interpretações, opiniões ou projeções, elas devem ser identificadas como tal, permitindo-se que os investidores tenham acesso às fontes das informações factuais²⁴⁹ e daquelas fornecidas por terceiros²⁵⁰.

Os fatos relevantes possuem modo de divulgação próprio e bem definido no art. 157, §§4º, 5º e 6º, Lei n. 6.404/76 e na Resolução CVM 44/21. Conforme analisado no item 1.1.1.2.1, a decisão da companhia aberta, por meio dos seus administradores e controladores, do que consiste em um fato relevante está eivada de subjetividade. Em razão disso, são frequentes os processos administrativos sancionadores na CVM, nos quais administradores são condenados por não terem avaliado corretamente o que seria fato relevante. Em determinados casos, a informação pode vir a ser divulgada ao mercado, porém, não na forma de fato relevante, mas como “comunicado ao mercado”. Os comunicados ao mercado não possuem as mesmas formalidades de divulgação dos fatos relevantes²⁵¹, o que pode colocar em dúvida a correta disseminação da informação que deveria ter sido veiculada como fato relevante²⁵².

A divulgação das informações ao mercado de valores mobiliários é regulada de forma minuciosa, para que sejam assegurados tanto a padronização da divulgação, como o acesso simultâneo às informações pelo público. Com isso, alcançam-se, ao menos, três objetivos: (i) delimitação das informações para negociação no mercado de valores mobiliários; (ii) facilitação da compreensão de qualquer pessoa; (iii) critério de comparação, seja com relação às informações pretéritas da companhia, seja com relação às informações de outras companhias.

principal, mesmo que não sejam exigidas de forma expressa pela legislação ou pela eventual ordem de divulgação de informação expedida pela CVM. Ao procurar prestar informações de maneira completa, a companhia deve evitar a inclusão de detalhes que não tenham impacto razoável na decisão de investimento. A definição do que sejam esses detalhes de pouca relevância deve ser feita seguindo-se os mesmos critérios para a análise da relevância de um fato”, cf. PAS CVM n. RJ2006/4776, Diretor-Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17/01/07 (Caso CAEMI).

²⁴⁸ Art. 17, Resolução CVM 80/22.

²⁴⁹ Art. 20, Resolução CVM 80/22.

²⁵⁰ Art. 21, §5, Resolução CVM 80/22.

²⁵¹ Vide, a respeito das distinções entre comunicado ao mercado e fato relevante, o item 4.1.1 do Ofício Circular/Anual-2022-CVM/SEP, cf. CVM. Ofício Circular/Anual, 24 de fevereiro de 2022, p. 78.

²⁵² A CVM já condenou diretor de relações com investidores por ter esclarecido o mercado, após oscilação atípica, por meio de comunicado ao mercado e não fato relevante, cf. PAS CVM n° RJ2008/8976, Diretor-Relator Eliseu Martins, julgado em 15/09/09 (Caso Docas Investimentos). Em outro caso, porém, a autarquia reconheceu que a publicação do fato relevante por meio de comunicado ao mercado “atenua a sua conduta, pois o teor da informação prestada seria, possivelmente, replicado no fato relevante”, cf. PAS CVM n° RJ2014/2314, Diretor-Relator Gustavo Tavares Borba, julgado em 27/10/15 (Caso CCX II).

Além do modo como devem ser divulgadas as informações, os atributos do dever de informar no mercado de valores mobiliários também devem responder à pergunta: quem tem a informação? Isso porque as informações exigidas pela regulação dependem da descoberta e produção de informações por diversos agentes que atuam na organização interna da companhia. Dessa forma, passa-se, a seguir, à análise de quem tem a informação e quem deve informar.

1.2.2. *Quem tem a informação e quem deve informar?*²⁵³

1.2.2.1. *Imputação do dever de informar: companhia ou administrador?*

O regime informacional obrigatório é verdadeira contrapartida às companhias abertas para que possam acessar a poupança popular, e, assim, financiar sua atividade empresarial por meio dos recursos obtidos dos investidores por intermédio do mercado de valores mobiliários. Nesse sentido, pretende-se demonstrar que todo e qualquer dever de informar prescrito pelo regime informacional obrigatório é imputado à companhia aberta²⁵⁴. O mecanismo de precificação dos valores

²⁵³ A seguir será analisado a quem é imputado o dever de produção e de divulgação das informações. Não se pretende explorar aqui a quem é imputada a *falha informacional* e a quem é imputado o *dever de indenizar* eventuais investidores, estas questões são objeto do item 5.1.

²⁵⁴ Nesse sentido, vide COMPARATO, Fabio Konder. “A regra de sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações”. (in) *Direito Empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 338 (reconhecendo que o dever de divulgar informação completa é das companhias abertas); BARBOSA, Marcelo. “Algumas notas sobre insider trading”, (in) VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. (Org.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 279 (afirmando que a divulgação de informação tempestiva, completa e correta é o que se espera dos emissores); TRINDADE, Marcelo. “O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil”. (in) SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 311 (observando que as Leis n. 6.385/76 e 6.404/76 outorgaram competência à CVM para edição de normas regulamentares sobre a prestação de informações periódicas e eventuais pelas companhias abertas). No mesmo sentido, mas afirmando expressamente que o dever de informar e de indenizar deve ser imputado às companhias abertas, vide CARVALHOSA, Modesto. “Parecer Jurídico”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A responsabilidade civil da empresa perante os investidores – Contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 28-31; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. “A responsabilidade civil das companhias de mercado – a tutela coletiva dos investidores em sede arbitral”, (in) WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). *A responsabilidade civil da empresa perante os investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 68; COELHO, Fábio Ulhoa. “Parecer”, (in) WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). *A responsabilidade civil da empresa perante os investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 181; JUSTEN FILHO, Marçal. “Parecer sobre a responsabilidade direta da sociedade de economia mista por danos acarretados aos investidores”, (in) WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). *A responsabilidade civil da empresa perante os investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 240-241; PRADO, Viviane Muller. “Os desafios para o ressarcimento dos investidores”. (in) WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). *A responsabilidade civil da empresa perante os investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 372-375; BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. *A responsabilidade das companhias abertas perante investidores*:

mobiliários está baseado na confiança dos investidores na veracidade das informações divulgadas pela companhia. A confiança dos investidores somente pode ser assegurada com a manutenção da credibilidade na companhia aberta²⁵⁵ e na eficiência dos mecanismos de fiscalização e responsabilização dos participantes do mercado²⁵⁶.

Ocorre que a companhia aberta, como qualquer pessoa jurídica, depende dos seus órgãos sociais para aquisição e para exercício de direitos, poderes e faculdades, bem como para assunção e cumprimento de deveres, de obrigações e de responsabilidades. Com efeito, todo processo de produção e aquisição de conhecimento²⁵⁷, bem como de formação da “vontade”²⁵⁸ da companhia aberta somente pode ocorrer por meio dos respectivos órgãos sociais, mais precisamente, dos membros integrantes dos órgãos sociais. Os órgãos sociais²⁵⁹ das companhias abertas exercem atribuições não apenas de representação da companhia perante terceiros, mas também atribuições deliberativas, consultivas e de fiscalização interna²⁶⁰. Será por meio dos órgãos sociais que a companhia aberta poderá cumprir, no mercado de valores mobiliários, com seus deveres de informar.

Com efeito, cada órgão social, dentro de suas competências legais e estatutárias, exercerá função diferente no cumprimento pela companhia de seus deveres legais. Se à diretoria, ao conselho de administração ou mesmo à assembleia geral de acionistas cabe a realização de atos, de produção de documentos ou de tomada de deliberações sociais, ao diretor de relações com investidores cabe a divulgação – por meio dos canais oficiais da companhia – da informação ou dos documentos produzidos pelos órgãos sociais, conforme exigido pela regulamentação aplicável.

danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2021, pp. 32-57.

²⁵⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. “Parecer”, (in) WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 181.

²⁵⁶ PITTA, André Grünspur. O regime de informação das companhias abertas. São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 101-102.

²⁵⁷ GOMES, José Ferreira; GONÇALVES, Diogo Costa. A imputação de conhecimento às sociedades comerciais. São Paulo: Quartier Latin, 2022, pp. 30-32.

²⁵⁸ Trataremos no item 5.1. sobre o debate a respeito da possibilidade de pessoas jurídicas – em especial, sociedades anônimas – manifestarem “vontade”.

²⁵⁹ A Lei n. 6.404/76 adotou expressamente a noção de órgãos sociais para regular o funcionamento interno da companhia. Nesse sentido, os órgãos sociais são identificados pelos autores do anteprojeto da Lei n. 6.404/76 como “subconjuntos de papéis desse sistema com funções especializadas definidas normativamente pelo sistema jurídico da companhia”, cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “Órgãos sociais”. (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (org.). Direito das Companhias. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 563.

²⁶⁰ GOMES, José Ferreira. Da administração à fiscalização das sociedades: a obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anônima. Coimbra: Almedina, 2017, p. 693.

A complexa estrutura organizativa das sociedades anônimas demanda imputação sucessiva de normas jurídicas à companhia, aos respectivos órgãos sociais e aos membros dos órgãos sociais. Assim, ainda que a lei não determine expressamente que tal ou qual órgão deve divulgar determinada informação ao mercado, a companhia depende de sua estrutura interna, para produzir e para divulgar toda e qualquer informação exigível. Trata-se do que se denominou como imputação “instrumental” ou “sucessiva”, pois o comando dirigido à pessoa jurídica é também comando a qualquer “*estrutura de organização humana permanente*”²⁶¹. Outras normas jurídicas, de modo distinto, são direcionadas diretamente a um órgão social ou a membro de órgão social, para que possa cumprir determinada função internamente na companhia, ou mesmo externamente, atuando como “presentante”²⁶² da companhia.

A imputação de determinada situação jurídica diretamente a um órgão, ou a membro do órgão, não afasta a imputação do dever de informar, próprio da companhia²⁶³. Esse tipo de norma legal, ou regulamentar, visa, em última medida, a assegurar o cumprimento do comando pela companhia, também podendo servir de estímulo para que os comandos legais e regulamentares sejam espontaneamente cumpridos²⁶⁴. Não visa à exoneração da companhia, já que esta é, afinal de contas, a principal destinatária da norma jurídica. Afinal, a imputação a determinado órgão ou membro de órgão apenas se justifica, para que a estrutura interna da companhia atue de modo a alcançar o interesse da sociedade²⁶⁵. Trata-se de um dever funcional²⁶⁶ e instrumental²⁶⁷ que só

²⁶¹ GONÇALVES, Diogo Costa, “O dever de comunicação dos administradores ao Banco de Portugal – Algumas reflexões”, Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais, Vol. 1, n. 3, 2019, p. 276.

²⁶² A expressão de é Pontes de Miranda, cf. PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo I. 2. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954, §97, pp. 412-414.

²⁶³ CORDEIRO, António Menezes. Direito das Sociedades. Vol. I. 3. Ed. Coimbra: Almedina, 2011, p. 323, 840.

²⁶⁴ PAS CVM n. RJ2010/9129, Diretor-Relator Otavio Yazbek, julgado em 09/11/11 (Caso BESC) (assinalando que “[a] lógica de se estabelecer focos de responsabilização – diretores responsáveis por atividades específicas – é a de criar não apenas centros de imputação de responsabilidades, de modo que estas não fiquem sempre diluídas na pessoa jurídica, mas, também a de, com isso, criar estímulos para a conduta diligente – ou protetiva – dos administradores designados para aquelas funções. Assim, ainda que uma determinada instituição sempre tenha adotado más práticas, de maneira generalizada, cabe ao diretor responsável registrar seus esforços, tomar medidas hábeis tanto a resolver os problemas existentes, quanto a delimitar sua responsabilidade.”).

²⁶⁵ GOMES, José Ferreira. Da administração à fiscalização das sociedades: a obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anônima. Coimbra: Almedina, 2017, pp. 702-703.

²⁶⁶ VENTURA, Raul; BRITO CORREIA, Luis, “Responsabilidade civil dos administradores de sociedades anónimas e dos gerentes de sociedades por quotas: estudo comparativo dos direitos alemão, francês, italiano e português”, Boletim do Ministério da Justiça n. 192, janeiro, 1970, p. 111.

²⁶⁷ GONÇALVES, Diogo Costa, “O dever de comunicação dos administradores ao Banco de Portugal – Algumas reflexões”, Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais, Vol. 1, n. 3, 2019, p. 276; GOMES, José Ferreira. Da administração à fiscalização das sociedades: a obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima. Coimbra: Almedina, 2017, pp. 694 e ss.

existe em razão do exercício das prerrogativas próprias da função de órgão social da companhia. Há, em verdade, deveres específicos dos administradores, na qualidade de membros de órgãos sociais da companhia, e deveres específicos da companhia, os quais precisam ser cumpridos por meio dos órgãos sociais²⁶⁸. Como observaram Raul Ventura e Luis Brito Correia, em seu estudo sobre a responsabilidade de administradores no direito português: “*não faz sentido, por isso, impor uma obrigação a uma sociedade, se não impuser aos administradores dever de cumprir em nome e por conta da sociedade*”²⁶⁹.

Com relação às informações devidas em decorrência do registro de oferta pública de emissão de valores mobiliários, a ICVM 400/03 imputa expressamente ao ofertante a responsabilidade pela veracidade, pela consistência, pela qualidade e pela suficiência das informações prestadas por ocasião do registro da oferta e fornecidas ao mercado durante a distribuição²⁷⁰. Ao mesmo tempo, exige-se dos administradores – *i.e.* todos os membros do conselho de administração e da diretoria – dentro das suas competências legais e estatutárias, o cumprimento das obrigações impostas ao ofertante, por meio da ICVM 400/03²⁷¹. O ofertante deve, ainda, declarar expressamente, juntamente com a instituição intermediária líder²⁷², que o prospecto contém as informações relevantes exigidas. O ofertante deve, ainda, declarar que o prospecto atende a todas as normas pertinentes. Em reforço à obrigação que deve ser assumida pelo ofertante quanto à veracidade e à suficiência das informações prestadas, o prospecto²⁷³ deve indicar os nomes dos administradores, que poderão prestar esclarecimentos sobre a oferta, dos consultores envolvidos na oferta e dos responsáveis por fatos e documentos citados no prospecto, bem como dos auditores independentes responsáveis por auditar as demonstrações financeiras nos últimos três exercícios sociais da companhia²⁷⁴.

²⁶⁸ GOMES, José Ferreira. Da administração à fiscalização das sociedades: a obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anônima. Coimbra: Almedina, 2017, pp. 701-702.

²⁶⁹ VENTURA, Raul; BRITO CORREIA, Luis, “Responsabilidade civil dos administradores de sociedades anônimas e dos gerentes de sociedades por quotas: estudo comparativo dos direitos alemão, francês, italiano e português”, Boletim do Ministério da Justiça n. 192, janeiro, 1970, p. 111.

²⁷⁰ Art. 56, ICVM 400/03.

²⁷¹ Art. 56-B, ICVM 400/03.

²⁷² Art. 56, §1º, ICVM 400/03.

²⁷³ Anexo III, ICVM 400/03.

²⁷⁴ Encontra-se exigência similar em outras jurisdições, o que foi utilizado para justificar a imputação de responsabilidade aqueles que assume a autoria das informações no prospecto, por eventuais danos causados a terceiros pelas falhas informacionais. Nesse sentido, na Alemanha, segundo o §8, WpPG (*Wertpapierprospektgesetz*), há duas categorias de pessoas a quem podem ser imputadas as falhas informacionais no prospecto: aqueles que assumiram a responsabilidade expressamente no prospecto e aqueles que deram início ao pedido de registro da oferta. Normalmente, assumem expressamente essa obrigação no prospecto apenas o ofertante e a instituição intermediária. A interpretação

Com relação às informações devidas em decorrência do registro de companhia aberta²⁷⁵, a Resolução CVM 80/22 estabelece que todos os administradores, no âmbito das atribuições legais e estatutárias, devem zelar para que a companhia cumpra com a legislação e com a regulamentação do mercado de valores mobiliários²⁷⁶. Especificamente com relação aos deveres de informar, a companhia deve eleger diretor de relações com os investidores²⁷⁷, o qual é responsável pela divulgação de todas as informações exigidas²⁷⁸⁻²⁷⁹. A regulamentação, porém, não deixa de ressaltar expressamente – ainda que não fosse necessário – que a imputação de atribuições específicas ao diretor de relações com investidores não afasta responsabilidade da própria companhia aberta, de seu controlador e de outros administradores por violação das normas legais e regulamentares do mercado de valores mobiliários²⁸⁰.

Assim, exemplificativamente, a companhia aberta tem o dever de publicar, previamente, as respectivas demonstrações financeiras à assembleia geral ordinária (na forma de proposta da administração) e, em caso de qualquer alteração, republicá-las para conhecimento de terceiros²⁸¹. Internamente, salvo disposição estatutária ou deliberação do conselho de administração disciplinando o assunto de forma distinta, é dever da diretoria fazer elaborar as demonstrações financeiras – portanto, é atribuído, individualmente, a cada diretor o dever de dar cumprimento a

de quem tenha dado início à oferta é mais complexa e normalmente envolve casos em que se demonstra que determinado indivíduo – i.e. controlador – teria um interesse econômico próprio na oferta (vide a respeito VERSE, Dirk A. “Germany: Liability for Incorrect Capital Market Information”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, pp. 374 e ss. Na Itália, o art. 94, TUF (*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*) prevê que o emissor, ofertante, o garantidor e qualquer pessoa que tenha contribuído com a informação constante no prospecto seria responsável pelas informações falsas fornecidas. Discute-se, porém, se apenas aqueles que são indicados no prospecto como fontes de determinadas informações, por exigência regulatória, seriam responsáveis ou se seria possível comprovar que outras pessoas, cujo nome não consta no prospecto, seriam a fonte da informação e, portanto, responsáveis pela sua falsidade (vide a respeito, GIUDICI, Paolo. *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*. Milão: Giuffrè, 2008, p. 227-228).

²⁷⁵ Os arts. 22, 33 e 34, VI da Resolução CVM 80/22 também preveem expressamente que é a companhia aberta quem deve enviar à CVM as informações periódicas e eventuais.

²⁷⁶ Art. 46, Resolução CVM 80/22.

²⁷⁷ Art. 48, Resolução CVM 80/22.

²⁷⁸ Art. 49, Resolução CVM 80/22.

²⁷⁹ Note-se que no caso de emissores estrangeiros, será o seu representante legal equiparado ao diretor de relações com investidores para todos os fins da legislação e regulamentação do mercado de valores mobiliários. Além disso, nos casos de emissor em situação especial, em que tiver seus administradores substituídos por liquidante, administrador judicial, gestor judicial, interventor ou figura semelhante, essa pessoa será equiparada ao diretor de relações com investidores, cf. Art. 48, §§2º e 3º, Resolução CVM 80/22.

²⁸⁰ Art. 50, Resolução CVM 80/22. No mesmo sentido, vide CVM. Política de Divulgação de Informações. Rio de Janeiro, 1979, pp. 43-44.

²⁸¹ Arts. 133, II, §3º, 134, §4º, Lei n. 6.404/76; arts. 22, III, 27, caput, Resolução CVM 80/22.

essa atribuição do órgão social²⁸². O conselho de administração, por sua vez, tem o dever de manifestar-se sobre o relatório da administração e sobre as demonstrações financeiras, revisando eventuais omissões ou incorreções verificadas²⁸³. O conselho fiscal, ainda, tem o dever de examinar as demonstrações financeiras preparadas pelos administradores e, portanto, de opinar sobre o documento²⁸⁴. Caberá também ao conselho de administração convocar a AGO para análise e para aprovação das demonstrações financeiras²⁸⁵. Ao diretor de relações com investidores cabe a publicação das demonstrações financeiras²⁸⁶. De forma semelhante, a companhia aberta tem o dever de ter os livros obrigatórios²⁸⁷, bem como escrituração empresarial em registros permanentes, com obediência aos preceitos da legislação comercial e aos princípios de contabilidade geralmente aceitos, de modo a registrar as mutações patrimoniais, segundo o regime de competência²⁸⁸.

No entanto, são raros os casos de responsabilidade administrativa em que a companhia é acusada²⁸⁹ e condenada²⁹⁰ diretamente por eventuais falhas informacionais.

A esse respeito, no Caso Docas III²⁹¹, julgado pela CVM, a companhia foi condenada por não ter apresentado o Livro de Atas das Reuniões da Diretoria, em infração ao art. 100, VI, Lei n. 6.404/76. Em voto vencido, o Diretor Gustavo Gonzalez, em exercício à época, manifestou seu entendimento de que a companhia não deveria responder administrativamente pela não apresentação dos livros, haja vista que caberia aos administradores a prática de todos os atos necessários ao regular funcionamento da companhia. Ainda segundo Gonzalez, há muito a CVM adota a posição de não incluir a companhia aberta no rol dos acusados de processos administrativos sancionadores em decorrência de descumprimento de deveres de informar. Isso porque penalizar a

²⁸² Art. 176, Lei n. 6.404/76.

²⁸³ Art. 142, V, Lei n. 6.404/76.

²⁸⁴ Art. 163, VI e VII, Lei n. 6.404/76.

²⁸⁵ Arts. 132, 142, IV, Lei n. 6.404/76.

²⁸⁶ Arts. 22, III, VI, IX, 46, 49, Resolução CVM 80/22.

²⁸⁷ Art. 100, Lei n. 6.404/76.

²⁸⁸ Art. 177, caput, §§2º, 3º, 5º, Lei n. 6.404/76; art. 1.179, Código Civil; ICVM 457/2007

²⁸⁹ PAS CVM n. RJ2003/8172, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 15/10/04 (Caso Eletrômetro); PAS CVM n. RJ2006/3139, Diretor-Relator Marcelo Trindade, julgado em 25/07/06 (Caso Universo); PAS CVM n. RJ2005/6924, Diretor-Relator Marcelo Trindade, julgado em 31/10/06 (Caso Casa Anglo); PAS CVM n. RJ2015/10276, Diretor-Relator Pablo Renteria, julgado em 11/07/17 (Caso Petrobras II); PAS CVM n. 01/2011, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 27/02/18 (Caso Panamericano II).

²⁹⁰ PAS CVM n. 01/2011, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 27/02/18 (Caso Panamericano II); PAS CVM n. 16/2013, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 19/02/2019 (Caso Docas III).

²⁹¹ PAS CVM n. 16/2013, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 19/02/2019 (Caso Docas III)

companhia ocasionaria tanto a oneração dos acionistas e do público investidor, como a exoneração de responsabilidade dos administradores, que devem fazer a companhia cumprir suas obrigações.

É inquestionável que a lei e a regulamentação imputaram à companhia aberta primariamente o dever de ter e de manter atualizados e corretos os livros sociais obrigatórios. A discordância do Diretor Gustavo Gonzalez em relação à imputação de responsabilidade administrativa à companhia, e não aos respectivos administradores, justifica-se exclusivamente pela função atribuída à responsabilidade administrativa de sancionar condutas dos administrados, para atingir finalidade dissuasória de ilícitos. De forma nenhuma, a divergência está atrelada à inexistência de um dever da companhia – tanto é que o Diretor justifica a imputação da responsabilidade aos administradores, pois estes “*deveriam diligenciar para que a companhia cumprisse com as obrigações fixadas na legislação e nos normativos editados pela CVM*”. Com efeito, não há como imputar somente aos administradores deveres voltados ao cumprimento de normas jurídicas incidentes sobre a companhia, sem reconhecer que a própria companhia detém deveres legais próprios voltados à tutela de terceiros ou à fiscalização destes pelas autoridades públicas competentes.

No caso do Banco Panamericano, julgado pela CVM em 27 de fevereiro de 2018²⁹², igualmente, houve a condenação dos administradores e da própria companhia por falhas informacionais encontradas no prospecto de oferta pública de emissão de valores mobiliários. No caso, foram descobertas diversas irregularidades e fraudes contábeis perpetradas pela administração da companhia, concluindo-se que ao menos R\$ 179 milhões não estariam registrados no passivo da companhia, o que equivaleria a aproximadamente 32% do patrimônio líquido da companhia informado à época. A defesa da companhia, frente à acusação de falha informacional no prospecto, questionou a imputação da responsabilidade concorrente à companhia, a qual, segundo alegado, teria sido mera vítima dos seus administradores. A CVM, porém, não acolheu a defesa da companhia, reconhecendo tanto a imputação do dever de informar à companhia, como a ocorrência e a materialidade dos ilícitos.

Em síntese, quem tem primariamente o dever de informar é a companhia aberta, imputando-se sucessivamente aos seus órgãos e membros de órgãos o dever de descobrir, de produzir, ou de divulgar informações ao mercado de valores mobiliários, para que a companhia cumpra com seus

²⁹² PAS CVM n. 01/2011, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 27/02/18 (Caso Panamericano II).

deveres legais e regulamentares. Dessa forma, à companhia, ao fim e ao cabo, é imputado não apenas o dever de informar, mas também o *dever de organização adequada*²⁹³, para que possa garantir fluxo adequado de informação entre os agentes – órgãos sociais, membros de órgãos sociais, funcionários, prestadores de serviços, e assim por diante – e cumprir com seus deveres legais. Isso não significa dizer que aos órgãos sociais e aos respectivos membros não sejam imputados deveres próprios. Significa que os deveres a eles imputados são meramente instrumentais para o cumprimento pela companhia do seu dever de informar²⁹⁴.

A determinação das imputações sucessivas ou instrumentais de deveres também é necessária para liberar os responsáveis do dever de indenizar, caso a falha informacional não seja culposa. Com efeito – seja porque os administradores foram diligentes na esfera de competência para buscar, para processar, para analisar e para divulgar a informação, seja porque o sistema de organização interna da companhia não foi capaz de identificar a informação, embora fosse objetivamente adequado²⁹⁵ – pode ocorrer de inexistir culpa do administrador no descumprimento do dever de informar²⁹⁶. A questão é determinar quem tem a competência para ter, ou para produzir, a informação, ou o dever de buscar, de processar e de avaliar a informação *interna corporis*. É o que se pretende analisar a seguir.

1.2.2.2. *Imputação do dever de informar: a qual administrador?*

A atribuição dos deveres de descobrir, produzir, buscar, processar, avaliar e divulgar as informações exigidas pelo regime informacional obrigatório pode ser ilustrada pela jurisprudência

²⁹³ CANARIS, Claus-Wilhelm. Die Vertrauenshaftung im deutschen Privatrecht. München: C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, 1971, p. 195 (afirmando que a pessoa jurídica deve arcar com os riscos da sua organização interna relativamente a sua relação com terceiros).

²⁹⁴ GOMES, José Ferreira. Da administração à fiscalização das sociedades: a obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anônima. Coimbra: Almedina, 2017, p. 702, nota de rodapé n. 2496.

²⁹⁵ José Ferreira Gomes e Diogo Gonçalves propõem critérios para determinar a adequação dos sistemas de controle da informação, por meio da organização interna, para os fins de imputação de conhecimento à sociedade. Ao final, os autores concluem que o limite da imputação seria a concreta possibilidade de controlar a informação, cf. GOMES, José Ferreira; GONÇALVES, Diogo Costa. A imputação de conhecimento às sociedades comerciais. São Paulo: Quartier Latin, 2022, pp. 79-94.

²⁹⁶ Conforme observa Campobasso, não há sistema de tratamento de dados com capacidade ilimitada de conhecimento das informações, motivo pelo qual o autor sustenta que a responsabilidade da companhia por falha no processamento da informação *interna corporis* deve ser subjetiva, cf. CAMPOBASSO, Mario. L'imputazione di conoscenza nelle società. Milano: Giuffrè, 2002, pp. 342-357.

administrativa da CVM²⁹⁷. Analisaremos, neste item, grupos de casos de falhas informacionais, por meio dos quais fica clara a atribuição a cada agente da companhia determinados deveres de informar.

Os grupos de casos de falhas informacionais dividem-se entre aqueles envolvendo falhas na divulgação de (i) informações periódicas, (ii) fatos relevantes, bem como (iii) informações no âmbito da oferta pública de emissão de valores mobiliários.

Os *casos de falhas na divulgação de informações periódicas* dizem respeito ao descumprimento de deveres impostos, eminentemente, aos diretores, mas também, a depender da categoria de informação, aos membros do conselho de administração e aos membros do conselho fiscal.

Ao diretor de relações com investidores são imputadas faltas na divulgação, ou na divulgação em atraso de informações periódicas²⁹⁸. A responsabilidade ocorre mesmo que tais documentos não tenham sido elaborados pela diretoria. Isso porque o dever de diligência exige que o diretor de relações com investidores envide esforços para obter as informações ou documentos exigíveis pela regulação dos órgãos sociais responsáveis pela sua preparação e, mesmo diante da inércia dos demais administradores, divulgue esclarecimento sobre o atraso, bem como o motivo e

²⁹⁷ Ressalta-se a relevância da análise das decisões da CVM para interpretação das normas legais e regulamentares do Direito dos Valores Mobiliários aproveitando as palavras do então Diretor Presidente da CVM, Marcelo Trindade, em voto proferido em processo administrativo sancionador: “parece-me necessário esclarecer que as decisões de um órgão Colegiado, administrativo ou judicial, têm sim função muito relevante na formação do entendimento sobre a correta interpretação de normas jurídicas, ou ao menos quanto à interpretação que prevalece segundo aqueles que têm o poder de ditá-la de maneira coercitiva”, cf. PAS CVM n. 07/2002, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 22/11/04 (Caso Banco Mercantil).

²⁹⁸ PAS CVM n.º RJ2005/3646, Diretor-Relator Sergio Weguelin, julgado em 14/12/05 (Caso Sehbe); PAS CVM n. RJ2005/8528, Diretora-Relatora Maria Helena de Santana, julgado em 24/01/07 (Caso Chapecó); PAS CVM n. 15/2006, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 03/09/08 (Caso Velonorte I); PAS CVM n.º RJ2009/1504, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 17/08/10 (Caso Eletrosilex); PAS CVM n.º RJ2010/11350, Diretora-Relatora Luciana Dias, julgado em 02/04/13 (Caso Companhia Paulista Fertilizantes); PAS CVM n. RJ2010/1380, Diretor-Relator Otavio Yazbek, julgado em 28/05/13 (Caso CELM); PAS CVM n.º RJ2012/10128, Diretora-Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 10/09/13 (Caso Beter I); PAS CVM n. RJ2012/4136, Diretor-Relator Otavio Yazbek, julgado em 10/12/13 (Caso Iracema Park); PAS CVM n. RJ2010/12042, Diretor-Relator Otavio Yazbek, julgado em 10/12/13 (Caso Velonorte II); PAS CVM n. RJ2014/5807, Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, julgado em 15/03/16 (Caso Minasfer); PAS CVM n. RJ2015/6319, Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, julgado em 27/09/16 (Caso Docas II); PAS CVM n.º RJ2016/7791, Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 28/11/17 (Caso Velonorte III); PAS CVM n. RJ2016/5734, Diretor-Relator Gustavo Borba, julgado em 22/12/17 (Caso Beter II); PAS CVM n.º RJ2013/2759, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 20/02/18 (Caso Aliança da Bahia); PAS CVM n. SP2018/40, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 07/08/18 (Caso AR); PAS CVM n. RJ2017/6169, Diretor-Relator Marcelo Barbosa, julgado em 02/04/19 (Caso Docas I); PAS CVM n. RJ2016/4711, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 02/07/19 (Caso Brazal I); PAS CVM n. RJ2018/7396, Diretor-Relator Alexandre Costa Rangel, julgado em 19/01/2021 (Caso Aurífera).

as providências que estejam sendo tomadas para cumprir com o dever de divulgação das informações periódicas.

Com relação ao formulário de referência – que é espécie de informação periódica – é imputado o dever de divulgação tanto ao diretor de relações com investidores como ao diretor presidente²⁹⁹. Os diretores estatutários, exceto se previsto diferentemente no estatuto social ou se objeto de deliberação do conselho de administração, respondem pela não elaboração de demonstrações financeiras e de relatório de informações trimestrais, bem como pela não manutenção dos livros sociais e da escrituração contábil. Atrasos de consultores terceirizados no envio de informações, ou de documentos necessários para concluir a preparação das informações periódicas não eximem os diretores da responsabilidade³⁰⁰. Foi apenas em situações de força maior que a CVM reconheceu a inexigibilidade de conduta diversa³⁰¹.

As irregularidades contábeis – espécies de falhas na divulgação de informações periódicas – são imputadas a diretores estatutários, a membros do conselho de administração e a membros do conselho fiscal. Os diretores estatutários têm o dever de elaborar a escrituração contábil, as demonstrações financeiras e os formulários de informações trimestrais. Foram, porém, absolvidos da acusação os diretores que não tinham conhecimento das irregularidades ou que não tinham atribuição estatutária específica para elaborar ou para revisar os documentos³⁰². Já os membros do

²⁹⁹ Considerando que de acordo com o Anexo C, Resolução CVM 80/22, o diretor presidente deve assumir expressamente no formulário de referência que revisou o documento e que as informações estão corretas. Nesse sentido, PAS CVM n. RJ2016/4711, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 02/07/19 (Caso Brazal I); PAS CVM n. RJ2011/11073, Diretor-Relator Pablo Renteria, julgado em 15/12/15 (Caso Clarion); PAS CVM n. RJ2013/2759, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 20/02; PAS CVM n. SP2017/493, Diretor-Relator Marcelo Barbosa, julgado em 24/09/19 (Caso Bahema).

³⁰⁰ PAS CVM n. RJ2010/1380, Diretor-Relator Otavio Yazbek, julgado em 28/05/13 (Caso CELM); PAS CVM n. SP2018/40, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 07/08/18 (Caso AR).

³⁰¹ PAS CVM n. 18/2013, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 08/05/18 (Caso Brasépola) (a não elaboração de demonstrações financeiras de dois exercícios sociais não foi objeto de condenação, pois se configurou inexigibilidade de conduta diversa, dadas as evidências de que naquele período as instalações da companhia estavam inacessíveis em razão da ocupação por funcionários, impedindo o acesso a documentos necessários à elaboração das demonstrações financeiras).

³⁰² PAS CVM n. 05/2002, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 05/08/04 (Caso Lojas Arapuã) (foi absolvido diretor cujo conhecimento e negligência não foram demonstrados); PAS CVM n. 07/2002, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 22/11/04 (Caso Banco Mercantil) (foram condenados apenas (i) os diretores que atuaram diretamente para realizar as regularidades, (ii) os que conheciam as irregularidades, ou, ainda, (iii) os diretores cuja função implicava a necessidade do conhecimento das operações irregulares); PAS CVM n. RJ2014/7352, Diretor-Relator Pablo Renteria, julgado em 16/01/18 (Caso PDG) (foram absolvidos por não ter sido demonstrado que os acusados tinham conhecimento ou poderiam ter conhecimento da informação exigida); PAS CVM n. 03/2011, Diretor-Relator Carlos Alberto Rebello Sobrinho, julgado em 02/07/19 (Caso Brasil Telecom I) (foram condenados apenas os diretores presidente e financeiros, reconhecendo-se que poderiam confiar nas informações passadas pelo diretor jurídico (“*right to rely*”); porém, havendo sinais de alerta (“*red flags*”) que pudessem apontar para eventual falha ou inconsistência na opinião do expert, os diretores deveriam ter agido com maior diligência); PAS CVM n. SP2017/493, Diretor-Relator

conselho de administração têm o dever de fiscalizar a divulgação dos referidos documentos³⁰³. Em determinados casos, a CVM levou em consideração, ainda, a existência, ou não, de sinais de alerta que justificassem uma revisão mais detalhada daqueles documentos pelo conselho de administração³⁰⁴. Em alguns casos, a CVM fez análise individualizada da conduta de cada um dos membros do conselho de administração, diferenciando, em relação aos demais, aqueles que não tinham conhecimento sobre irregularidades ou que não tinham conhecimentos técnicos³⁰⁵. Por fim, aos membros do conselho fiscal foi imputada responsabilidade pela falta de diligência na revisão das demonstrações financeiras³⁰⁶.

Nos casos de fraudes contábeis, a CVM diferenciou a gravidade da conduta dos administradores entre, de um lado, aqueles que tinham conhecimento da fraude e que, de algum modo, colaboraram para a concretização fraudulenta, e, de outro, aqueles que não tinham conhecimento da fraude, mas não foram diligentes na apuração das irregularidades³⁰⁷.

Marcelo Barbosa, julgado em 24/09/19 (Caso Bahema) (foram condenados apenas os diretores de relações com investidores e presidente, por estarem nos cargos na companhia mais diretamente relacionados a assuntos contábeis e financeiros).

³⁰³ PAS CVM n. 31/2000, Diretora-Relatora Norma Jonssen Parente, julgado em 10/07/03 (Caso Ribeirão Preto); PAS CVM n. 15/2006, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 03/09/08 (Caso Velonorte I); PAS CVM n. RJ2013/2759, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 20/02/18 (Caso Aliança da Bahia); PAS CVM n. RJ2015/13326, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 02/07/19 (Caso Brazal II); PAS CVM n. RJ2016/8914, Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 11/12/17 (Caso Intellectual); PAS CVM n. RJ2017/17, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 19/06/18 (Caso EOX); PAS CVM n. RJ2016/7389, Diretor-Relator Pablo Renteria, julgado em 19/06/18 (Caso Companhia Ferrífera); PAS CVM n. RJ2016/9175, Diretor-Relator Pablo Renteria, julgado em 19/06/18 (Caso Intermultimodal); PAS CVM n. RJ2017/3522, Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 19/06/18 (Caso Intercosmetic); PAS CVM n. RJ2017/3534, Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 19/06/18 (Caso Utilium); PAS CVM n. RJ2017/3508, Diretor-Relator Carlos Alberto Rebello Sobrinho, julgado em 19/02/19 (Caso Drogarias); PAS CVM n. 07/2002, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 22/11/04 (Caso Banco Mercantil).

³⁰⁴ PAS CVM n. RJ2015/6229, Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 20/03/18 (Caso Teka I) (todos os membros do conselho de administração foram condenados, pois havia pareceres e relatórios dos auditores independentes com opiniões adversas, ressalvas ou abstenção de opinião que demandavam uma atuação mais diligente do conselho de administração); PAS CVM n. RJ2014/4077, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 26/02/19 (Caso Duque II) (a acusada, membro do conselho de administração, foi absolvida por não ter sido exposta a quaisquer sinais de alerta sobre as irregularidades contábeis).

³⁰⁵ PAS CVM n. 31/2000, Diretora-Relatora Norma Jonssen Parente, julgado em 10/07/03 (Caso Arapuã) (foram absolvidos os conselheiros independentes por inexistir sinais de alerta e por eles não terem conhecimento em contabilidade, tampouco conhecimento sobre as irregularidades contábeis); PAS CVM n. RJ2015/13326, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 02/07/19 (Caso Brazal II) (foram condenados apenas os membros do conselho de administração que eram acionistas controladores da companhia, pois somente eles conheciam as irregularidades contábeis, os demais conselheiros foram absolvidos pois não havia sinais de alerta).

³⁰⁶ PAS CVM n. RJ2015/6229, Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 20/03/18 (Caso Teka I).

³⁰⁷ PAS CVM n. 01/2011, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 27/02/18 (Caso Panamericano II) (foram condenados os diretores de relações com investidores, financeiro, superintendente, de crédito e administrativo e o diretor de tecnologia da informação pela realização da fraude contábil, bem como os membros do conselho de administração e comitê de auditoria por não terem fiscalizado com diligência as demonstrações financeiras); PAS CVM n. RJ2014/12838, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 25/06/19

Os casos de falhas na divulgação de fatos relevantes dizem respeito ao descumprimento de deveres impostos a todos os administradores e acionista controlador.

Ao diretor de relações com investidores é imputado o dever de divulgação do fato relevante, eximindo-o apenas se for comprovado que não tinha conhecimento do fato relevante, nem foi negligente na sua descoberta³⁰⁸. Aos demais administradores e ao acionista controlador são imputados: (i) o dever de informar o diretor de relações com investidores sobre o fato relevante de seu conhecimento³⁰⁹, e (ii) o dever de comunicar à CVM³¹⁰ o fato relevante não divulgado pelo

(Caso OGX I) (foram condenados os diretores financeiro e diretor presidente, bem como o presidente do conselho de administração por terem conhecimento das informações e não as terem divulgado. Foram absolvidos os diretores cujas funções não estavam diretamente relacionadas à descoberta da informação); PAS CVM n. RJ2014/13977, Diretor-Relator Gustavo Gonzalez, julgado em 30/01/20 (Caso Taurus) (foram condenados diretores estatutários, membros do conselho de administração e membros do conselho fiscal que se envolveram na fraude não apenas pela falha na elaboração e revisão das demonstrações financeiras, mas também por violação do art. 154, Lei n. 6.404/76, pois colaboraram para a concretização das fraudes. Os diretores estatutários que não sabiam da fraude foram condenados por falta de diligência na elaboração das demonstrações financeiras, ao passo que os membros do conselho de administração e do conselho fiscal que não tinham conhecimento da fraude foram absolvidos, por se entender que não havia sinais de alerta que exigissem revisão mais detalhada das demonstrações financeiras).

³⁰⁸ PAS CVM n. RJ2005/6924, Diretor-Relator Marcelo Trindade, julgado em 31/10/06 (Caso Casa Anglo) (DRI foi absolvido por não ter conhecimento do fato relevante); PAS CVM n. 08/2009, Diretor-Relator Pablo Renteria, julgado em 28/04/15 (Caso Telebras) (DRI foi condenado por não questionar controlador diante de oscilações atípicas e das notícias veiculadas na imprensa sobre tratativas do controlador com o governo); PAS CVM n. RJ2013/4660, Diretor-Relator Pablo Renteria, julgado em 01/07/15 (Caso Petroleo de Manguinhos) (DRI foi condenado por não ter questionado pessoas com presumível acesso aos fatos relevantes); PAS CVM n. RJ2014/3402, Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 13/12/18 (Caso Petrobras I) (DRI foi condenado por não monitorar adequadamente a perda do controle da informação e nem ter comprovado que possuía controles razoáveis para monitorar o mercado).

³⁰⁹ PAS CVM n. RJ2005/6924, Diretor-Relator Marcelo Trindade, julgado em 31/10/06 (Caso Casa Anglo) (apenas o acionista controlador foi condenado, por ser a fonte da informação); PAS CVM n. 12/05, Diretor-Relator Otavio Yazbek, julgado em 04/09/12 (Caso Encomind) (acionistas controladores foram condenados por não informar a aquisição de participação relevante na companhia); PAS CVM n. RJ2014/8013, Diretor-Relator Gustavo Gonzalez, julgado em 28/08/18 (Caso HRT) (acionista controlador foi condenado por deixar de declarar o objetivo de alterar a estrutura administrativa da Companhia e por deixar de publicar os comunicados na imprensa, ao adquirir o controle); PAS CVM n. RJ2013/10909, Diretora-Relatora Luciana Dias, julgado em 18/03/15 (Caso MPX) (acionista controlador foi condenado por prestar informações incompletas e evasivas ao DRI, muito embora já tivesse conhecimento de dados concretos que deveriam ter sido divulgados ao mercado); PAS CVM n. RJ2013/8880, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 11/06/19 (Caso RJCP II) (diretores estatutários foram condenados por divulgação de informações inverídicas ao mercado).

³¹⁰ A norma exige que os demais administradores informem a CVM sobre a omissão do diretor de relações com investidores, considerando que podem não ter acesso ao sistema de divulgação de fato relevante, como o tem o diretor de relações com investidores. Vide a respeito, trecho do voto do Diretor Pedro Marcilio no Caso Vale II: “aqui, parece-me, a CVM pretendeu “fazer funcionar” seu sistema de divulgação de fato relevante, que exige uma senha que é conferida apenas ao diretor de relações com investidores. Assim, a regra do art. 3o, §2º permite que os administradores cumpram sua função legal, sem, entretanto, alterar o sistema de divulgação da CVM”, cf. PAS CVM nº RJ2007/1079, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 10/07/07 (Caso Vale II).

diretor de relações com investidores³¹¹, (a) quando tinham conhecimento do fato³¹², ou (b) quando faltaram com a devida diligência³¹³.

Ainda que o diretor de relações com investidores não tenha conhecimento do fato relevante, a ele é imputada a obrigação de monitorar tanto as oscilações atípicas, como os indícios de perda de controle da informação, seja para divulgação do fato relevante, seja para esclarecimento ao mercado de forma imediata³¹⁴. Os demais administradores³¹⁵ e controlador³¹⁶ têm o dever de informar a CVM sobre o fato relevante, caso o diretor de relações com investidores não divulgue

³¹¹ Art. 3º, §2º, Resolução CVM 44/21.

³¹² PAS CVM n. RJ2008/11199, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 25/08/09 (Caso Minupar) (DRI e membros do conselho de administração foram condenados pela não divulgação de fato relevante logo após terem comprovadamente tido conhecimento do fato); PAS CVM n. 12/05, Diretor-Relator Otavio Yazbek, julgado em 04/09/12 (Caso Encomind) (todos os diretores estatutários foram condenados pela omissão da divulgação de fato relevante, que tinham conhecimento; em relação a outro fato relevante, ocorrido após a renúncia do DRI, somente os membros do conselho de administração foram condenados pela não divulgação de fato relevante, já que ao conselho de administração caberia a indicação de novo DRI, o que não ocorreu); PAS CVM n. RJ2010/8784, Diretora-Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 11/06/13 (Caso Beter III) (além do DRI, os membros do conselho de administração foram condenados pela omissão da divulgação de fato relevante de seu conhecimento).

³¹³ PAS CVM n. RJ2013/2400, Diretora-Relatora Luciana Dias, julgado em 18/03/15 (Caso LLX I) (somente o DRI e acionista controlador foram responsabilizados pela falha na divulgação do fato relevante, os demais comprovaram que não havia indícios da falha do DRI); PAS CVM n. 09/2009, Diretora-Relatora Luciana Dias, julgado em 21/07/15 (Caso Brasil Telecom III) (membros do conselho de administração foram absolvidos por não haver indícios da falha do DRI); PAS CVM n. RJ2013/8880, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 11/06/19 (Caso RJCP II) (membros do conselho de administração foram condenados por não terem fiscalizado os diretores estatutários na divulgação de fatos relevantes inverídicos); PAS CVM n. RJ2014/6517, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 25/06/19 (Caso OGX IV) (foram condenados apenas o DRI e diretor presidente, os demais foram absolvidos por ausência de atribuição específica ou de prova quanto ao descumprimento da regulação aplicável).

³¹⁴ PAS CVM n. SP2005/0155, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 21/08/07 (Caso Cambuci); PAS CVM n. RJ2008/11199, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 25/08/09 (Caso Minupar); PAS CVM n. RJ2008/12216, Diretor-Relator Otavio Yazbek, julgado em 13/04/10 (Caso Sanepar); PAS CVM n. 16/09, Diretor-Relator Alessandro Broedel Lopes, julgado em 06/12/11 (Caso Vulcabras I); PAS CVM n. RJ2009/9439, Diretor-Relator Alessandro Broedel Lopes, julgado em 06/12/11 (Caso Vulcabras II).

³¹⁵ PAS CVM n. IA 16/2000, Diretor-Relator Wladimir Castelo Branco, julgado em 05/12/02 (Caso White Martins) (todos os diretores estatutários foram condenados pela falha na imediata divulgação da informação após oscilações atípicas, por terem conhecimento do fato relevante); PAS CVM n. RJ2007/1079, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 10/07/07 (Caso Vale II) (no caso, a acusação foi dirigida apenas ao DRI, no entanto em seu voto, o Diretor Relator ressaltou que, após a perda do controle da informação, todos os administradores têm o dever de divulgar o fato relevante); PAS CVM n. RJ2012/14871, Diretora-Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 26/11/13 (Caso LAEP II) (membros do conselho de administração e outro diretor estatutário foram condenados pela omissão na divulgação de fato relevante, pois sabiam do fato relevante e não agiram diante da omissão do representante legal equiparado a DRI, após a publicação das notícias na imprensa sobre o assunto); PAS CVM n. RJ2013/10321, Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, julgado em 18/02/15 (Caso CCX I) (administradores e controlador que tinham conhecimento do fato relevante foram condenados por omissão na divulgação após oscilações atípicas; os conselheiros independentes que não tinham conhecimento do fato relevante foram absolvidos); PAS CVM n. RJ2013/7916, Diretora-Relatora Luciana Dias, julgado em 18/03/15 (Caso OGX II) (administradores foram condenados por não agirem diante da omissão do DRI, diante das notícias veiculadas na imprensa sobre o assunto).

³¹⁶ PAS CVM n. 02/03, Diretora-Relatora Maria Helena de Santana, julgado em 24/01/07 (Caso Bompreço) (controlador condenado por abuso do poder de controle ao influenciar o DRI a não divulgar fato relevante que lhe dizia respeito, mesmo diante de oscilações atípicas e notícias veiculadas na imprensa).

a informação, após oscilações atípicas ou perda de controle da informação. Nessa hipótese, não há descumprimento de dever pelos demais administradores e controlador, caso comprovem que havia indícios para acreditarem que o diretor de relações com investidores estava agindo diligentemente para esclarecer o mercado ou, ainda, se comprovarem que o atraso do diretor de relações com investidores havia sido por curto período³¹⁷.

Por fim, os *casos de falhas na divulgação de informações na oferta pública de emissão de valores mobiliários* dizem respeito ao descumprimento de deveres impostos a todos os administradores. Já que todos os administradores são responsáveis pelas informações divulgadas no prospecto, os critérios para condenação dos acusados são (i) o conhecimento sobre a informação e (ii) atribuições legais ou estatutárias³¹⁸.

Diante desse amplo espectro de imputações de deveres aos membros e aos órgãos da companhia, para cumprimento, no mercado de valores mobiliários, do regime informacional obrigatório, passa-se a seguir propriamente à análise dos contornos do ilícito informacional.

1.3. Violação do dever de informar como requisito do dever de indenizar

1.3.1. Qual foi a conduta violadora do dever de informar?

O ilícito informacional, no mercado de valores mobiliários, por decorrer de descumprimento de deveres legais, deve ser considerado como ilícito por afronta à lei, ou melhor,

³¹⁷ PAS CVM n. RJ2014/6225, Diretor-Relator Pablo Renteria, julgado em 18/04/17 (Caso LLX II).

³¹⁸ PAS CVM n. 05/2002, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 05/08/04 (Caso Ribeirão Preto) (comprovou-se que o presidente do conselho de administração tinha conhecimento da insuficiência orçamentária que não foi divulgada); PAS CVM n. 19/2003, Diretor-Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 24/04/07 (Caso Easypar) (comprovou-se que todos os diretores estatutários tinham conhecimento, antes do registro da oferta, da informação que não foi divulgada no prospecto); PAS CVM n. RJ2014/7352, Diretor-Relator Pablo Renteria, julgado em 16/01/18 (Caso PDG) (não foi comprovado que qualquer dos diretores estatutários tinha conhecimento da informação que não constou no ITR, por isso foram todos absolvidos); PAS CVM n. RJ2005/6924, Diretor-Relator Marcelo Trindade, julgado em 31/10/06 (Caso Casa Anglo) (foi condenado apenas o diretor estatutário que também era controlador, por ser o único que comprovadamente tinha conhecimento da informação omitida no prospecto); PAS CVM n. 12/05, Diretor-Relator Otavio Yazbek, julgado em 04/09/12 (Caso Encomind) (os diretores estatutários foram condenados por deterem informação do fato não revelado no prospecto); PAS CVM n. RJ2003/8172, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 15/10/04 (Caso Eletrômetro) (foram condenados os diretores e os membros do conselho de administração por terem conhecimento da falsidade da informação prestada); PAS CVM n. RJ2005/0305, Diretor-Relator Marcelo Trindade, julgado em 24/10/06 (Caso CELPAR) (foram condenados os diretores estatutários, mas absolvidos os membros do conselho de administração, pois não tinham conhecimento da informação, tampouco havia sinais de alerta para descobrir falha informacional no prospecto).

ao ordenamento jurídico brasileiro, que tutela interesses dos investidores. No entanto, a mera violação do dever jurídico não é suficiente para o surgimento do dever de indenizar. A seguir, proporemos a caracterização do ilícito, indicando os contornos da falha informacional, para, ao final, apontar as distinções entre a falha informacional e outros ilícitos relacionados à informação no mercado de valores mobiliários.

1.3.1.1. Como ocorreu a falha informacional?

Para que o ilícito seja potencialmente a causa de dano indenizável é preciso que a informação mal divulgada ou omitida seja publicamente desconhecida até aquele momento. Além disso, a informação deve ser relevante para a tomada de decisão dos investidores e para a precificação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta³¹⁹. Mais do que isso, é preciso que, no caso concreto, essa informação tenha sido considerada como relevante pela coletividade de investidores, no mercado de valores mobiliários, a ponto de influenciar a cotação dos valores mobiliários.

Se, por qualquer outro meio, a informação devida pela companhia já tenha sido divulgada ao mercado, a informação pode já ser pública e conhecida da coletividade de investidores. Nesse contexto, eventual falha no cumprimento do dever de informar pode ser irrelevante para a decisão do investidor, ou, ainda, para a precificação do valor mobiliário³²⁰.

Se a falha informacional era irrelevante ou mera formalidade que não poderia levar qualquer investidor a erro, a falha informacional não poderia afetar a precificação dos valores mobiliários. Nesses casos, a falha informacional não irá ocasionar responsabilidade civil da companhia ou dos administradores, na medida em que não há direito, nem interesse tutelado, que tenha sido violado.

³¹⁹ Assim também se posicionaram Arnaldo Wald e Nelson Eizirik sob a perspectiva da responsabilidade do *underwriter*: “Este aspecto é importante, conforme veremos mais adiante, uma vez que a responsabilidade do *underwriter* por ocasião de uma emissão pública não decorre da omissão ou falsidade de quaisquer informações, **mas, tão somente, de informações que possam ser consideradas relevantes, tendo em vista o processo decisório dos investidores**” (grifo nosso), cf. WALD, Arnaldo; EIZIRIK, Nelson. “Responsabilidade do Underwriter pela veracidade das informações em uma emissão pública”, Revista da CVM, vol. 2, n. 5, maio-agosto/1984, p. 55. No mesmo sentido, vide SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. “Apontamentos sobre a questão da diligência na responsabilização de companhias abertas pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado”, Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, Edição Especial do Seminário Código Civil e o Mercado de Valores Mobiliários, Novembro 2018, pp. 116-118.

³²⁰ GAUGHAN, Patrick A. Measuring business interruption losses and other commercial damages: an economic approach. 3. Ed. New York: John Wiley & Sons, 2020, p. 362.

Daí a necessidade de qualificar o tipo de informação que não foi divulgada adequadamente ao mercado. Com efeito, a avaliação quanto à relevância da informação deve ser feita com base no que um investidor médio, atento e avisado iria considerar para a tomada de decisão, ou seja, se determinada circunstância mais provavelmente seria levada em consideração do que não seria³²¹⁻³²². A definição de qual tipo de investidor deva ser considerado como “investidor médio” não é pacífica³²³. Entendemos que o investidor médio não deve ser aquele com ampla experiência e com conhecimentos técnicos, mas aquele que precisará, muitas vezes, de auxílio, obtido por análises de profissionais, para compreender informações de maior complexidade. Ademais, a relevância da informação depende de como a informação afeta a totalidade das informações disponíveis aos investidores (*total mix of information*)³²⁴. Isso porque a variação do conjunto de informações disponíveis para análise dos investidores alterará a relevância da informação ao longo do tempo³²⁵.

Alguns fatores contextuais podem auxiliar na análise da relevância da informação, tais como o porte da companhia, sua política de divulgação de informações, o histórico de informações da mesma categoria previamente revelados ao mercado, o volume de negócios, a liquidez dos valores mobiliários e assim por diante.³²⁶. Note-se que a falha informacional não tem como elemento o engano de determinado investidor, mas a potencialidade da relevância da informação, para que a coletividade de investidores possa tanto avaliar, como tomar decisões de comprar, de vender ou de manter a titularidade dos valores mobiliários. Consequentemente, não é requisito, para qualificação do ilícito, que todo e qualquer investidor tenha sido enganado pela falha informacional, mas apenas que potencialmente a informação seja relevante para a tomada de decisão de investimentos.

³²¹ KUMPAN, Christoph. “§21 WpPG”. (in) BAUMBACH, Adolf; HOPT, Klaus et al (org.). *Handelsgesetzbuch*. 38. Ed. München: C.H.Beck, 2018, p. 2489.

³²² A Suprema Corte Norte-Americana vem julgando o conceito de relevância da informação (*materiality*): “Deve haver uma probabilidade substancial de que a divulgação da informação omitida tivesse sido considerada, por um investidor razoável, como tendo alterado o conjunto total de informações disponíveis” (tradução da candidata), cf. *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976); *Basic Inc. v. Levinson* - 485 U.S. 224, 108 S. Ct. 978 (1988).

³²³ VERSE, Dirk A. “Germany: Liability for Incorrect Capital Market Information”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, p. 372-373.

³²⁴ *TSC Indus., Inc v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438,449 (1976).

³²⁵ ROOSEVELT, Kermit III. “Defeating Class Certification”, *Review of Litigation*, vol. 22, n. 2, Spring 2003, p. 411.

³²⁶ ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. “Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto”. (in) ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 251.

Diante da materialidade ou da relevância da informação para a avaliação dos valores mobiliários e para a tomada de decisão pelos investidores, tanto a omissão da informação quanto a falsidade da informação são igualmente violadoras da regulamentação aplicável, podendo-se considerá-las como faces da mesma moeda³²⁷ e, portanto, como espécies do que ora se denomina de “falhas informacionais”.

Por “ilícito omissivo” entende-se a “*abstenção voluntária de uma acção socialmente esperada*”³²⁸. No contexto do presente trabalho, a omissão ocorreria quando a companhia deixasse de divulgar alguma informação materialmente relevante ao mercado, abarcando tanto as situações em que determinado documento obrigatório não tenha sido divulgado ao mercado (*i.e.* demonstrações financeiras, formulário de informações trimestrais, fato relevante, etc.), como aquelas em que o documento ou a informação tenha sido formalmente divulgado, mas com conteúdo incompleto, faltando, portanto, informações obrigatórias e relevantes³²⁹. Além disso, no conceito de “omissão informacional” há que se considerar não apenas a divulgação de somente uma informação, ou de um documento, individualmente considerados. A omissão informacional pode ocorrer também quando o documento ou informação – ainda que singularmente corretos –

³²⁷ Nesse sentido, vide as lições de Judith Martins-Costa: “Fazer informação inverídica sobre fato importante ou deixar de declarar fato importante – fato esse necessário, a fim de evitar que as declarações feitas, à luz das circunstâncias em que foram feitas – não fossem enganadoras, constituem, afinal, as duas faces de uma mesma moeda”, cf. MARTINS-COSTA, Judith. “Oferta Pública para a aquisição de ações (OPA) – Teoria da confiança – Deveres de proteção violados – A disciplina informativa e o mercado de capitais – Responsabilidade pela confiança – Abuso do poder de controle”, RDM n. 140, Ano XLIV, Out-Dez/2005, p. 256. Seguindo o mesmo entendimento, vide as lições de Alfredo Lamy Filho: “Ora, o único meio eficiente de coibir os maléficis efeitos de uma informação sigilosa que vaza é divulgá-la, torná-la do conhecimento de todos, porque – num resumo eloquente e verdadeiro – a máxima vigorante na matéria é que ‘a falta de informação é igual à divulgação de uma informação falsa’”, cf. LAMY FILHO, Alfredo. “O dever de divulgar fato relevante e a obrigação de manter sigilo na oferta pública para aquisição de controle”, (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. A lei das S/A: pressupostos, elaboração, aplicação. Vol. II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 382.

³²⁸ CARVALHO, Pedro Pitta e Cunha Nunes de. Omissão e Dever de Agir em Direito Civil. Coimbra: Almedina, 1999, p. 128.

³²⁹ Há quem distinga as hipóteses de omissão entre não divulgação e “meia-verdade”. A “meia-verdade” seria divulgar informação de forma incompleta, de modo de individualmente a informação seja correta. No entanto, potencialmente, poderia enganar o investidor por não conter a totalidade das informações necessárias para sua completa compreensão, cf. DOYLE, Jeanne F., “The Fraud on the Market Theory: A Unified Concept of Causation in Rule 10b-5 Open Market Actions”, Loyola University Law Journal, vol. 12, 1981, p. 736, nota de rodapé n. 57.

levem o investidor a erro, caso interpretados em conjunto com outras informações devidas no mesmo período^{330_331}.

Por “ilícito comissivo”, entendem-se as situações em que o sujeito agiu voluntariamente de forma contrária ao direito, no caso realizando “*atos violadores de normas imperativas, cogentes, impositivas (...)*”³³². A divulgação de informação falsa é, portanto, ato ilícito comissivo. Por falsidade deve-se compreender informações inverídicas, inconsistentes, inexatas, desatualizadas, que potencialmente possam levar o investidor a erro. Quando se qualifica determinada informação como falsa, não se pressupõe a intenção de enganar terceiros, nem de manipular o mercado e tampouco de adquirir qualquer benefício com a violação da norma. Entende-se, no conceito de falsidade, tão somente a não correspondência da informação – por sua natureza relevante – com a realidade.

Com efeito, a distinção entre “omissão” e “falsidade” não é meramente didática. Há diferenças na avaliação do dano e do nexa causal em cada caso.

Nos ilícitos omissivos, a informação que potencialmente teria influenciado investidores e a cotação dos valores mobiliários não foi prestada. Portanto, no lapso temporal em que a informação era devida e não foi divulgada, o preço dos valores mobiliários não sofreu a influência daquela informação como deveria. O objeto de prova será “se” e “o quanto” a informação, se tivesse sido prestada, teria influenciado o mercado e determinado o investidor na tomada de decisão individual. Nos ilícitos comissivos, diferentemente, foi prestada informação falsa que potencialmente teria influenciado os valores mobiliários e a decisão de tomada de investimento. A prova do dano e do nexa causal deverá estar voltada a dois fatores principais: em primeiro lugar, a identificar em que medida a informação efetivamente influenciou o preço; e, em segundo lugar, “se” e “o quanto” a informação verdadeira teria influenciado o mercado, durante o lapso temporal em que perdurou a

³³⁰ A caracterização da omissão informacional de forma coletiva foi objeto do Caso Flammarion, julgado pela Corte de Apelação de Paris (cf. CA Paris, 25e ch., B, 26-09-2003, n° 2001/21885). Nesse caso, a companhia Flammarion divulgou antes da data devida as suas informações financeiras semestrais, as quais estavam singularmente corretas e indicavam perspectivas negativas. No entanto, a companhia não divulgou nesse período informação relevante sobre a alienação do seu controle, que ensejaria a oferta de compra de ações a todos os acionistas minoritários pelo mesmo preço oferecido ao controlador (“*garantie de cours*”). A informação sobre a alienação do controle foi divulgada apenas alguns dias após a divulgação das informações financeiras, levando determinados acionistas a venderem suas ações antes da divulgação da alienação de controle.

³³¹ DAVIES, Paul; WORTHINGTON, Sarah. *Gower Principles of Modern Company Law*. 10. Ed. London: Sweet & Maxwell, 2016, p. 854, item 25-37.

³³² RÁO, Vicente. *Ato jurídico*. 3. Ed. São Paulo: Saraiva, 1981, p. 26.

falha informacional. Somente o período de duração dos efeitos da falha informacional, trataremos no item 1.3.1.2, abaixo.

Para proporcionar concretude à análise sobre como é violado o dever de informar, seja por meio de condutas omissivas, seja por meio de condutas comissivas, a seguir serão analisados critérios hermenêuticos sobre a caracterização da falha informacional, segundo a jurisprudência administrativa da CVM.

Nos *casos envolvendo violação de dever de divulgação de informações periódicas e de informações no prospecto de oferta pública de emissão de valores mobiliários*, as condenações feitas pela CVM envolviam, basicamente, dois tipos de ilícitos: (i) omissões sobre contratos relevantes; e (ii) falhas na escrituração contábil da companhia, seja para esconder a ocorrência de fraudes, seja pela mera interpretação equivocada da regulação aplicável.

A *omissão sobre contratos relevantes* estaria caracterizada, caso as informações divulgadas não deixem claro, no conjunto, os riscos associados a determinado contrato³³³, ao desenvolvimento de um projeto ou operação³³⁴, ou mesmo ao endividamento da companhia. A omissão somente ocorre, porém, se houver conhecimento sobre a completude da informação ao tempo da ocorrência da falha informacional³³⁵.

³³³ PAS CVM n. 31/2000, Diretora-Relatora Norma Jonssen Parente, julgado em 10/07/03 (Caso Arapuã) (as demonstrações financeiras omitiram operações de transferência de dívidas e numerário para sociedade coligada); PAS CVM n. RJ2011/11073, Diretor-Relator Pablo Renteria, julgado em 15/12/15 (Caso Clarion) (omissão de informações no formulário de referência sobre contratos de mútuo celebrados entre a companhia, acionista controladora e sociedade coligada); PAS CVM n. RJ2015/1421, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 25/06/19 (Caso OSX) (não foi divulgado que havia incerteza quanto ao risco de inadimplemento da OGX nas notas explicativas, muito embora já se soubesse que a inviabilidade dos campos de petróleo impactaria seus contratos com a OSX); PAS CVM n. SP2017/493, Diretor-Relator Marcelo Barbosa, julgado em 24/09/19 (Caso Bahema) (não foram divulgadas transações entre partes relacionadas que representavam 79,3% do ativo total da companhia); PAS CVM n. RJ2003/8172, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 15/10/04 (Caso Eletrômetro) (prospecto indicava que créditos cedidos à companhia estavam livres e desembaraçados de quaisquer ônus, no entanto parcela deles havia sido efetivamente cedida a outra sociedade); PAS CVM n. 12/05, Diretor-Relator Otavio Yazbek, julgado em 04/09/12 (Caso Encomind) (omissão no prospecto sobre contrato celebrado dias antes da oferta, por meio do qual a companhia cedia a disponibilidade de toda a sua capacidade industrial a outra sociedade).

³³⁴ PAS CVM n. 05/2002, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 05/08/04 (Caso Ribeirão Preto) (prospecto, demonstrações financeiras e ITR omitiram informações relevantes sobre desenvolvimento do empreendimento, insuficiência dos recursos inicialmente previstos e realização de revisão orçamentária); PAS CVM n. RJ2014/12838, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 25/06/19 (Caso OGX I) (não foram divulgadas, em notas explicativas, as incertezas quanto à viabilidade econômica da exploração de campos de petróleo); PAS CVM n. 19/2003, Diretor-Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 24/04/07 (Caso Easypar) (foi omitida, no prospecto, a dependência econômica da companhia em relação à controladora, bem como a realização de operações com recebíveis inexistentes).

³³⁵ PAS CVM n. RJ2014/7352, Diretor-Relator Pablo Renteria, julgado em 16/01/18 (Caso PDG) (os diretores estatutários foram absolvidos por não ter sido comprovado que tinham conhecimento ou podiam prever a revisão de orçamento nas datas de publicação dos ITR).

As *falhas informacionais na escrituração contábil* decorrem da não observância de princípios de contabilidade – levando à ocultação da real situação financeira da companhia³³⁶, ou, mesmo, em determinados casos, apontando a existência de lucros fictícios³³⁷. Ainda que haja interpretação do fenômeno econômico sob a perspectiva prudencial e informacional para aplicação da norma contábil, há que se justificar fundamentadamente as razões para o registro contábil da forma como este foi feito³³⁸.

Importante critério distintivo para análise do cumprimento do dever de informar, diz respeito à natureza temporal da informação. A falsidade ou omissão de informações sobre fatos pretéritos ou presentes depende apenas da prova de que a veracidade era de conhecimento ou devia ser de conhecimento da companhia aberta ou dos administradores. A falha informacional de projeções para o futuro não decorre propriamente de falsidade, mas da falta de qualidade na divulgação. Portanto, nesses casos, a falha informacional terá relação com a justificativa das projeções, bem como com as informações disponíveis à companhia e a seus agentes, no tempo da elaboração das projeções que justificam as conclusões apresentadas³³⁹.

Os *casos envolvendo a divulgação de informações eventuais*, mais especificamente de fatos relevantes, são o grande “canteiro de obras” do regime informacional. Pela sua própria natureza de cláusula geral, será o caso concreto que trará as nuances do modo de violação da norma jurídica.

Considerando que o que define o fato relevante é a materialidade da informação, que potencialmente possa influenciar a decisão de um investidor racional³⁴⁰, bem como a cotação dos valores mobiliários, a definição do que seja um “fato relevante” depende de juízo de valor realizado pela administração da companhia³⁴¹. A necessidade de a administração da companhia emitir juízo de valor sobre determinado fato não significa que a administração tenha discricionariedade para

³³⁶ PAS CVM n. 15/2006, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 03/09/08 (Caso Velonorte I); PAS CVM n. RJ2012/10128, Diretora-Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 10/09/13 (Caso Beter I); PAS CVM n. RJ2017/565, Diretor-Relator Marcelo Barbosa, julgado em 14/12/17 (Caso Mundial I); PAS CVM n. RJ2014/13977, Diretor-Relator Gustavo Gonzalez, julgado em 30/01/20 (Caso Taurus).

³³⁷ PAS CVM n. 07/2002, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 22/11/04 (Caso Banco Mercantil); PAS CVM n. 01/2011, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 27/02/18 (Caso Panamericano II).

³³⁸ PAS CVM n. 03/2011, Diretor-Relator Carlos Alberto Rebello Sobrinho, julgado em 02/07/19 (Caso Brasil Telecom I); PAS CVM n. RJ2014/7351, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 18/12/18 (Caso Inepar).

³³⁹ FOX, Merritt, “Civil Liability and Mandatory Disclosure, Columbia Law Review, vol. 109, 2009, p. 282, nota de rodapé 110.

³⁴⁰ PAS CVM n. RJ2006/5928, Diretor-Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17/04/07 (Caso Alpargatas); PAS CVM n. RJ2013/2400, Diretora-Relatora Luciana Dias, julgado em 18/03/15 (Caso LLX I).

³⁴¹ PAS CVM n. RJ2016/7190, Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 09/07/19 (Caso MMX).

divulgar, ou não, um fato relevante, como poderia fazer com relação a uma decisão negocial³⁴². Estando caracterizada a relevância do fato para os fins legais e regulamentares, a companhia tem o dever de prontamente divulgá-lo ao mercado; caso contrário, cometerá ilícito³⁴³. A única exceção à imediata divulgação é a existência de justificado risco a interesse legítimo da companhia³⁴⁴.

Situação distinta ocorre quando há perda do controle da informação³⁴⁵, ou quando se verifica oscilação atípica³⁴⁶. No Caso Alpargatas³⁴⁷, a CVM estabeleceu o entendimento, de que, havendo perda de controle da informação, “*a companhia deverá dar uma declaração franca e clara sobre o assunto, seja para negar ou confirmar a notícia*”. Além disso, mesmo que não haja fato relevante a ser divulgado, diante de informações inverídicas, imprecisas, ou incompletas sobre a companhia publicadas em notícia, cabe à companhia prestar esclarecimentos ao mercado, corrigindo o ruído informacional³⁴⁸, não de uma maneira genérica, mas abordando e esclarecendo o mercado sobre “*todos os elementos que foram veiculados na imprensa*”³⁴⁹.

No caso de oscilação atípica, não necessariamente haverá fato relevante a ser divulgado. Na dúvida sobre se a oscilação atípica se deve, ou não, à informação ainda não divulgada, o fato relevante deve ser divulgado prontamente. De outra forma, se for possível demonstrar que a oscilação atípica ou que a perda do controle da informação não foram causadas pelo fato

³⁴² PAS CVM n. 09/2009, Diretora-Relatora Luciana Dias, julgado em 21/07/15 (Caso Brasil Telecom III); PAS CVM n. RJ2016/7190, Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 09/07/19 (Caso MMX).

³⁴³ PAS CVM n. 05/2002, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 05/08/04 (Caso Ribeirão Preto); PAS CVM n. RJ2004/6238, Diretor-Relator Marcelo Trindade, julgado em 05/10/05 (Caso VASP); PAS CVM n. RJ2006/4776, Diretor-Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17/01/07 (Caso CAEMI); PAS CVM n. 12/05, Diretor-Relator Otavio Yazbek, julgado em 04/09/12 (Caso Encomind); PAS CVM n. RJ2010/8784, Diretora-Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 11/06/13 (Caso Beter III); PAS CVM n. RJ2012/10128, Diretora-Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 10/09/13 (Caso Beter I); PAS CVM n. 09/2009, Diretora-Relatora Luciana Dias, julgado em 21/07/15 (Caso Brasil Telecom III); PAS CVM n. RJ2014/14161, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 04/12/18 (Caso RJCP I); PAS CVM n. RJ2018/6282, Diretor-Relator Marcelo Barbosa, julgado em 03/12/19 (Caso Inepar).

³⁴⁴ PAS CVM n. RJ2015/12594, Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, julgado em 06/12/16 (Caso CCX III).

³⁴⁵ A perda do controle da informação ocorre quando há um fato relevante ainda não divulgado ao mercado, mas a informação sobre o fato relevante escapa do controle da companhia ao ser divulgada pela imprensa ou por meio de rumores ou boatos no mercado.

³⁴⁶ Oscilação atípica é “a oscilação que não pode ser direta e unicamente atribuída a outros fatores que não o conhecimento por alguns de fato relevante ainda não divulgado”, cf. PAS CVM n. RJ2006/5928, Diretor-Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17/04/07 (Caso Alpargatas).

³⁴⁷ PAS CVM n. RJ2006/5928, Diretor-Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17/04/07 (Caso Alpargatas).

³⁴⁸ PAS CVM n. RJ2012/3457, Diretora-Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 06/12/12 (Caso Schlösser); PAS CVM n. RJ2013/2400, Diretora-Relatora Luciana Dias, julgado em 18/03/15 (Caso LLX I).

³⁴⁹ PAS CVM n.º RJ2011/8224, Diretor-Relator Otavio Yazbek, julgado em 03/12/13 (Caso Panamericano I).

relevante³⁵⁰, a companhia aberta e os administradores não precisam divulgar o fato relevante. Igualmente, se houver prova de que não ocorreu de fato oscilação atípica³⁵¹ ou não há fato relevante³⁵², não há dever de prestar esclarecimentos.

O aspecto mais desafiador do regime dos fatos relevantes é justamente identificar o que é uma informação que seja potencialmente importante na decisão do investidor médio, atento e avisado e, conseqüentemente, na formação dos preços no mercado de valores mobiliários. Quando o fato exercer impacto imediato nos negócios sociais, será mais evidente a potencial influência na decisão do investidor, ou na cotação dos valores mobiliários. Nos casos, porém, em que determinado fato ainda seja embrionário, pode ser difícil precisar, no médio e no longo prazos, os impactos daquele evento nos negócios sociais, cabendo uma análise da probabilidade de ocorrência do impacto potencial³⁵³.

Com efeito, o fato de determinado evento ocorrer em etapas não significa que este deva ser divulgado apenas quando todas as etapas forem concluídas³⁵⁴. Quando determinado acontecimento relevante para a companhia está em formação, pode haver fundamento para divulgação de fato relevante sobre o estágio do acontecimento em si³⁵⁵. Há casos, ainda, em que a relevância do fato é determinada pela expectativa criada, no mercado, pela própria companhia. Quando a companhia divulga, por meio de fato relevante, a realização de uma etapa inicial de determinado projeto, indicando que será desenvolvido em etapas, cria-se, no mercado, a expectativa de que os próximos passos desse projeto considerado como relevante pela própria companhia serão divulgados por

³⁵⁰ PAS CVM n. RJ2014/12710, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 05/12/17 (Caso CCX V).

³⁵¹ PAS CVM n. RJ2015/1591, Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 26/09/17 (Caso SEB).

³⁵² PAS CVM n. RJ2008/9022, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 09/02/10 (Caso Cyrela); PAS CVM n. RJ2016/7190, Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 09/07/19 (Caso MMX).

³⁵³ No Caso CAEMI, o Dir. Rel. Pedro Marcilio, em seu voto, delineou os critérios objetivos do que seria a linha mestra a partir de então adotada pela CVM para identificação de um fato relevante, cf. PAS CVM n. RJ2006/4776, Diretor-Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17/01/07 (Caso CAEMI).

³⁵⁴ No mesmo sentido, nos Estados Unidos, cf. *Basic Incorporated v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988) (“O teste de “agreement-in-principle”, no qual as discussões preliminares sobre a fusão não se tornam relevantes até que os possíveis parceiros da fusão cheguem a um acordo quanto ao preço e à estrutura da transação, é rejeitado como um teste claro de materialidade. Sua justificativa baseada em políticas da companhia não justifica a exclusão da definição de materialidade de informações de outra forma significativas”) (tradução da candidata).

³⁵⁵ PAS CVM n. RJ2008/9511, Diretor-Relator Marcos Barbosa Pinto, julgado em 20/05/09 (Caso Haga) (foi considerado fato relevante conclusão de etapas importantes de tratativas negociais para reestruturação de passivo representante de mais de 60% do endividamento da companhia); PAS CVM n. 09/2009, Diretora-Relatora Luciana Dias, julgado em 21/07/15 (Caso Brasil Telecom III) (foi considerado fato relevante a conclusão da primeira etapa de implementação de operação para aquisição de participação societária indireta na Internet Group do Brasil Ltda. (“IG”) pela BrT).

meio de novos fatos relevantes. Assim, portanto, tanto o atraso como a omissão na continuidade da divulgação sobre esse projeto são considerados violações ao dever de informar³⁵⁶.

Ainda, há que se referir à ocorrência de falhas informacionais advindas de canais não oficiais. Com efeito, a prática, cada vez mais comum, de executivos de companhias abertas serem convidados para proferir palestras organizadas por terceiros pode ensejar determinados cuidados, para que não sejam violados deveres de informação. Há que se ressaltar a diferença entre, de um lado, a regulação da informação veiculada em transmissões ao vivo, palestras ou entrevistas concedidas pelos executivos da companhia, nessa qualidade, e, de outro lado, as informações que o mesmo executivo divulga em sua rede social privada. É inegável o cabimento da regulação do modo pelo qual serão divulgadas as informações públicas concedidas pelo executivo em evento formal, no qual se tratará sobre os negócios da companhia. Ainda assim, se houver qualquer falha informacional nesse evento, como, por exemplo, o vazamento de fato relevante mantido em sigilo no interesse da companhia, ou a prestação de informações falsas, a companhia tem o dever de, prontamente, esclarecer o mercado, por meio do respectivo diretor de relações com investidores. No caso das redes sociais pessoais do executivo, muito embora as informações lá divulgadas possam ensejar penalidades administrativas ao executivo, em caso de manipulação ou *insider trading*, a falha informacional somente será imputada à companhia e aos demais diretores responsáveis pelas mesmas informações, se, após a falha informacional divulgada nas redes sociais, não for corrigida a informação, por meio dos canais oficiais de divulgação das informações da companhia.

Traçados os aspectos centrais sobre o modo de violação do dever de informar, procede-se, a seguir, à análise do tempo em que o ilícito e seus efeitos ocorrem.

1.3.1.2. Quando ocorreu a falha informacional?

Cada categoria de dever de informar deve ser divulgada de determinado modo e em determinado tempo. O momento – no qual determinada informação deveria ter sido divulgada ao mercado, mas não foi prestada, ou foi mal prestada – deve ser considerando como o momento em que o ilícito ocorreu. Assim, a falha informacional ocorre quando a informação não é divulgada no

³⁵⁶ PAS CVM n. RJ2012/3787, Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, julgado em 02/09/14 (Caso Marambaia); PAS CVM n. RJ2013/509, Diretora-Relatora Luciana Dias, julgado em 27/01/15 (Caso IGB).

tempo e no modo devidos. Exemplificativamente, a companhia deve entregar o formulário de referência atualizado anualmente em até cinco meses contados da data do encerramento do exercício social³⁵⁷, mas o entrega com seis meses de atraso. Ou, ainda, em termos ilustrativos, a companhia aberta publica suas demonstrações financeiras, em até três meses do término do exercício social, com antecedência de até cinco dias, ao menos, da data da assembleia geral ordinária³⁵⁸, mas as demonstrações financeiras publicadas contêm incorreções contábeis, em violação aos preceitos do art. 176, Lei n. 6.404/76. Em ambos os exemplos, o ilícito ocorreu na data em que a informação deveria ter sido divulgada, e não foi divulgada, ou quando foi divulgada de modo incorreto.

Ocorre que, muito embora a falha informacional seja instantânea, e não de duração continuada³⁵⁹, seus efeitos se estendem no tempo. E serão os efeitos da falha informacional que potencialmente ocasionarão danos aos investidores, seja pela influência na tomada de decisão de investimento, seja pela influência na cotação dos valores mobiliários³⁶⁰. Assim, enquanto a informação completa e correta não for divulgada ao mercado, os efeitos do ilícito informacional poderão ter continuidade, afetando negócios realizados, tanto no mercado primário quanto no mercado secundário.

Se o momento da ocorrência do ilícito dependerá da própria legislação e da regulação da informação – as quais definem os fatos geradores do dever de informar – o momento da cessação dos efeitos do ilícito dependerá das circunstâncias do caso concreto.

De fato, a própria companhia pode vir a identificar a omissão ou a falsidade com relação à determinada informação devida ao mercado e decidir divulgar a informação omitida, bem como eventual esclarecimento ou eventual correção. Nesse caso, estará bem definido o momento em que a informação correta e completa se torna pública e disseminada no mercado, sanando-se os efeitos da falha informacional pretérita.

A descoberta da falsidade ou da omissão de determinada informação pode, também, chegar ao mercado por outros meios, tais como boatos, rumores, ou mesmo notícias divulgadas por

³⁵⁷ Art. 25, §1º, Resolução CVM 80/22.

³⁵⁸ Art. 132, II, §§3º, 5º, Lei n. 6.404/76; Art. 27, §2º, Resolução CVM 80/22.

³⁵⁹ PAS CVM n. RJ2005/3646, Diretor-Relator Sergio Weguelin, julgado em 14/12/05 (Caso Sehbe).

³⁶⁰ Como já foi reconhecido pela CVM, cf. PAS CVM n. RJ2007/1079, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 10/07/07 (Caso Vale II); PAS CVM n. RJ2017/565, Diretor-Relator Marcelo Barbosa, julgado em 14/12/17 (Caso Mundial I); PAS CVM n. 01/2011, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 27/02/18 (Caso Panamericano II).

veículos de mídia ou por outros *sites*, sem a confirmação oficial da companhia³⁶¹. Pode, ainda, a descoberta da falsidade ou omissão da informação ocorrer por meio de investidores profissionais, ou mesmo de *insiders*, que, ao negociar em grande volume, passam a influenciar a cotação do valor mobiliário. Pode, ainda, a mesma descoberta ocorrer pela não ocorrência de previsões reveladas nas informações divulgadas ao mercado.

A descoberta da falsidade ou da omissão informacional pode, portanto, ocorrer por um ou por múltiplos meios, ao longo do tempo. Nesses casos, a informação “extraoficial” pode vir a ser instantânea, ou paulatinamente conhecida, dos participantes do mercado e, conseqüentemente, incorporada à cotação dos valores mobiliários³⁶². Ademais, a descoberta da falha informacional pode ocorrer concomitantemente com a revelação de outras informações sobre a companhia e seus negócios, tornando mais difícil a identificação tanto do momento em que a falha informacional foi integralmente descoberta, como se a coletividade de investidores no mercado de valores mobiliários reagiu à falha informacional³⁶³. Com efeito, nessa hipótese, torna-se de maior complexidade precisar o momento em que os efeitos da falha informacional se encerram³⁶⁴.

Não se deve confundir a cessação dos efeitos do ilícito com o cumprimento moroso do dever de informar pela companhia. No mercado de valores mobiliários, os efeitos da falha informacional podem cessar antes mesmo de a companhia cumprir com o dever de divulgar a informação completa e correta ao mercado³⁶⁵, seja porque a informação omitida ou falsa foi divulgada por outra fonte ao mercado³⁶⁶, seja, porque, no caso da informação falsa, esta foi

³⁶¹ ERDLIN, Andrew M., “Timing Is Everything: Markets, Loss, and Proof of Causation in Fraud on the Market Actions”, *Fordham Law Review*, vol. 80, 2011, pp. 908-910.

³⁶² FOX, Merritt, “Understanding Dura”, *The Business Lawyer*, Vol. 60, No. 4 (August 2005), p. 1557.

³⁶³ Elizabeth Burch cita, como exemplo da complexidade da identificação dos danos por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários, o caso referido em *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* (544 U.S. 336), 125 S. Ct. 1627 (2005), em que a companhia informa ao mercado que descobriu ouro e posteriormente informa que descobriu platina e não ouro. Assim, na mesma data, em que se revela uma notícia positiva, é descoberta a falha informacional pretérita, cf. BURCH, Elizabeth Chamblee, “Reassessing damages in securities fraud class actions”, *Maryland Law Review*, vol. 66, 2007, p. 352.

³⁶⁴ FOX, Merritt, “Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions”, *The Business Lawyer*, Vol. 60, No. 2 (February 2005), pp. 522-523; FLEISCHER, Holger. “§6. Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktkommunikation”. (in) ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHÜTZE, Rolf A.; BUCK-HEEB, Petra (org.). *Handbuch des Kapitalanlagerechts*. 5. Ed. München: C.H. Beck, 2020, p. 421.

³⁶⁵ FOX, Merritt, “Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions”, *The Business Lawyer*, Vol. 60, No. 2 (February 2005), p. 524 (ressaltando a dificuldade de precisar quando ocorre a descoberta da falha informacional).

³⁶⁶ O efeito da descoberta da falsidade ou omissão da informação pelo mercado é reconhecido pelas cortes norte-americanas para delimitar a extensão da responsabilidade da companhia aberta. No caso *Kaplan v. Rose*, entendeu-se que “se, porém, a informação, que os requeridos alegadamente teriam omitido ou falseado ao mercado, entrou no mercado por meio de outros canais, o mercado não terá sido enganado, e o preço das ações irá refletir a totalidade das

perdendo a influência na cotação dos valores mobiliários ao longo do tempo³⁶⁷. De qualquer forma, o cumprimento – ainda que em mora – somente pode ser feito pela própria companhia.

Como se verá oportunamente no item 3.2, o momento da descoberta da falha informacional é um dos desafios do estabelecimento do nexo causal entre o ilícito e os danos, pois não necessariamente os efeitos do ilícito vão perdurar até o momento em que a companhia divulgar a informação devida ao mercado.

Para fins de responsabilidade civil, há, portanto, dois marcos temporais a serem considerados para determinação de quem possa ter sofrido danos indenizáveis e quais seriam os danos indenizáveis decorrentes da falha informacional: a data de ocorrência do ilícito e a data de cessação dos efeitos do ilícito. O lapso temporal entre essas duas datas será doravante denominado como “período relevante”.

A data da cessação dos efeitos do ilícito coincide com a data da descoberta da falha informacional. Ainda que a falha informacional seja descoberta em etapas, os efeitos do ilícito somente se encerrarão, no mercado de valores mobiliários, quando a informação for completamente divulgada. Sob essa perspectiva, o momento da descoberta do ilícito – que pode ocasionar oscilação na cotação dos valores mobiliários da companhia – não coincide com o ilícito em si, o qual, em verdade, ocorreu necessariamente em momento anterior.

Em síntese, a falha informacional é ilícito instantâneo, cujos efeitos podem perdurar, no mercado de valores mobiliários, até no máximo o momento em que a informação devida seja completamente divulgada. O momento da revelação ou do descobrimento da omissão, ou da falsidade, de informações divulgadas pela companhia não deve ser confundido com o momento de ocorrência do ilícito. Ambos os marcos temporais – ilícito e cessação dos seus efeitos – delimitarão temporalmente a amplitude da responsabilidade civil pela falha informacional.

Com isso, para concluir o primeiro capítulo deste estudo, pontuaremos distinções entre a falha informacional e outros ilícitos relacionados à falha informacional ocorridos no mercado de valores mobiliários.

informações, inobstante a falha informacional dos requeridos” (tradução da candidata), cf. Kaplan v. Rose, 49 F.3d 1363 (9th Cir. 1994), §73.

³⁶⁷ A hipótese da diminuição do impacto das informações ao longo do tempo prevê que o passar do tempo levaria naturalmente à redução da influência de determinada informação na cotação dos valores mobiliários, diluindo, consequentemente os impactos da falha informacional no mercado, cf. PROROK, Johan. La responsabilité civile sur les marchés financiers. Paris: LGDJ, 2019, p. 298.

1.3.2. Distinções entre ilícitos relacionados

Com efeito, diferentemente dos ilícitos de manipulação de mercado³⁶⁸ e de *insider trading*³⁶⁹, a falha informacional configura-se tão somente pela violação culposa, comissiva ou omissiva, das normas pertencentes ao regime informacional obrigatório³⁷⁰. Na falha informacional não há requisito de dolo. Casos há, porém, em que esses distintos ilícitos se entrecruzam, o que revela a importância da compreensão sobre a diferença entre os fatores geradores, os agentes responsáveis e as consequências jurídicas. Para ilustrar essas diferenças, analisaremos, a seguir, três casos julgados pela CVM, em que o limiar entre falha informacional, de um lado, e manipulação de mercado e *insider trading*, de outro, fica em evidência.

No Caso OGX III³⁷¹, o presidente do conselho de administração da OGX Petróleo e Gás Participações S.A. e da OSX Brasil S.A. foi condenado por manipulação de preços e por negociação de valores mobiliários de posse de informações privilegiadas. No caso, o acusado divulgou informações, em sua conta no Twitter, de forma a induzir a erro potenciais investidores, apresentando visão excessivamente otimista com relação às perspectivas futuras da OGX e OSX. Ocorre que o acusado já tinha conhecimento de informação relevante, e ainda não divulgada, sobre a inviabilidade da exploração, pela OGX, de alguns de seus campos de petróleo. A ocorrência da manipulação de preços e da negociação de valores mobiliários de posse de informações privilegiadas pelo administrador não levou, porém, à ocorrência da falha informacional. Havendo informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado, seria preciso identificar dois fatos adicionais: se (i) o fato relevante poderia não ter sido imediatamente divulgado, com base no art. 157, §5º, Lei n. 6.404/76, e se, (ii) diante da divulgação das informações falsas na conta privada nas redes sociais do administrador, a companhia agiu, prontamente, para esclarecer o mercado. Apenas no caso de se responder negativamente às duas hipóteses referidas acima seria possível identificar o ilícito da falha informacional.

³⁶⁸ Resolução CVM 62/22; Lei n. 6.385/76, Art. 27-C.

³⁶⁹ Lei n. 6.404/76, Art. 155, §§1º, 4º; Lei n. 6.385/76, Art. 27-D.

³⁷⁰ Art. 186, CC.

³⁷¹ PAS CVM n. RJ2014/0578, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 27/05/19 (Caso OGX III).

No Caso OGX I³⁷², por sua vez, a CVM julgou outro aspecto relacionado à mesma informação privilegiada de posse do presidente do conselho de administração da OGX. O presidente do conselho de administração foi condenado por não divulgar ao mercado em nome da companhia e em notas explicativas, as incertezas quanto à viabilidade econômica da exploração dos campos de petróleo, após tomar conhecimento de estudos de consultoria externa que evidenciavam a diminuição de, no mínimo, 94% das estimativas de volume de óleo recuperável em dois dos campos de petróleo da companhia. Consequentemente, a acusação e a condenação da CVM ocorreram pela falha informacional, e não pela manipulação do mercado, com a divulgação de informações falsas, como no primeiro caso.

Com efeito, diferentemente do Caso OGX III, em que a condenação foi pela manipulação de preços e *insider trading*, no Caso OGX I, a condenação decorreu da falha informacional do presidente do conselho de administração, na qualidade de representante da companhia e de responsável pela elaboração das suas demonstrações financeiras, por omitir informações essenciais sobre os riscos relacionados ao desenvolvimento dos negócios sociais. Apesar das relevantes distinções jurídicas entre um e outro, ambos os ilícitos lidam com a veiculação de informações falsas no mercado de valores mobiliários.

Por fim, no Caso RJCP II³⁷³, diretores estatutários foram condenados pela CVM por manipulação de preços das ações de emissão da RJCP Equity S.A., por meio da divulgação de informações que induziram o investidor a erro, fosse em fatos relevantes, fosse em *blogs* e em comunicados de aquisição de participação relevante. Para demonstrar a ocorrência de manipulação de preços, a CVM considerou que foram divulgadas informações desatualizadas e incorretas pelos canais oficiais da companhia, as quais, além de excessivamente otimistas, eram seletivas, tendo por objetivo manipular o mercado. Nesse caso, verificou-se tanto manipulação como a falha informacional, pois para manipular os preços dos valores mobiliários foram descumpridos deveres de informar.

Neste primeiro capítulo, identificamos a fonte do dever de informar imputado às companhias abertas. Demonstramos que os deveres legais de informar têm, entre outras funções, as funções de fornecer informações mínimas aos investidores para tomada de decisão de

³⁷² PAS CVM n. RJ2014/12838, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 25/06/19 (Caso OGX I).

³⁷³ PAS CVM n. RJ2013/8880, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 11/06/19 (Caso RJCP II).

investimento e de precificação dos valores mobiliários. Sustentamos que a fonte do dever de indenizar danos causados por falhas informacionais é o regime da responsabilidade civil extracontratual, prevista nos arts. 186 e 927 do Código Civil. Além disso, apresentamos a configuração e os atributos do dever de informar com base nas diferentes categorias de informações exigidas pela regulação do mercado de valores mobiliários. Por fim, traçamos os elementos para identificação da falha informacional, com base no modo de descumprimento dos deveres de informar. Cabe, a seguir, analisar o segundo pressuposto da responsabilidade civil: o dano.

CAPÍTULO 2 – Dano

*“Pas de préjudice, pas de responsabilité civile”*³⁷⁴

Inexiste, no nosso ordenamento, definição legal sobre o dano indenizável em matéria de falha informacional no mercado de valores mobiliários. O regime geral de responsabilidade civil está pautado, nesse tema, nos arts. 402, 403 e 944 do Código Civil. O art. 402 prevê que as perdas e danos abrangem o que o lesado efetivamente perdeu e o que razoavelmente deixou de lucrar, sendo complementado pelo art. 403, segundo o qual apenas são indenizáveis os prejuízos causados direta e imediatamente pelo ato ilícito. O art. 944, por fim, estabelece que a indenização se mede pela extensão do dano.

Demonstraremos, a seguir, que há duas espécies de danos patrimoniais causados por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários: os danos causados pela interferência da falha informacional na decisão do investidor; e os danos informacionais causados pela distorção do preço dos valores mobiliários pela falha informacional.

Os danos causados pela interferência da falha informacional na decisão do investidor seriam de duas categorias. Na primeira categoria estariam os danos residuais, incorridos pelo investidor quando há anulação por dolo essencial da subscrição de valores mobiliários em oferta pública de emissão. Na segunda categoria estariam os danos patrimoniais por perda de uma chance, quando o investidor é enganado pela falha informacional e perde a chance de utilizar os recursos investidos em outro negócio jurídico.

O dano informacional consiste na diminuição do patrimônio do investidor causada pela subscrição, pela compra ou pela venda de valores mobiliários, com base em preço distorcido por falha informacional. O dano informacional, portanto, não tem relação com qualquer dano patrimonial sofrido pela companhia aberta por atuação ilícita dos administradores. Tampouco deve o dano informacional ser confundido com os danos indiretos – não indenizáveis – decorrentes da mera oscilação do preço dos valores mobiliários pela variação do patrimônio da companhia³⁷⁵.

³⁷⁴ “Sem dano, sem responsabilidade civil” (tradução da candidata), cf. LALOU, Henri. *Traité pratique de la responsabilité civile*. 4. Ed. Paris: Dalloz, 1949, p. 92.

³⁷⁵ Sobre os danos indiretos (não indenizáveis) decorrentes de mera oscilação do preço dos valores mobiliários, vide WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade societária: danos causados pelos administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 301-319.

No entanto, a caracterização do dano informacional é complexa, pois depende da conjugação de diversos fatores de difícil comprovação. É dificuldade que começa pela prova da distorção do preço de mercado dos valores mobiliários pela falha informacional em determinado período. Além disso, é preciso demonstrar que o investidor subscreveu, comprou ou vendeu valores mobiliários quando o preço de mercado estava distorcido pela falha informacional. Mas não só. É preciso, ainda, comprovar que o preço pago foi maior, ou que o recebido foi menor do que o preço hipotético que teriam os valores mobiliários, se não tivesse ocorrido a falha informacional.

Para tratar do tema, começaremos analisando a relação entre interesse e dano na responsabilidade civil e como os interesses tutelados pela regulação servirão de guia para delimitação dos danos causados por falhas informacionais. Em seguida, levando em consideração as diferentes situações fáticas em que a falha informacional poderá causar danos aos investidores, será proposta classificação dos danos de acordo com o interesse tutelado lesado pela falha informacional (dano pela interferência na decisão e dano pela distorção do preço). Por fim, encerraremos o capítulo tratando dos atributos dos danos indenizáveis em decorrência da falha informacional.

2.1. Relação entre interesse e dano

2.1.1. Teoria da diferença e teoria do interesse

Com base nas normas legais, define-se e calcula-se o dano, sob a perspectiva da responsabilidade civil, por meio de duas acepções³⁷⁶. “Dano” é a lesão a interesse legitimamente

³⁷⁶ Essa definição transparece na obra de Judith Martins-Costa: “O que indica a noção normativa do dano, acolhida pela Teoria do Interesse é que se impõe a verificação – além da existência de dano no sentido naturalista – de haver ou não interesse legítimo violado. Daí ser o dano dimensionado em relação ao legítimo interesse daquele que sofreu o dano, interesse, contudo, estabelecido nos limites da imputação”, cf. MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. Vol. V. Tomo II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 169. Em outra passagem a autora afirma que o cálculo dos danos patrimoniais pode depender da conjugação da teoria da diferença com o critério *id quod interest*, por meio do qual se avalia o valor do interesse do lesado no bem jurídico afetado pelo ilícito, cf. MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. Vol. V. Tomo II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 457-460. Encontra-se essa concepção também em: GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Lucros Cessantes – Do bom-senso ao postulado normativo da razoabilidade. São Paulo: RT, 2011, p. 51; STEINER, Renata. Reparação de danos: interesse positivo e interesse negativo. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 67.

tutelado (comumente referida como “teoria do interesse”). A avaliação do dano, por sua vez, pode ser feita por meio de método comparativo que visa a distinguir a situação real do lesado e a situação hipotética do lesado sem o dano (comumente referida como “método comparativo”).

Sob o viés conceitual-teórico, o interesse pode ser compreendido, em breves linhas, como a relação existente entre, de um lado, o sujeito que detém uma necessidade e, de outro, o bem jurídico apto a satisfazer a necessidade³⁷⁷. Com base na teoria do interesse, concebeu-se a noção normativa do dano³⁷⁸, segundo a qual a extensão do dano tem direta relação com a lesão ao interesse tutelado. Já que os interesses dos investidores, ora analisados, são de natureza patrimonial, o dano será reconhecido na medida da diminuição do patrimônio do lesado causada pelo ilícito.

Por sua vez, o método comparativo³⁷⁹ tem por fim estabelecer uma fórmula comparativa, para definir os contornos da relação jurídica de reparação. Trata-se da comparação entre duas situações jurídicas: primeiro, a situação real e atual do lesado após o dano; e, segundo, a situação hipotética em que o lesado estaria, caso não tivesse ocorrido o dano³⁸⁰. Assim, não se trata de uma comparação de todo o patrimônio, como em um balanço comparando duas variáveis, mas de identificar qual parcela da redução patrimonial pode ser atribuída ao responsável pelo ilícito³⁸¹.

Como observa Renata Steiner, com quem concordamos, a teoria do interesse deve ser complementada pelo método comparativo³⁸². De fato, se a teoria do interesse, pressuposto do dano

³⁷⁷ CARNELUTTI, Francesco. Teoria Generale del Diritto. Roma: Foro Italiano, 1940, p. 59.

³⁷⁸ CARNELUTTI, Francesco. Il dano e il reato. Milão: CEDAM, 1930, pp. 12-14; COUTO E SILVA, Clóvis do. “O conceito de dano no Direito brasileiro e comparado”. (in) FRADERA, Vera Maria Jacob de. O Direito Privado brasileiro na visão de Clóvis do Couto e Silva. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 1997, pp. 218-221. Como anota Francisco Marino, é preferível a definição de dano como lesão a interesse àquela que o define como lesão a bem jurídico, pois a tutela jurídica não se dirige aos bens, mas ao interesse de determinado sujeito em certo bem, cf. MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. “Perdas e danos”, (in) LOTUFO, Renan; NANNI, Giovanni Ettore (coord.). Obrigações. São Paulo: Atlas, 2011, p. 655. No mesmo sentido, vide STEINER, Renata. Reparação de danos: interesse positivo e interesse negativo. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 56 e ss.

³⁷⁹ O método comparativo foi inspirado na hipótese da diferença (*Differenzhypothese*) desenvolvida por Friedrich Mommsen no século XIX, segundo a qual o dano seria a diferença entre o valor do patrimônio do lesado em um determinado momento e o valor que esse mesmo patrimônio teria, se não tivesse ocorrido o evento danoso. Alerta-se que, Mommsen conceituava o dano com base na noção naturalista do dano patrimonial, a qual, na atualidade, já foi superada pela noção normativa do dano, cf. MOMMSEN, Friedrich. Zur Lehre von dem Interesse. Braunschweig: C.A. Schwetschke und Sohn, 1855, p. 3.

³⁸⁰ FISCHER, Hans Albrecht. A reparação dos danos no direito civil. Trad. António de Arruda Ferrer Correia. São Paulo: Livraria Acadêmica Saraiva, 1938, pp. 148 e ss.

³⁸¹ HONSELL, Heirich. “Differenztheorie und normativer Schadens- begriff”. (in) FUHRER, Stephan (org.). Festschrift Schweizerische Gesellschaft für Haftpflicht- und Versicherungsrecht. Festschrift zum fünfzigjährigen Bestehen. Zürich: Schulthess, 2010, pp. 261-262

³⁸² STEINER, Renata. Reparação de danos: interesse positivo e interesse negativo. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 65-66.

normativo, estabelece os fundamentos do dever de indenizar, a teoria da diferença deve ser o critério para a determinação da relação de reparação. Isso significa que o método comparativo “(...) *se mostra apenas instrumental ao dever de reparar, cuja exata delimitação pressupõe a infração a um interesse, marca da teoria do interesse*”³⁸³. Assim, para os fins da tutela indenizatória, o dano patrimonial, cujos critérios para quantificação serão ora buscados, é a medida da redução patrimonial causada pela lesão ao interesse legitimamente tutelado do lesado³⁸⁴. A teoria do interesse determina o dano, ao passo que o método comparativo – inspirado pela já superada teoria da diferença de Friedrich Mommsen³⁸⁵ – servirá para quantificar o dano.

Para delimitação do dano patrimonial, a comparação entre, de um lado, a situação atual e real do lesado, ao pleitear a indenização, e, de outro lado, a situação em que o lesado estaria, se não tivesse ocorrido o evento danoso, deve tomar em consideração estritamente a diferença patrimonial causada pelo evento danoso. É preciso, portanto, identificar se o patrimônio, ainda que maior em comparação com a situação anterior ao ilícito, somente não seria mais valioso por causa do ilícito ocorrido no passado.

A partir dessa leitura sob dupla lente, chega-se aos conceitos do interesse contratual positivo e negativo, que auxiliarão a determinar qual interesse é indenizável e em quais situações. O denominado “par conceitual”³⁸⁶ foi de proposição inaugural de Rudolf von Jhering, quando tratou sobre a responsabilidade por *culpa in contrahendo* em contratos inválidos ou não chegados à perfeição. Segundo Jhering³⁸⁷, são distintos os danos sofridos pelo lesado quando há inadimplemento contratual e quando há invalidade do contrato.

³⁸³ STEINER, Renata. *Reparação de danos: interesse positivo e interesse negativo*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 66-67.

³⁸⁴ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. Tomo II. 2. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954, pp. 198 e 204; MARTINS-COSTA, Judith. “A linguagem da responsabilidade civil”. (in) BIANCHI, José Flávio; PINHEIRO, Rodrigo Gomes de Mendonça; ALVIM, Teresa Arruda (coord.). *Jurisdição e Direito Privado - Estudos em homenagem aos 20 anos da Ministra Nancy Andrighi no STJ*. São Paulo: RT, 2020, p. 407; STEINER, Renata. *Reparação de danos: interesse positivo e interesse negativo*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 55. No mesmo sentido, no direito francês, vide COLIN, Ambroise; CAPITANT, Henri. *Cours Élémentaire de Droit Civil Français*. Tomo II. 10. Ed. Paris: Dalloz, 1953, p. 214.

³⁸⁵ MOMMSEN, Friedrich. *Zur Lehre von dem Interesse*. Braunschweig: C.A. Schwetschke und Sohn, 1855, p. 3.

³⁸⁶ MOTA PINTO, Paulo. *Interesse contratual positivo e interesse contratual negativo*. Vol. I. Coimbra: Coimbra Editora, 2008, p. 6, nota de rodapé n. 17.

³⁸⁷ JHERING, Rudolf von. “*Culpa in contrahendo oder Schadensersatz bei nichtigen oder nicht zur Perfektion gelangten Verträgen*”, in *Jahrbücher für die Dogmatik des heutigen römischen und deutschen Privatrechts*. Bd. 4, 1861, pp. 16-22.

A dicotomia entre interesse positivo e interesse negativo está pautada nas diferentes situações em que o lesado estaria sem o evento danoso (termo hipotético de comparação)³⁸⁸. Em breve síntese, o interesse positivo indica o interesse no cumprimento do contrato. Uma vez violado tal interesse, a partir da noção de interesse contratual positivo delimita-se a situação em que o lesado estaria, se a obrigação contratual tivesse sido cumprida (situação positiva em relação ao contrato). O interesse negativo indica o interesse à manutenção da situação jurídica. Uma vez violado tal interesse, a noção de interesse contratual negativo delimita a situação em que o lesado estaria se não tivesse confiado na validade do contrato ou na seriedade das tratativas negociais (situação negativa em relação ao contrato). O dano por lesão ao interesse negativo, portanto, abarca os esforços e dispêndios realizados pelo lesado em razão da confiança depositada na validade do contrato ou na seriedade das tratativas. Diante disso, os danos sofridos e a consequente indenização, em cada caso, partiriam de situações jurídicas comparativas distintas.

Paulo Mota Pinto, em estudo contemporâneo sobre o assunto, ressalta que a noção de “interesse” na teoria do interesse contratual positivo e negativo é a relação entre o interesse do lesado e a situação correspondente à não verificação do evento lesivo, com base na adição de fatos ou na abstração destes³⁸⁹. Ao tratar sobre o dano por falha informacional em prospecto de oferta pública de distribuição de valores mobiliários³⁹⁰, Mota Pinto conclui que a indenização deve pautar-se no interesse contratual negativo³⁹¹. Isso porque, ainda segundo o autor, o interesse em causa não seria aquele na realização das circunstâncias indicadas nas informações falsas (positivo), mas o interesse no cumprimento do dever de informar (negativo), “*podendo isso ter conduzido*

³⁸⁸ MOTA PINTO, Paulo. Interesse contratual positivo e interesse contratual negativo. Vol. II. Coimbra: Coimbra Editora, 2008, pp. 867-868.

³⁸⁹ MOTA PINTO, Paulo. Interesse contratual positivo e interesse contratual negativo. Vol. II. Coimbra: Coimbra Editora, 2008, pp. 866-867.

³⁹⁰ Código dos Valores Mobiliários, art. 152.º Dano indemnizável. 1 - A indemnização deve colocar o lesado na exata situação em que estaria se, no momento da aquisição ou da alienação dos valores mobiliários, o conteúdo do prospecto estivesse conforme com o disposto no artigo 135.º 2 - O montante do dano indemnizável reduz-se na medida em que os responsáveis provem que o dano se deve também a causas diversas dos vícios da informação ou da previsão constantes do prospecto.

³⁹¹ MOTA PINTO, Paulo. Interesse contratual positivo e interesse contratual negativo. Vol. II. Coimbra: Coimbra Editora, 2008, pp. 1462-1463, nota de rodapé n. 4173. No mesmo sentido, vide GOMES, José Ferreira. “§16. Responsabilidade civil pelo prospecto”. (in) GOMES, José Ferreira; GONÇALVES, Diogo Costa (coord.). Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas. Vol. I. Lisboa: AAFDL, 2018, pp. 233-235; ALMEIDA, Margarida Azevedo de. A responsabilidade civil por prospecto no Direito dos Valores Mobiliários – O bem jurídico protegido. Coimbra: Almedina, 2018, pp. 190-197.

tanto à ‘exacta situação’ de o lesado não ter adquirido os valores mobiliários, como de os ter adquirido por outro preço”³⁹².

Em sentido contrário, Johannes Köndgen defende que o prospecto deveria ser considerado como uma declaração vinculativa de promessas sobre a qualidade dos valores mobiliários³⁹³. Em razão disso, determinadas informações do prospecto poderiam ser consideradas como obrigações de garantia, se forem essenciais para a decisão de investimento e se forem sobre fatos presentes ou passados³⁹⁴.

A nosso ver, a posição referida acima de Johannes Köndgen deve ser rechaçada. Não há nenhuma obrigação de garantia assumida pela companhia aberta em oferta pública de emissão de valores mobiliários. As informações divulgadas no prospecto – assim como as informações periódicas e eventuais – servem para esclarecer o público investidor na sua decisão de investimento³⁹⁵ e para precificar os valores mobiliários. Não há assunção de obrigações quanto à eventual ocorrência de determinados eventos futuros no prospecto, diferentemente do que pode haver em contratos de compra e venda de participações societárias fora do mercado de valores mobiliários³⁹⁶ (contratos “*face a face*”³⁹⁷). Trata-se de informação instrumental à tomada de decisão pelos investidores em vista do preço ofertado, cabendo aos investidores aceitar, ou não, a oferta, com base na própria avaliação sobre as informações divulgadas³⁹⁸. Consequentemente, como também sustentou Paulo Mota Pinto, entendemos que o dano por falha informacional em

³⁹² MOTA PINTO, Paulo. Interesse contratual positivo e interesse contratual negativo. Vol. II. Coimbra: Coimbra Editora, 2008, p. 1462.

³⁹³ KÖNDGEN, Johannes. Zur Theorie der Prospekthaftung. Köln: Otto Schmidt, 1983, pp. 18-19.

³⁹⁴ KÖNDGEN, Johannes. Zur Theorie der Prospekthaftung. Köln: Otto Schmidt, 1983, pp. 29-33.

³⁹⁵ Veja-se a redação do art. 38, ICVM 400/03: “Prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento”.

³⁹⁶ AFFERNI, Giorgio. Il Quantum del Danno nella Responsabilità Precontrattuale. Torino: G. Giappichelli, 2008, pp. 195-196 (observando que nos contratos de compra e venda de participação societária face-a-face o interesse positivo somente vem tutelado quando o declarante garantiu o estado de conformidade do que afirmou).

³⁹⁷ A expressão (“*face-to-face transactions*”) é muito utilizada na doutrina norte-americana para diferenciar os contratos negociados diretamente entre os contratantes daqueles realizados no mercado de valores mobiliários (cf. FOX, Merritt. “After Dura Causation in Fraud-on-the-Market Actions”. (in) KIEFF, F. Scott; PAREDES, Troy (coord.). Perspectives on Corporate Governance. Cambridge: Cambridge University Press, 2010, p. 237). O termo foi utilizado também pela Suprema Corte norte-americana no caso *Basic v. Levinson* (*Basic, Inc. v. Levinson*, 108 S. Ct. 978, 982-83 (1988)), ao fundamentar a decisão de aplicar a teoria da *fraud-on-the-market*.

³⁹⁸ Esse é o sentido do art. 56, §7º, ICVM 400/03, ao estabelecer que “o registro [da oferta] não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade da companhia, sua viabilidade, sua administração, situação econômico-financeira ou dos valores mobiliários a serem distribuídos e é concedido segundo critérios formais de legalidade”.

oferta pública não deve ser indenizado com base no interesse positivo. No direito norte-americano, igualmente, é afastada a pretensão indenizatória no mercado de valores mobiliários com base no chamado “*benefit-of-bargain*”, que nada mais seria que calcular a indenização com base na diferença entre o que o valor mobiliário vale e o que deveria valer, caso as informações fossem corretas³⁹⁹.

De modo distinto, entendemos que não há necessidade de “rotular” o termo hipotético da responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários como interesse negativo, como foi feito por Paulo Mota Pinto. De saída, o entendimento não se sustenta, porque o par conceitual é concepção doutrinária e não legal, e não é essencial para a quantificação danos em todos os casos. Além disso, o interesse negativo pode ser relacionado à responsabilidade pré-contratual: por isso, a utilização do conceito, neste estudo, poderia levar à ambiguidade. Por fim, tanto para identificação, como para quantificação dos danos, basta adotar a teoria da diferença contemporânea, a fim de comparar a situação real com a situação hipotética do lesado, caso não tivesse ocorrido a falha informacional.

Cabe, então, definir quais são os interesses protegidos pelo regime informacional obrigatório no mercado de valores mobiliários, cuja lesão poderá ensejar diferentes danos indenizáveis.

2.1.2. Interesses tutelados pela regulação da informação no mercado de valores mobiliários

A nosso ver, há dualidade de funções na atual regulação da informação no mercado de valores mobiliários. O regime informacional obrigatório visa a atender ao interesse coletivo, no regular funcionamento e no desempenho de instituições e de processos do mercado. Simultaneamente, esse mesmo regime regulatório visa a tutelar dois interesses individuais dos investidores: formação da vontade e formação dos preços dos valores mobiliários⁴⁰⁰.

³⁹⁹ Madigan, Inc. v. Goodman, [1974] 498 F.2d 233 (7th Cir.).

⁴⁰⁰ Assim também no direito alemão, cf. HELLGARDT, Alexander. Kapitalmarktdeliktsrecht. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, pp. 166-177.

Não basta, portanto, apenas assegurar ao investidor que ele poderá decidir se quer comprar ou vender valores mobiliários, sem nenhum engano oriundo das informações divulgadas. É preciso, ainda, que cada investidor saiba que todos receberam informações relevantes que também sejam completas e corretas, para que o processo de precificação dos valores mobiliários não sofra influências manipulativas de nenhuma ordem. Sem a confiança de que os recursos alocados em investimentos no mercado de valores mobiliários sujeitarão os investidores apenas ao risco do sucesso ou insucesso da companhia aberta, e não ao risco de terem sido enganados por informações falsas que manipulam ou distorcem o preço negociado no mercado, os investidores não iriam ariscar seu patrimônio, ou, ao menos, não pelo mesmo preço⁴⁰¹.

O objetivo da regulação da informação – no que toca à precificação dos valores mobiliários – não é assegurar a avaliação dos valores mobiliários com base nos fundamentos econômicos da companhia. Como visto no primeiro capítulo, a avaliação de valores mobiliários está longe de ser uma ciência exata; portanto, a regulação visa apenas a assegurar formação dos preços que seja imune a interferências ilícitas. No direito norte-americano, cuja regulação influenciou o atual regime informacional obrigatório brasileiro, a chamada formação “íntegra” do preço dos valores mobiliários é considerada como tutela aos investidores. No caso *Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans*⁴⁰², a suprema corte norte-americana reconheceu que seria razoável presumir que a maioria dos investidores – sabendo que possui pouca esperança em superar o mercado no longo prazo, com base apenas na própria análise das informações públicas disponíveis – iria confiar no preço dos valores mobiliários no mercado como uma avaliação imparcial e íntegra do valor dos valores mobiliários, à luz de todas as informações públicas. Posteriormente, no caso *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund*, foi rejeitado o argumento da companhia de que os investidores não confiavam na integridade do preço, pois o chamado “investidor de valor” (“*value investor*”) acredita que os valores mobiliários estão sobreavaliados ou subavaliados. Ainda para a suprema corte norte-americana, “*o investidor de valor também presumidamente tenta estimar o*

⁴⁰¹ ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. “Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto”. (in) ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 230; PITTA, André Grünspur. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 100 e ss.

⁴⁰² *Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 133 S. Ct. 1184 (2013).

quanto subavaliado ou sobreavaliado determinada ação está, e tal estimativa pode ser distorcida por um preço de mercado manchado por fraude”⁴⁰³.

De modo diverso, ainda que os dois interesses dos investidores tutelados pelo regime informacional obrigatório sejam complementares, a falha informacional pode afetar de forma diferente cada um desses interesses.

Se a falha informacional influenciou determinado investidor a tomar sua decisão de investimento ou desinvestimento, o dano sofrido pelo investidor pode decorrer do defeito na formação da vontade. Assim, por hipótese, o investidor pode ter analisado e confiado em determinada informação falsa divulgada pela companhia aberta, a qual o levou a investir em determinado valor mobiliário. No entanto, se soubesse da informação verdadeira, o investidor não teria tomado aquela decisão de subscrição, de compra ou de venda de valores mobiliários. De maneira oposta, a falha informacional pode ter apenas distorcido o preço da cotação dos valores mobiliários, levando o investidor a subscrever, a comprar ou a vender valores mobiliários por preço diverso do que estaria sendo negociado no dia, se a informação tivesse sido divulgada corretamente⁴⁰⁴. Nessa última hipótese, é irrelevante se o investidor analisou a informação e foi por ela diretamente enganado. Se a informação distorceu o preço dos valores mobiliários por ter enganado a coletividade de investidores, é irrelevante se determinado investidor foi também enganado para aferição do dano informacional.

A tutela do processo de formação íntegra dos preços no mercado de valores mobiliários, portanto, atende não apenas a um interesse individual do investidor, mas também ao interesse coletivo no regular funcionamento e no desempenho de instituições e de processos do mercado de valores mobiliários⁴⁰⁵. Como a coletividade de investidores é enganada pela falha informacional⁴⁰⁶, prevenir as falhas informacionais é meio para garantir o funcionamento do mercado e a confiança no desempenho das instituições e processos do mercado de valores mobiliários.

⁴⁰³ Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc, 134 S. Ct. 2398 (2014) (traduções da candidata).

⁴⁰⁴ No mesmo sentido no direito francês, cf. PROROK, Johan. La responsabilité civile sur les marchés financiers. Paris: LGDJ, 2019, p. 41; SPITZ, Nicolas. La réparation des préjudices boursiers. Paris: Revue Banque Edition, 2010, pp. 210-242.

⁴⁰⁵ HELLGARDT, Alexander. Kapitalmarktdeliktsrecht. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, pp. 166-177.

⁴⁰⁶ No mercado secundário, muito embora todos os investidores sejam enganados pela falha informacional, parte deles será beneficiada pela falha informacional, já que comprarão por preço mais baixo, ou, venderão por preço mais alto, do que deveria estar se a informação relevante estivesse disponível.

Essa dualidade de funções é reconhecida tanto nas discussões preparatórias para a emissão pela CVM das normas que compõem o regime informacional obrigatório, como nas próprias normas vigentes e em decisões proferidas pelo Colegiado da CVM.

No que toca à política de divulgação de informações, a CVM, logo após, sua constituição em 1978, estabeleceu como objetivo “*assegurar ao público (...) informações necessárias para a tomada de decisão de investir em valores mobiliários (...)*”. Ao esclarecer, ainda, o primeiro pressuposto de suas políticas de divulgação de informações, a CVM deixou claro que a alocação eficiente de recursos seria favorecida por uma política de divulgação completa e obrigatória de informações, pois “*(...) num mercado eficiente, os preços tendem a refletir com rapidez a sua interpretação, de sorte que retornos extraordinários apenas são possíveis às custas de um esforço analítico, capaz de produzir uma interpretação mais precisa dos dados divulgados*”⁴⁰⁷. Denota-se, com isso, que a regulação da informação estabelecida pela CVM também visava a tutelar o processo de formação dos preços no mercado de valores mobiliários. Posteriormente, no âmbito da discussão que culminou com a edição da Instrução CVM n. 480/09, constou, no edital de audiência pública, a premissa de que o aprimoramento da disseminação das informações permitiria melhor precificação dos valores mobiliários: “*É dispensável discorrer neste edital sobre a premissa de que (...) a qualidade dessas informações se reflete em uma melhor avaliação dos valores mobiliários e, por consequência, em melhor precificação*”⁴⁰⁸.

Os objetivos da regulação de tutela da decisão informada e da formação dos preços dos valores mobiliários estão expressos nas normas vigentes do regime informacional obrigatório e vêm reiteradamente sendo reconhecidos pelo Colegiado da CVM⁴⁰⁹. Assim, no art. 38, ICVM 400/03, estabelece-se que o prospecto contém informações para que “*(...) os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento*”. O Caso Panamericano II é exemplo da

⁴⁰⁷ CVM, Política de Divulgação de Informações, Rio de Janeiro, 1979, p. 3 (grifos nossos).

⁴⁰⁸ CVM, Edital de Audiência Pública SDM n. 07/08, p. 9 (grifo nosso).

⁴⁰⁹ PAS CVM n. RJ2016/6086, Diretor-Relator Pablo Renteria, julgado em 30/01/18 (Caso GAEC); PAS CVM n. 01/2011, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 27/02/18 (Caso Panamericano II); PAS CVM n. RJ2015/10276, Diretor-Relator Pablo Renteria, julgado em 11/07/17 (Caso Petrobras II); PAS CVM n. RJ2006/3139, Diretor-Relator Marcelo Trindade, julgado em 25/07/06 (Caso Universo); PAS CVM n. RJ2014/12838, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 25/06/19 (Caso OGX I); PAS CVM n. RJ2015/1421, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 25/06/19 (Caso OSX); PAS CVM n. RJ2006/4776, Diretor-Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17/01/07 (Caso CAEMI); PAS CVM n. 02/03, Diretora-Relatora Maria Helena de Santana, julgado em 24/01/07 (Caso Bompreço); PAS CVM n. RJ2006/5928, Diretor-Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17/04/07 (Caso Alpargatas).

aplicação do preceito pelo Colegiado da CVM. Nesse caso, a companhia foi condenada porque as deficiências informacionais no prospecto devidas às irregularidades contábeis quebraram a confiança do investidor na correta precificação dos valores mobiliários de emissão da companhia⁴¹⁰.

Além disso, a oferta deve ser imediatamente suspensa caso se verifique, após o registro da oferta, que o lançamento, a promoção, ou o anúncio dos valores seja feito em condições diversas das constantes do registro, ou com informações falsas, dolosas, ou substancialmente imprecisas, que sejam relevantes para a decisão de investimento⁴¹¹. Ao regular, ainda, o procedimento de reservas para subscrição ou aquisição de valores mobiliários na oferta de distribuição, prevê-se que poderá ocorrer a desistência da reserva pelo investidor, se houver informação divergente nos prospectos preliminar e definitivo “(...) *que altere substancialmente o risco assumido pelo investidor ou a sua decisão de investimento*”⁴¹².

A Resolução CVM 80/22, que trata do registro de emissor de valores mobiliários, revela, da mesma maneira, a finalidade de tutela tanto do processo de formação dos preços, como da tomada de decisão informada dos investidores. Ao estabelecer os parâmetros de conteúdo e de forma para a divulgação periódica e eventual de informações pela companhia, a Resolução CVM 80/22 prevê que as informações devem ser verdadeiras, completas, consistentes e que não devem induzir o investidor a erro. As informações devem necessariamente ser úteis à avaliação dos valores mobiliários. Além disso, é infração grave divulgação ao mercado ou entrega à CVM de informações falsas, incompletas, imprecisas, ou que induzam o investidor a erro⁴¹³. A mesma finalidade regulatória é evidente na definição do conceito de “fato relevante” como aquele que possa influir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários, ou na decisão dos investidores de comprar, de vender ou de manter os valores mobiliários, ou, ainda, na decisão de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários⁴¹⁴.

O dever de informar da companhia aberta não visa à tutela específica dos acionistas, mas de grupo indeterminado de atuais e potenciais investidores de quaisquer valores mobiliários de

⁴¹⁰ PAS CVM n. 01/2011, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 27/02/18 (Caso Panamericano II).

⁴¹¹ Art. 20, II, Lei n. 6.385/76; art. 41, ICVM 400/03.

⁴¹² Art. 45, §5º, ICVM 400/03.

⁴¹³ Arts. 15, 18 e 65, I, Resolução CVM 80/22.

⁴¹⁴ Art. 2º, Resolução CVM 44/21.

emissão da companhia⁴¹⁵. Como observou Tullio Ascarelli, há normas ditadas eminentemente no interesse de terceiros, e não propriamente da sociedade, a exemplo daquelas que visam à “*veracidade de balanços, contas, relatórios, prospectos*”⁴¹⁶. Assim, a igualdade de condições de todos os investidores à informação é meio de assegurar a integridade dos mecanismos de formação do preço dos valores mobiliários⁴¹⁷.

Com efeito, a disfunção dos mecanismos de funcionamento do mercado de capitais pela falha informacional leva ao engano de todos os investidores, podendo gerar, como consequência, a distorção do preço negociado dos valores mobiliários. A tutela indenizatória é individual e dirige-se apenas àqueles investidores que tiveram seu patrimônio reduzido pela subscrição, pela compra ou pela venda de valores mobiliários por preço distorcido pela falha informacional⁴¹⁸. No entanto, o cumprimento forçado da norma tutela toda a coletividade de atuais e potenciais investidores⁴¹⁹, pois fortalece o funcionamento e o desempenho de instituições e de processos do mercado, bem como a confiança dos investidores nesse sistema.

Em síntese, a tutela da decisão individual de investimento de cada investidor é instrumento para alcançar o objetivo de tutelar o processo de formação dos preços no mercado de valores mobiliários e, conseqüentemente, o interesse coletivo ao regular funcionamento do mercado⁴²⁰. Da mesma forma, a tutela do mecanismo de formação de preços é instrumental à tutela da tomada de decisão dos investidores, pois, se o processo de formação do preço é maculado por ilícitos, a

⁴¹⁵ COMPARATO, Fábio Konder. “Competência privativa do Conselho de Administração para designação de diretores em companhia aberta – ineficácia de cláusula do contrato social da holding, ou de eventual acordo de acionistas, para regular a matéria”. (in) *Novos ensaios e pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 95. No mesmo sentido, vide LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S/A: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 92; BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. *A responsabilidade das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações*. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2021, p. 49-54.

⁴¹⁶ ASCARELLI, Tullio. “Responsabilidade dos diretores para com os terceiros”. (in) *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 2. Ed. São Paulo: Saraiva, 1969, pp. 481-482.

⁴¹⁷ COMPARATO, Fábio Konder. “A regra de sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações”. (in) *Direito Empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 336.

⁴¹⁸ HELLGARDT, Alexander. *Kapitalmarktdeliktsrecht*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, pp. 174-176.

⁴¹⁹ No mesmo sentido no direito norte-americano, alemão e francês, cf. GOLDBERG, John C. P.; ZIPURSKY, Benjamin C., “The fraud-on-the-Market Tort”, *Vanderbilt Law Review* Vol. 66, 2013, pp. 1757-1758; FISCH, Jill E., “The Trouble with Basic: Price Distortion after Halliburton”, *Washington University Law Review*, vol. 90, 2013, p. 903; HOPT, Klaus. *Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken*. München: C.H. Beck’sche Verlagsbuchhandlung, 1975, p. 336; SPITZ, Nicolas. *La réparation des préjudices boursiers*. Paris: Revue Banque Edition, 2010, pp. 56-57; COURET, Alain et al. *Droit Financier*. 3. Ed. Paris: Dalloz, 2019, pp. 1309-1310.

⁴²⁰ HOPT, Klaus; VOIGT, Hans-Christoph. “Grundsatz- und Reformprobleme”. (in) HOPT, Klaus; VOIGT, Hans-Christoph (org.). *Prospekt- und Kapitalinformationshaftung*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2005, p. 90.

decisão do investidor também será afetada, considerando ter sido tomada a partir de preço distorcido e sem todas as informações devidas.

A seguir, analisaremos quais espécies de danos podem potencialmente ser causados a investidores pela violação dos seus interesses individuais à tomada de decisão de investimento informada e proteção de seu patrimônio pela formação íntegra dos preços no mercado de valores mobiliários.

2.2. Danos causados pela falha informacional: espécies e atributos

2.2.1. Espécies

Até aqui, concluímos que, no mercado de valores mobiliários, a responsabilidade civil pela falha informacional visa a reparar os danos decorrentes da lesão de dois interesses individuais dos investidores tutelados pelo regime informacional obrigatório: tomada de decisão informada e proteção do patrimônio investido, por meio da higidez do processo de formação dos preços. Nesse sentido, entre a data em que a falha informacional ocorreu e aquela em que foi superada, tanto o investidor pode ter tomado decisão de investimento que não tomaria, se a informação tivesse sido corretamente divulgada, quanto o preço dos negócios jurídicos realizados no período pode ter sido distorcido pela falha informacional.

Dito isso, basicamente há cinco situações em que se poderia cogitar o surgimento de danos quando, durante o período entre a falha informacional e sua descoberta, o investidor: (i) subscreve em oferta pública de emissão; (ii) compra no mercado secundário; (iii) vende no mercado secundário; (iv) conserva (não vende); (v) não compra ou não subscreve valores mobiliários – em todos os cinco casos, reafirme-se, por preço distorcido. Pretendemos demonstrar, neste capítulo, que apenas não há dano nas hipóteses “iv” e “v”, quando o investidor não subscreve, compra ou vende valores mobiliários no período entre a falha informacional e sua descoberta⁴²¹.

⁴²¹ Em sentido contrário, vide BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. A responsabilidade das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2021, pp. 181-187 (para quem há dano indenizável aos investidores que não subscrevem, nem compram, nem vendem durante o período relevante).

Já que é instrumental ao consentimento informado⁴²², o dever de informar visa a tutelar tanto a decisão de celebrar o negócio jurídico em si, quanto a própria determinação do respectivo preço⁴²³. Pode-se ilustrar essa afirmação com a diferenciação entre o dolo principal e o dolo accidental, pois a tutela anulatória e a indenizatória visam a proteger o interesse da parte na formação hígida da vontade. O engano que uma das partes gerou à outra, em um caso, afeta o consentimento em contratar, ao passo que, no outro caso, afeta apenas o consentimento quanto a determinados termos do negócio jurídico.

Na oferta de emissão de valores mobiliários, o preço é fixado pela companhia e é baseado nas informações divulgadas e na avaliação de especialistas sobre as condições para colocação da oferta. No mercado secundário de valores mobiliários, o investidor determina o preço da sua ordem de compra ou de venda de acordo com a cotação dos valores mobiliários do momento, que é determinada a cada milissegundo e que é, ainda, impulsionada pela multiplicidade de ordens de compra e de venda de inúmeros investidores entre si desconhecidos. Ainda que, sob uma perspectiva macro, se possa afirmar que a vontade de cada investidor, ao realizar sua ordem de compra ou de venda por determinado preço, faça parte desse processo coletivo de formação dos preços, a verdade é que apenas ordens com um volume considerável são capazes de alterar o preço de negociação⁴²⁴.

Consequentemente, em alguns casos, é preciso tutelar o investidor que tomou decisão que não tomaria por ter confiado na falha informacional e por ter sido enganado pela mesma falha. Em outros casos, é irrelevante se o investidor confiou, ou não, na informação falsa para subscrever, para comprar ou para vender valores mobiliários e se, por isso, foi enganado. Nesses últimos casos, o investidor não é prejudicado por ter decidido subscrever, comprar ou vender, mas por tê-lo feito por preço ilicitamente distorcido. Isso porque – caso, por meio do mecanismo de formação dos preços, a falha informacional tenha influenciado “*a minoria dos investidores informados que controlam o volume crítico das atividades de compra e venda*”⁴²⁵, a ponto de alterar a cotação dos

⁴²² PAREDES, Troy. “Blinded by the light: information overload and its consequences for securities regulation”, Washington University Law Quarterly vol. 81, (2003), p. 431.

⁴²³ MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação. 2. Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 580.

⁴²⁴ GILSON, Ronald J., KRAAKMAN, Reinier H. “The Mechanisms of Market Efficiency”, Virginia Law Review, vol. 70, 1984, p. 569.

⁴²⁵ GILSON, Ronald J., KRAAKMAN, Reinier H. “The Mechanisms of Market Efficiency”, Virginia Law Review, vol. 70, 1984, p. 569.

valores mobiliários – parte dos investidores ignorantes da falha informacional serão lesados igualmente, por adquirirem, ou por venderem, valores mobiliários por preço distorcido. O preço é qualificado como “distorcido” justamente por refletir o engano da coletividade de investidores pela falha informacional. Aqui se encontra o amálgama entre o interesse individual e coletivo à higidez dos processos de mercado.

Diante do todo exposto, propõe-se aqui uma distinção classificativa binária dos danos em consideração ao interesse tutelado em cada caso. Na primeira classificação, estão agrupadas as hipóteses em que a indenização visa a reestabelecer ao investidor a situação em que estaria, se a falha informacional não tivesse afetado sua *decisão individual de investimento*. Na segunda classificação, de outro modo, foram incluídas apenas as hipóteses em que a indenização visa a restabelecer a situação patrimonial do investidor, se a falha informacional não tivesse ocasionado a *distorção do preço do negócio jurídico*.

Neste estudo, analisaremos, a seguir, tanto os danos decorrentes da interferência na decisão do investidor, quanto os danos decorrentes da distorção do preço dos valores mobiliários, pela falha informacional. No entanto, serão denominados “danos informacionais” apenas os danos da segunda classificação.

2.2.1.1. Dano pela interferência na decisão do investidor

A premissa fundamental para compreensão e para delimitação dos danos causados pela influência da falha informacional na decisão do investidor é precisamente a demonstração de que, se (e apenas se) o investidor tivesse recebido a informação correta, completa e tempestiva devida, ele teria evitado a perda patrimonial sofrida⁴²⁶⁻⁴²⁷.

⁴²⁶ FABRE-MAGNAN, Muriel. De l'obligation d'information dans les contrats. Paris: LGDJ, 1992, n. 598, p. 475.

⁴²⁷ Muito embora as hipóteses em um e outro caso sejam diversas, como se verá, em ambos os casos o ilícito afeta o processo decisório do investidor. Nesse sentido, em comum em ambos os casos, há a dificuldade de saber qual teria sido a decisão tomada pelo investidor, se soubesse da informação correta e completa no tempo devido. A aproximação, sob essa perspectiva, da perda de uma chance por descumprimento de dever de informar e da anulação de negócio jurídico é observada também por VITALE, Laura. La perte de chances en Droit Privé. Paris: LGDJ, 2020, p. 224.

A seguir analisaremos, dois tipos diferentes de potenciais danos. O primeiro seria aquele (residual) decorrente da realização de contrato inválido por dolo⁴²⁸. Ocorre essa espécie de dano quando a subscrição de valores mobiliários em oferta pública de emissão de valores mobiliários é inválida e quando o subscritor sofre danos por causa da subscrição inválida. O segundo tipo, por sua vez, seria aquele decorrente da perda de uma chance, pela interferência da falha informacional no processo decisório do investidor, interrompendo o curso causal aleatório em que se encontrava o investidor.

Pretendemos demonstrar que somente há dano na primeira hipótese, inexistindo dano certo por perda de uma chance por falha informacional da companhia aberta no mercado de valores mobiliários.

2.2.1.1.1. Danos residuais decorrentes do dolo principal

A falha informacional pode levar o investidor a subscrever, a comprar ou a vender valores mobiliários que não subscreveria, não compraria ou não venderia, se as informações corretas e completas tivessem sido divulgadas. No âmbito das ofertas públicas, considerando o esforço de colocação realizado pelas instituições intermediárias, a situação em que o investidor analisa e confia na informação divulgada – mas é por esta enganado – é mais provável do que outra situação, quando a falha informacional ocorre na divulgação de informações periódicas ou eventuais. Isso porque a falha informacional, no mercado secundário, é sempre mediada pelo processo de formação do preço de mercado⁴²⁹. Ainda assim, situações como a que o investidor é enganado por informações prestadas no âmbito de ofertas públicas não são corriqueiras.

A tutela da formação da vontade pode ocorrer de distintas maneiras. No direito norte-americano e no direito alemão há espécie de tutela à formação da vontade de natureza indenizatória, mas com efeitos próximos àqueles da anulação de negócio jurídico no direito brasileiro. Pretendemos demonstrar, a seguir, que, de acordo com o direito brasileiro, a indenização não pode

⁴²⁸ BENETTI, Giovana. Dolo no Direito Civil – Uma análise da Omissão de Informações. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 379.

⁴²⁹ ANGELICI, Carlo. “Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità”, Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni, Anno CVIII (2010), Parte I, p. 24, nota de rodapé n. 47.

ter caráter “rescisório”, como ocorre nos direitos norte-americano e alemão. Há, porém, no direito brasileiro tutela à formação de vontade semelhante: anulação do negócio jurídico por dolo essencial.

Com efeito, quando o investidor adquire valores mobiliários que não adquiriria, se não fosse o engano provocado pela falha informacional, tanto no direito norte-americano, como no direito alemão, assegura-se ao investidor o direito de *desfazer a aquisição*. Esse tipo de tutela restringe-se, porém, aos casos de falha informacional no mercado primário.

De acordo com a Section 12(a)(2), pode ser responsabilizada civilmente qualquer pessoa que ofereça ou venda diretamente⁴³⁰ ao investidor lesado valores mobiliários, registrados ou não, mediante falha informacional relevante (*material misstatement*), abarcando, nessa noção, vendedores⁴³¹, corretores, distribuidores e *underwriters*⁴³². A norma aplica-se para toda e qualquer oferta ou venda de valores mobiliários em descumprimento das regras aplicáveis ao registro e ao prospecto previstas na Section 5 do Securities Act de 1933. A responsabilidade civil, nessas normas, está voltada para a função dissuasória, imputando-se responsabilidade dita “quase absoluta” aos responsáveis⁴³³, pois não é preciso que o lesado comprove (i) a culpa do responsável, (b) a própria confiança nas informações prestadas, e, tampouco, (iii) a causalidade entre a falha informacional e o alegado dano. Basta ao autor comprovar que o responsável se utilizou de meios de comunicação para divulgar informações falsas e que o investidor foi lesado por ter adquirido os valores mobiliários. O responsável somente pode utilizar a defesa de que não sabia e não tinha como saber da falha informacional, ou de que não há nexo de causalidade entre o dano e a falha informacional⁴³⁴.

⁴³⁰ É responsabilizado somente aquele que vendeu diretamente os valores mobiliários mediante falha informacional, cf. ABRAMS, Douglas E. “The Scope of Liability Under Section 12 of the Securities Act of 1933: “Participation” and the Pertinent Legislative Materials”, Fordham Urban Law Journal, vol. XV, 1987, pp. 938-939.

⁴³¹ O conceito de “vendedor” é bastante amplo, abrangendo não apenas a contraparte do negócio jurídico, mas também seu controlador ou representantes, nos termos da Section 15 do Securities Act, cf. LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. Fundamentals of Securities Regulation. Vol. 2. 7. Ed. New York: Wolters Kluwer, 2018, p. 1757.

⁴³² EPSTEIN, Catherine Masters. ““Reasonable Care” in Section 12(2) of the Securities Act of 1933”, The University of Chicago Law Review, vol. 48, 1981, p. 377.

⁴³³ As únicas defesas possíveis ao vendedor seriam a prescrição e a inaplicabilidade da Section 5 do Securities Act de 1933 ao caso, no caso de responsabilidade pela Section 12(a)(1), cf. LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. Fundamentals of Securities Regulation. Vol. 2. 7. Ed. New York: Wolters Kluwer, 2018, p. 1749.

⁴³⁴ BAINBRIDGE, Stephen M., “Securities Act Section 12(2) After the Gustafson Debacle”, The Business Lawyer, August 1995, Vol. 50, n. 4 (August 1995), p. 1234.

Nesses casos, o investidor pode demandar ou *rescisão do negócio jurídico* ou a chamada “*indenização rescisória*”⁴³⁵ – sem anulação do negócio jurídico. A indenização rescisória sem anulação do negócio jurídico seria cabível quando o investidor não possui mais os valores mobiliários⁴³⁶. Nesse caso, a indenização será equivalente à diferença entre o preço da compra e (a) o preço dos valores mobiliários no momento que a ação judicial é ajuizada, se a venda dos valores mobiliários ocorreu depois do ajuizamento da ação, ou (b) o preço da venda, se essa ocorreu antes do ajuizamento da ação⁴³⁷, mais juros e menos eventuais dividendos recebidos. Trata-se, portanto, de tutela indenizatória que visa restituir a parte lesada não à posição que estaria sem a falha informacional, mas, sim, à posição que estaria se não tivesse realizado a compra dos valores mobiliários. A indenização deve ser o equivalente material da rescisão do negócio jurídico⁴³⁸.

A Section 12 do Securities Act de 1933 foi influenciada pelo regime da *misrepresentation do common law*⁴³⁹. Diferentemente dos sistemas jurídicos romano-germânicos que foram influenciados pela teoria da vontade, no *common law*, não houve, até o século XIX, previsão de regras gerais de anulação de negócios jurídicos. Mesmo após a constituição do regime de anulabilidade, a tutela à parte enganada na celebração de negócios jurídicos foi centrada na *misrepresentation*, restringindo-se a hipóteses excepcionais a anulabilidade por *mistake*⁴⁴⁰. Se a primeira consiste no erro do contratante causado por falha informacional do outro, dependendo, naturalmente, portanto, da prova de que a parte enganada confiou na informação falsa, a segunda limita-se aos casos em que o erro não foi causado pela contraparte. O principal distintivo do regime da *misrepresentation* é que a tutela jurídica à parte enganada pode ser tanto a indenizatória quanto a rescisória *ab initio*. A finalidade é colocar as partes na posição em que estariam se não houvesse

⁴³⁵ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R., "Optimal Damages in Securities Cases," *University of Chicago Law Review*, vol. 52, 1985, p. 636; COFFEE JUNIOR, John C.; SALE, Hillary A.; HENDERSON, M. Todd. *Securities regulation – Cases and materials*. 13. Ed. St. Paul: Thomson Reuters, 2015, p. 1015.

⁴³⁶ COFFEE JUNIOR, John C.; SALE, Hillary A.; HENDERSON, M. Todd. *Securities regulation – Cases and materials*. 13. Ed. St. Paul: Thomson Reuters, 2015, p. 1015.

⁴³⁷ MAYNARD, Therese H., "Liability Under Section 12(2) of the Securities Act of 1933 for Fraudulent Trading in Postdistribution Markets", *William and Mary Law Review*, Vol. 32, Issue 4, 1991, p. 886.

⁴³⁸ LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. *Fundamentals of Securities Regulation*. Vol. 2. 7. Ed. New York: Wolters Kluwer, 2018, p. 1781.

⁴³⁹ LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. *Fundamentals of Securities Regulation*. Vol. 2. 7. Ed. New York: Wolters Kluwer, 2018, pp. 1747 e ss.; SOMMER JR., A. A., "Rule 10b-5: Notes for Legislation", *Western Reserve Law Review*, vol. 17, 1966, p. 1031, 1038.

⁴⁴⁰ ZWEIGERT, Konrad; KÖTZ, Hein. *An introduction to Comparative Law*. 3. Ed. Trad. Tony Weir. Oxford: Oxford University Press, 1998, p. 420.

contrato⁴⁴¹. Além disso, a *misrepresentation* pode ser dolosa (“*fraudulent misrepresentation*”⁴⁴² ou “*tort of deceit*”) ou culposa (“*negligent misrepresentation*” ou “*tort of negligence*”). Assim, também nos casos em que não houve intenção de enganar do declarante da informação falsa, a parte enganada pode rescindir o negócio jurídico⁴⁴³. Note-se, porém, que a rescisão ou a indenização rescisória não são tutelas asseguradas pela Rule 10b-5, que lida com qualquer falha informacional dolosa, não apenas nos documentos indicados na Section 12 do Securities Act de 1933⁴⁴⁴.

Na Alemanha, considerando a escolha por um regime geral de responsabilidade civil bastante estrito⁴⁴⁵, a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários é regulada por dois fundamentos jurídicos distintos (“*Zweigleisigkeit*”⁴⁴⁶): um, regido por leis especiais; e outro, pelo regime geral de responsabilidade civil.

⁴⁴¹ CARTWRIGHT, John. *Misrepresentation, Mistake and Non-Disclosure*. 4. Ed. London: Sweet & Maxwell, 2017, p. 12, Rn. 2-05.

⁴⁴² Diferentemente do conceito de “fraude” no Direito brasileiro, o conceito de “fraud” no *common law*, em especial em se tratando de “*fraudulent misrepresentation*”, foi definido como a prestação de informação que a parte sabia ser falsa ou que não acreditava ser verdadeira ou que foi prestada de forma descuidada, conforme definido no precedente *Derry v. Peek*, 14 App.Cas. 337 (House of Lords, 1889).

⁴⁴³ ZWEIGERT, Konrad; KÖTZ, Hein. *An introduction to Comparative Law*. 3. Ed. Trad. Tony Weir. Oxford: Oxford University Press, 1998, p. 420; CARTWRIGHT, John. *Misrepresentation, Mistake and Non-Disclosure*. 4. Ed. London: Sweet & Maxwell, 2017, pp. 73-75, Rn. 4-02, 04-04.

⁴⁴⁴ LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. *Fundamentals of Securities Regulation*. Vol. 2. 7. Ed. New York: Wolters Kluwer, 2018, p. 1873.

⁴⁴⁵ Na Alemanha, a responsabilidade civil é prevista apenas para a tutela de (i) determinados interesses expressamente previstos em lei (basicamente vida, corpo, saúde, liberdade e propriedade, cf. §823, (1), BGB), (ii) interesses que são protegidos por lei especial (norma de proteção, cf. §823, (2), BGB), ou, ainda, (iii) de danos causados por ato doloso em violação aos bons costumes (§826, BGB). Assim, inexistindo dolo, a responsabilidade por falha informacional no mercado de capitais, com base no regime geral, dependeria da demonstração de que o regime informacional obrigatório foi previsto especificamente para tutelar interesse individual dos investidores, já que inexistente nesse caso violação dos interesses pré-determinados no §823, (1), BGB. Embora seja defendida por alguns, o regime da responsabilidade civil por violação de norma legal protetiva de interesse individual de terceiro (§823, (2), BGB) possui papel secundário no sistema jurídico de responsabilidade civil por falha informacional no mercado de capitais alemão. Nesse sentido, as principais condenações decorreram de ilícitos dolosos com base no regime geral decorreram da aplicação do §826, BGB. Nesse sentido, vide ASSMANN, Heinz-Dieter; KUMPAN, Christoph. „§5. Prospekthaftung“, (in)ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHÜTZE, Rolf A.; BUCK-HEEB, Petra (org.). *Handbuch des Kapitalanlagerechts*. 5. Ed. München: C.H. Beck, 2020, pp. 265-267; FLEISCHER, Holger. “§6. Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktkommunikation”. (in) ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHÜTZE, Rolf A.; BUCK-HEEB, Petra (org.). *Handbuch des Kapitalanlagerechts*. 5. Ed. München: C.H. Beck, 2020, pp. 406-411, 421-425.

⁴⁴⁶ ASSMANN, Heinz-Dieter; KUMPAN, Christoph. „§5. Prospekthaftung“, (in)ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHÜTZE, Rolf A.; BUCK-HEEB, Petra (org.). *Handbuch des Kapitalanlagerechts*. 5. Ed. München: C.H. Beck, 2020, pp. 264-274, Rn 1-28.

Há, portanto, leis especiais que regulam a responsabilidade civil por falha informacional (i) em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários⁴⁴⁷ e (ii) na divulgação de informações privilegiadas⁴⁴⁸.

Os §§9 e seguintes da WpPG previram que, quando houver falha informacional no prospecto ou no boletim de subscrição, o investidor poderá pleitear a restituição do preço pago, mediante devolução dos valores mobiliários. A pretensão indenizatória somente existe, caso o investidor tiver subscrito, ou comprado, valores mobiliários no mercado secundário, após a publicação do prospecto e em até seis meses a contar da data do início da distribuição dos valores mobiliários. É presumido que a aquisição dos valores mobiliários foi causada pela falha informacional no prospecto⁴⁴⁹, cabendo à companhia a prova de que o investidor não adquiriu os valores mobiliários influenciado pela informação, conforme os §§12 (2) (1) e 13 (2) (1) da WpPG. Essa presunção legal está baseada na ideia de que o prospecto influencia a avaliação do mercado dos valores mobiliários e por isso cria um estímulo à aquisição (“*Anlagestimmung*”) pelos investidores por determinado período após a sua publicação⁴⁵⁰. Caso o investidor já tenha revendido os valores mobiliários, poderá demandar indenização rescisória sem anulação do negócio jurídico (“*Rückabwicklungsschadensersatz*”)⁴⁵¹. Trata-se da diferença entre o preço de aquisição e o preço de revenda, mais custos eventuais associados à compra e venda. É controvertido se haveria pretensão a lucros cessantes pelos rendimentos razoavelmente esperados em

⁴⁴⁷ §§8 e ss. da WpPG (regulando oferta pública de valores mobiliários, conforme definição de “valores mobiliários” do art. 2, “a”, do Regulamento da União Europeia n. 2017/1129), §§20-22 VermAnlG (regulando oferta pública de investimentos que não são considerados valores mobiliários na acepção da WpPG, nem fundos de investimento na acepção da KAGB); §306 KAGB (regulando ofertas públicas de fundos de investimento (*Investmentvermögen*)).

⁴⁴⁸ §§97, 98 da WpHG.

⁴⁴⁹ A previsão legal da presunção de confiança do investidor na informação falsa decorreu do prévio desenvolvimento na doutrina e jurisprudência do conceito de *Anlagestimmung*, que seria quando se forma um estímulo ou atmosfera de investimento a partir dos esforços de colocação da oferta pública, cf. ASSMANN, Heinz-Dieter. *Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht*. Köln: Carl Heymanns Verlag, 1985, p. 387; HOPT, Klaus; VOIGT, Hans-Christoph, “Grundsatz- und Reformprobleme der Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung”. (in) HOPT, Klaus; VOIGT, Hans-Christoph (org.). *Prospekt- und Kapitalinformationshaftung*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2005, p. 97.

⁴⁵⁰ VERSE, Dirk A. “Germany: Liability for Incorrect Capital Market Information”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, p. 377.

⁴⁵¹ HOPT, Klaus; VOIGT, Hans-Christoph, “Grundsatz- und Reformprobleme der Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung”. (in) HOPT, Klaus; VOIGT, Hans-Christoph (org.). *Prospekt- und Kapitalinformationshaftung*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2005, pp. 86-87.

investimento alternativo, com base no regime especial de responsabilidade civil por falha informacional no prospecto⁴⁵².

Com base no regime geral de responsabilidade civil, em especial nos no §§249 (1)⁴⁵³ e 826⁴⁵⁴ BGB, o investidor poderia escolher entre, de um lado, a rescisão do contrato ou, de outro lado, a indenização rescisória sem anulação do negócio jurídico⁴⁵⁵, desde que o investidor comprove que a informação falsa efetivamente influenciou a própria decisão de investimento⁴⁵⁶, o que não seria exigido na lei especial de responsabilidade civil por falha informacional no prospecto. Isso porque o §249(1), BGB, prevê que o lesado deve ser colocado na posição em que estaria se não tivesse ocorrido o ilícito. Ocorre que somente nos casos de responsabilidade pela confiança (“*Vertrauensschaden*”) a posição em que a parte estaria, caso tivesse recebido as informações corretas, poderia ser tanto a de não celebração do contrato quanto a de celebração do contrato por outros termos⁴⁵⁷. Seriam devidos, ainda, nessa hipótese, lucros cessantes pela perda de rendimentos

⁴⁵² KUMPAN, Christoph. „§9 WpPG“. (in) BAUMBACH, Adolf; HOPT, Klaus. *Handelsgesetzbuch*. 39. Ed. München: C.H. Beck, 2020, p. 2686, Rn. 14

⁴⁵³ “BGB, § 249 Tipo e escopo da compensação. (1) Quem é obrigado a pagar uma indenização deve reestabelecer a situação que teria existido se a circunstância que exigiu a indenização não tivesse ocorrido. (...)” (tradução da candidata).

⁴⁵⁴ “BGB, § 826 Responsabilidade dolosa por violação dos bons costumes. Qualquer pessoa que deliberadamente prejudique outra pessoa de maneira contrária aos bons costumes é obrigada a indenizar a outra pelo dano” (tradução da candidata).

⁴⁵⁵ Após a reforma de modernização do direito das obrigações na Alemanha de 26 de novembro de 2001, previu-se que uma obrigação pode surgir às partes para que levem em consideração na sua conduta os direitos, bens jurídicos e interesses da contraparte (§241(2), BGB⁴⁵⁵). Além disso, esse tipo de obrigação pode surgir no início de negociações contratuais, no início do contrato quando uma das partes concede à outra a possibilidade de afetar seus direitos, bens e interesses, ou, ainda, por outros contatos comerciais similares. No próprio projeto de reforma constou que o §311 (2) (2), BGB, ao consagrar outros interesses dignos de tutela da contraparte pretendia abarcar não apenas interesses patrimoniais, mas também a liberdade de decisão (“*Entscheidungsfreiheit*”). Diante disso, passou-se a entender que a própria higidez da formação da vontade da contraparte poderia ser objeto de tutela indenizatória, diferenciando-se da tutela anulatória em caso de dolo (*arglistige Täuschung*), por exemplo. A esse respeito, vide GEIBEL, Stefan J. *Der Kapitalanlegerschaden*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2002, pp. 90-91. Sobre o assunto, Canaris, que foi quem sugeriu a inserção da expressão “interesses” no §241(2) durante a reforma, concluiu que como a *culpa in contrahendo* pode servir para tutelar o interesse da liberdade de decisão: “(...) a culpa in contrahendo continua adequada como meio de proteção contra contratos indesejados” (tradução da candidata), cf. CANARIS, Claus-Wilhelm. “Die Reform des Rechts der Leistungsstörungen”, *Juristen Zeitung*, vol. 10, 2001, p. 519 e nota de rodapé n. 182.

⁴⁵⁶ ASSMANN, Heinz-Dieter. *Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverpflichtungen nach deutschem und US-amerikanischem Recht*. Köln: Carl Heymanns Verlag, 1985, p. 367.

⁴⁵⁷ GEIBEL, Stefan J. *Der Kapitalanlegerschaden*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2002, pp. 90-91.

razoavelmente esperados com possível investimento alternativo, bem como custos relacionados às operações no mercado de valores mobiliários⁴⁵⁸.

Essa dualidade de tutelas jurisdicionais é reconhecida na jurisprudência alemã. No caso Infomatec⁴⁵⁹, o BGH decidiu, com base nos §§249(1) e 826 BGB, que o investidor teria pretensão ou (i) à indenizatória calculada pela diferença entre o preço pago e o que teria se formado (“*Differenzschaden*”); ou, alternativamente, (ii) à indenização rescisória sem anulação do negócio jurídico (“*Naturalrestitution*”), sendo, nesta segunda hipótese, necessário demonstrar que o investidor não teria adquirido os valores mobiliários, não fosse a falha informacional⁴⁶⁰. Já no caso EM.TV⁴⁶¹, além de ter concedido indenização ao investidor que adquiriu novas ações influenciado pela falha informacional, o BGH reconheceu o direito à indenização também por não ter vendido as ações. O acionista que se absteve de vender as ações recebeu indenização rescisória, com base no preço hipotético que ele teria conseguido com a venda na data pretendida, contra a entrega dos valores mobiliários⁴⁶². Ainda, no caso IKB⁴⁶³, o BGH, de forma pioneira, condenou a companhia por divulgação de informações contínuas enganosas sobre os riscos da companhia com a crise dos *subprime*. Segundo o BGH, o investidor que adquiriu valores mobiliários por preço inflacionado teria direito à indenização pela devolução do preço, mediante a transferência dos valores mobiliários à companhia, com base no regime especial de responsabilidade por falha na divulgação de informações privilegiadas, conforme §37b, (1), WpHG⁴⁶⁴. Para tanto, exigiu-se do investidor a prova de que, se tivesse recebido a informação devida, não teria adquirido os valores mobiliários da companhia, sendo desnecessária a prova quanto à influência da informação devida no preço⁴⁶⁵.

⁴⁵⁸ ASSMANN, Heinz-Dieter; KUMPAN, Christoph. „§5. Prospekthaftung“, (in)ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHÜTZE, Rolf A.; BUCK-HEEB, Petra (org.). Handbuch des Kapitalanlagerechts. 5. Ed. München: C.H. Beck, 2020, p. 300-301, Rn. 108.

⁴⁵⁹ BGH II ZR 217/03, julgado em 19/07/2004 (“Infomatec I”), BGH II ZR 218/03, julgado em 19/07/2004 (“Infomatec II”), BGH II ZR 402/02, julgado em 19/07/2004 (“Infomatec III”).

⁴⁶⁰ BGH II ZR 217/03, julgado em 19/07/2004, p. 15 (“Infomatec I”); BGH II ZR 402/02, julgado em 19/07/2004, p. 15 (“Infomatec III”).

⁴⁶¹ BGH, II ZR 287/02, julgado em 09/05/2005 (“EM.TV”).

⁴⁶² BGH, II ZR 287/02, julgado em 09/05/2005 (“EM.TV”). A decisão está transcrita em “BGH: Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen - EM.TV”, Neue Juristische Wochenschrift, 2005, p. 2453. Posicionando-se favoravelmente ao entendimento do BGH, vide FLEISCHER, Holger. “§6. Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktkommunikation”. (in)ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHÜTZE, Rolf A.; BUCK-HEEB, Petra (org.). Handbuch des Kapitalanlagerechts. 5. Ed. München: C.H. Beck, 2020, p. 414, Rn. 34.

⁴⁶³ BGH, XI ZR 51/10, 13/12/2011 (“IKB”).

⁴⁶⁴ Atualmente a mesma norma consta no §97, WpHG.

⁴⁶⁵ Decisão foi objeto de crítica pela doutrina por diversos motivos, entre eles a aplicação do regime especial para informação privilegiada ao caso e os critérios para avaliação da influência da falha informacional na decisão do

No direito brasileiro, de tradição romana⁴⁶⁶, não há a chamada “indenização rescisória”⁴⁶⁷ – sem anulação do negócio jurídico, como vimos nos modelos norte-americano e alemão⁴⁶⁸.

O descumprimento de dever de informar previamente à celebração de negócio jurídico “face a face” pode ensejar duas consequências jurídicas distintas. Se o descumprimento de dever de informar apresentar todos os demais elementos objetivos e subjetivos do dolo principal⁴⁶⁹, a parte enganada pela informação falsa ou omissão dolosa poderá anular o negócio jurídico e demandar a restituição ao *status quo ante*, nos termos dos arts. 145, 147 e 182 do Código Civil. A tutela indenizatória, em caso de dolo principal, será residual, caso a celebração do negócio jurídico inválido cause danos patrimoniais à parte enganada pelo dolo. Nessa hipótese, a informação enganosa afetou diretamente o consentimento negocial, portanto, ao descobrir-se a verdade, a parte lesada pelo dolo principal não mais tem interesse no negócio jurídico. Se, de modo diverso, o descumprimento do dever de informar não afetar o interesse no negócio jurídico, haverá apenas a pretensão indenizatória, nos termos dos arts. 146, 402, 422 e 944 do Código Civil⁴⁷⁰. Ainda que o

investidor, cf. KLÖHN, Lars. “Die Haftung wegen fehlerhafter Ad-hoc-Publizität gem. §§ 37b, 37c WpHG nach dem IKB-Urteil des BGH”, AG 2012, pp. 345-358.

⁴⁶⁶ ZWEIGERT, Konrad; KÖTZ, Hein. An introduction to Comparative Law. 3. Ed. Trad. Tony Weir. Oxford: Oxford University Press, 1998, pp. 417-419.

⁴⁶⁷ Como observa Ferrarini, ao comparar a anulação por dolo no direito italiano à rescisão por fraude ou por negligência no *common law*, no regime da *misrepresentation* é possível rescindir o contrato pelo descumprimento do dever de informar mesmo que o devedor da informação não tenha agido com dolo, ao passo que no direito italiano, assim como no direito brasileiro, apenas se presentes os requisitos do dolo principal é possível o desfazimento do negócio, cf. FERRARINI, Guido. La responsabilità da prospetto – Informazione societaria e tutela degli investitori. Milano: Giuffrè, 1986, pp. 137-139.

⁴⁶⁸ No mesmo sentido, vide GREZZANA, Giacomo. A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 298-301.

⁴⁶⁹ Considerando que ora se discute os efeitos jurídicos do descumprimento de deveres de informar no mercado de valores mobiliários, entendemos não ser aplicável o regime do erro, pois tem como *fattispecie* a situação na qual uma das partes engana-se sozinha sobre elementos considerados essenciais do negócio jurídico, que poderiam ter sido percebidos pela contraparte. Tratando sobre a exigência do requisito da cognoscibilidade do erro, conforme exigido pelo controverso art. 138, vide MOREIRA ALVES, José Carlos. A parte geral do projeto de código civil brasileiro. São Paulo: Saraiva, 1986, pp. 110-111; MELLO, Marcos Bernardes de. Teoria do fato jurídico: plano da validade. São Paulo: Saraiva educação, 2019, pp. 207 e ss.; MENKE, Fabiano. “Art. 138”. (in) NANNI, Giovanni Ettore. Comentários ao Código Civil: Direito Privado Contemporâneo. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, pp. 228-229; REsp 1492611/MG, Rel. Ministro Moura Ribeiro, Terceira Turma, julgado em 22/08/2017 (no qual foi reconhecido que o Código Civil não teria adotado o requisito da escusabilidade); Agravo de Instrumento n. 2177169-76.2019.8.26.0000, 7ª Câmara de Direito Privado do TJSP, Des. Rel. Rômulo Russo, julgado em 07/05/2020; Apelação Cível n. 1006295-77.2016.8.26.0001, 4ª Câmara de Direito Privado, Des. Rel. Hamid Bdine, julgado em 09/11/2017. Nessa linha também o enunciado 138 da I Jornada de Direito Civil, ao afastar o requisito da escusabilidade: “Na sistemática do art. 138, é irrelevante ser ou não escusável o erro, porque o dispositivo adota o princípio da confiança”.

⁴⁷⁰ No caso da responsabilidade por falha informacional no mercado de valores mobiliários a fonte do dever de informar, como já visto, está no regime informacional obrigatório previsto nas Leis n. 6.385/76, 6.404/76, bem como na ICVM 400/03 e Resoluções CVM 44/21 e 80/22. Consequentemente, entendemos que o fundamento legal da pretensão indenizatória está fundado nos arts. 186, 927, 402 e 944 do Código Civil.

regime indenizatório, nesses casos, indiretamente também proteja a formação da vontade, pois se considera que o investidor não teria contratado naqueles termos se tivesse a informação, a tutela é bastante distinta daquela anulatória. Isso porque art. 146 do Código Civil, que define o dolo accidental, prevê que o contrato seria realizado por outro modo e que, portanto, o dano pode consistir justamente na diferença entre o preço efetivamente pago e aquele que teria sido pago, caso a parte enganada tivesse recebido as informações devidas⁴⁷¹. Nesse caso, a indenização surtiria efeito equivalente à redução do preço, mas a indenização em nada se confunde com o regime de redução de preço por vícios redibitórios⁴⁷². Busca-se, com isso, apenas colocar a parte na situação jurídica em que estaria, caso tivesse recebido as informações completas e corretas.

Entendemos que o mesmo regime de tutela da formação da vontade – descrito acima para os contratos ora referidos como “face a face” – pode ser aplicado aos negócios realizados no mercado de valores mobiliários⁴⁷³. O fato de, em oferta pública de emissão, o dever de informar ser dirigido a público indeterminado, não sendo personalizado ou individualizado, não afasta a natureza de negócio jurídico da subscrição de valores mobiliários, o qual, por sua vez, enseja a aplicação do regime dos defeitos dos negócios jurídicos. O regime civil, contudo, não foi pensado para os negócios realizados no mercado de valores mobiliários: por isso, não são levadas em conta as particularidades de como a oferta é colocada aos investidores. Em especial, o regime do direito civil impõe significativas dificuldades para que prove o efetivo engano do investidor em razão da falha informacional⁴⁷⁴. Não à toa, exemplos não faltam, no direito estrangeiro, de previsão, em lei

⁴⁷¹ A realização do negócio jurídico por outro modo pode consistir também na previsão de outras obrigações para lidar com a informação que não foi prestada. A esse respeito, vide BENETTI, Giovana. Dolo no Direito Civil – Uma análise da Omissão de Informações. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 377-378.

⁴⁷² PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo IV. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954, pp. 345-346; BENETTI, Giovana. Dolo no Direito Civil – Uma análise da Omissão de Informações. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 378.

⁴⁷³ Também sustentando o cabimento de anulação de subscrição de valores mobiliários em oferta pública de emissão, vide BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. “Arts. 19 & 20”. (in) CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 408-410; SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. “Apontamentos sobre a questão da diligência na responsabilização de companhias abertas pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado”, Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, Edição Especial do Seminário Código Civil e o Mercado de Valores Mobiliários, Novembro 2018, p. 113.

⁴⁷⁴ Nesse sentido também vide Laura Vitale: “O exame do impacto que a informação teria tido sobre o credor da obrigação é, em qualquer caso, difícil, seja de natureza pessoal ou coletiva. Se a dificuldade certamente é acentuada quando a informação é coletiva, ela não será por isso mais facilmente elucidada porque a informação é personalizada, como costumam fazer os autores. Portanto, fazer a avaliação do dano sofrido e, portanto, a extensão da pretensão da vítima à indenização depender de uma chamada diferença de grau de dificuldade não é uma boa justiça” (tradução da candidata), cf. VITALE, Laura. La perte de chances en Droit Privé. Paris: LGDJ, 2020, p. 234.

especial, de regime próprio para lidar com falhas informacionais em prospectos de emissão de valores mobiliários, em que são asseguradas ao investidor tanto a tutela indenizatória quanto a tutela de desfazimento da subscrição⁴⁷⁵.

Caso inexistam os requisitos do dolo principal, a parte enganada pelo descumprimento do dever de informar não tem pretensão ao desfazimento do negócio jurídico pela via da anulação; e, portanto, eventual indenização por danos causados pela falha informacional não deverá colocar o investidor na posição em que estaria sem o negócio jurídico. Se não houver pretensão anulatória, a indenização deverá colocar o investidor na posição em que estaria, se o dever de informar tivesse sido cumprido. Assim, da mesma forma que, em regra, não é cabível indenização com base no interesse de cumprimento do contrato, caso contrato não se tenha firmado, ou se tenha firmado contrato inválido⁴⁷⁶, tampouco cabe indenização com base na situação em que o lesado estaria sem o contrato, caso o lesado não tenha pretensão anulatória⁴⁷⁷.

Há de se observar, porém, que a anulação por dolo principal da subscrição de valores mobiliários em oferta pública de emissão de valores mobiliários é excepcional. Diferentemente, a anulação por dolo principal da compra ou da venda de valores mobiliários no mercado secundário não é cabível em nenhuma hipótese de falha informacional. São três os motivos principais que justificam essa negativa.

Em primeiro lugar, como afirmado acima, em nenhuma hipótese, as compras e vendas realizadas no mercado secundário durante o período relevante podem ser anuladas por dolo principal⁴⁷⁸. Isso porque, em compra ou venda realizada no mercado secundário, o dolo seria de terceiro, já que a falha informacional é imputada à companhia ou aos administradores que não são parte na compra e venda. Contudo, como preceitua o art. 148, Código Civil, o negócio jurídico somente pode ser anulado por dolo de terceiro, se a parte a quem aproveite dele tivesse ou devesse ter conhecimento. Ocorre que as compras e as vendas no mercado secundário são feitas de forma impessoal, sem que o investidor saiba quem está comprando, ou vendendo, o valor mobiliário que

⁴⁷⁵ Vide, por exemplo, as Sections 11 e 12 do Securities Act de 1933, nos Estados Unidos; §§9 e 10 WpPG, na Alemanha; §22, (6), KMG, na Áustria.

⁴⁷⁶ STEINER, Renata. Reparação de danos: interesse positivo e interesse negativo. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 257-258.

⁴⁷⁷ VITALE, Laura. La perte de chances en Droit Privé. Paris: LGDJ, 2020, p. 159.

⁴⁷⁸ Sobre os requisitos do dolo, vide BENETTI, Giovana. Dolo no Direito Civil – Uma análise da Omissão de Informações. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 40-48.

está negociando⁴⁷⁹. É, ainda, de qualquer forma, pouco provável que investidor negociando no mercado secundário saiba do dolo da companhia ou de seus administradores.

Em segundo lugar, em subscrição realizada no mercado primário, será bastante excepcional, ainda assim, a anulabilidade de subscrição por dolo principal do ofertante. Isso porque a parte lesada terá de demonstrar não apenas a falsa representação da realidade da sua parte, mas também a intenção de enganar, mediante o uso de manobras ou artifícios, por parte da companhia ou dos administradores, que tenham causado o erro do investidor.

Em terceiro lugar, caso a parte pretenda anular a subscrição de valores mobiliários realizada no mercado primário, seria preciso demonstrar que o engano sobre a realidade dos fatos tenha sido determinante para decisão de investimento da parte enganada⁴⁸⁰. No entanto, diante da multiplicidade de informações de maior ou menor relevância para o investidor, é bastante difícil comprovar que especificamente a informação falsa ou a omissão informacional tenham sido determinantes para o engano do investidor na decisão de subscrição de valores mobiliários. Há, portanto, considerável diferença entre, de um lado, o impacto do descumprimento de dever de informar dirigido a público indeterminado e, de outro, aquele mesmo impacto da falha informacional dirigida à contraparte, que negocia o contrato com o devedor da informação. No primeiro caso, diante da multiplicidade de informações objetivas e impessoais divulgadas, não há como saber nem mesmo se o investidor tomou conhecimento da informação falsa. No segundo caso, há, pelo menos, mais elementos de prova de que o lesado recebeu a informação e de como essa informação integrou a negociação do contrato. Ainda que possa, em tese, ocorrer dolo principal na subscrição em oferta pública de emissão⁴⁸¹, a prova será verdadeiramente diabólica ao investidor⁴⁸².

⁴⁷⁹ Evidentemente que para a bolsa de valores há conhecimento de quem são os investidores responsáveis pela ordem de compra e de venda, de modo que não há falar em anonimato nas operações bursáteis, apenas impessoalidade, já que comprador e vendedor não sabem quem é a contraparte do seu negócio, cf. SATIRO, Francisco. “Derivativos de bolsa”. (in) KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 594, nota de rodapé n. 15.

⁴⁸⁰ BENETTI, Giovana. Dolo no Direito Civil – Uma análise da Omissão de Informações. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 40-65.

⁴⁸¹ Como observa Paulo Câmara: “o direito mobiliário é avesso à ruptura da decisão de investimento”, ao tratar sobre as restrições previstas no art. 277 do Código de Valores Mobiliários português à anulação de negócios transmissivos, cf. CÂMARA, Paulo. Manual de Direito dos Valores Mobiliários. 4. Ed. Coimbra: Almedina, 2018, p. 826.

⁴⁸² PROROK, Johan. La responsabilité civile sur les marchés financiers. Paris: LGDJ, 2019, pp. 175-176.

Nos casos em que for cabível a anulação da subscrição de valores mobiliários por dolo principal, as partes devem ser colocadas na posição em que estariam, se não tivessem realizado o negócio jurídico anulável. Isso significa que a parte lesada poderá pleitear, além da restituição do preço e mediante a devolução das ações subscritas, o pagamento de indenização⁴⁸³, se sofrer danos que não teria sofrido, caso não tivesse subscrito os valores mobiliários (interesse negativo)⁴⁸⁴. Como exemplo de danos emergentes residuais em caso de desfazimento da subscrição, indica-se as despesas incorridas em conexão com a aquisição, tais como corretagem, prêmio e custos de crédito⁴⁸⁵.

Há quem sustente, ainda, o cabimento de lucros cessantes em caso de desfazimento da subscrição de novos valores mobiliários em oferta pública⁴⁸⁶, com base em um investimento alternativo com juros à taxa de juros usual, o que, inclusive, já foi reconhecido pelo BGH alemão⁴⁸⁷. A hipótese, porém, é controversa⁴⁸⁸, haja vista os desafios de caracterizar, na espécie, tanto a certeza do dano, como o nexos de causalidade na espécie. De todo modo, para que surja a pretensão indenizatória por lucros cessantes ao investidor lesado pela subscrição inválida é preciso que ele comprove o que deixou de ganhar por causa do dolo principal. O que ele “deixou de ganhar”, entretanto, não é a vantagem que esperava obter no negócio jurídico anulado, mas em um uso alternativo dos recursos investidos. Não há exigência de certeza absoluta em relação aos ganhos

⁴⁸³ Não há qualquer vedação à cumulação das pretensões anulatória e indenizatória em caso de dolo principal, se o dolo causar danos à parte enganada, pois “*o mesmo ato pode ser o elemento dos suportes fáticos de regras jurídicas diferentes*”, cf. PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo II. 2. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954, p. 219.

⁴⁸⁴ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo IV. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954, §424, pp. 252 e 255; FISCHER, Hans Albrecht. A reparação dos danos no direito civil. Trad. Antônio de Arruda Ferrer Correia. São Paulo: Livraria Acadêmica Saraiva, 1938, p. 106.

⁴⁸⁵ ASSMANN, Heinz-Dieter. Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht. Köln: Carl Heymanns Verlag, 1985, p. 367.

⁴⁸⁶ ASSMANN, Heinz-Dieter. Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht. Köln: Carl Heymanns Verlag, 1985, p. 367; FERRARINI, Guido. La responsabilità da prospetto. Milano: Giuffrè, 1986, p. 128; PINA, Carlos Costa. Dever de informação e responsabilidade pelo prospecto no mercado primário de valores mobiliários. Coimbra: Coimbra Editora, 1999, p. 219-223.

⁴⁸⁷ BGH, 02.12.1991 - II ZR 141/90.

⁴⁸⁸ KUMPAN, Christoph. „§9 WpPG“. (in) BAUMBACH, Adolf; HOPT, Klaus. Handelsgesetzbuch. 39. Ed. München: C.H. Beck, 2020, p. 2686, Rn. 14; HOPT, Klaus; VOIGT, Hans-Christoph, “Grundsatz- und Reformprobleme der Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung”. (in) HOPT, Klaus; VOIGT, Hans-Christoph (org.). Prospekt- und Kapitalinformationshaftung. Tübingen: Mohr Siebeck, 2005, p. 87.

que o investidor teria auferido⁴⁸⁹, não fosse a subscrição eivada de dolo. Como os lucros cessantes se referem a algo que não ocorreu, a prova da sua certeza depende de raciocínio de probabilidade a partir das provas indiretas apresentadas no caso⁴⁹⁰. É preciso demonstrar com base em juízo de probabilidade lógica que, no curso normal das coisas, e, de acordo com as circunstâncias específicas do caso, o investidor teria auferido determinado ganho⁴⁹¹.

Em todos os casos, a pretensão indenizatória dependerá de prova específica da causalidade entre os alegados danos e a subscrição anulável⁴⁹². Em especial, é preciso comprovar a ligação etiológica entre os prejuízos e a confiança depositada na validade do contrato⁴⁹³. Se a comprovação desses danos possui reconhecida complexidade no âmbito das relações face a face⁴⁹⁴, no contexto de oferta pública de emissão, torna-se ainda mais difícil⁴⁹⁵.

Ainda, não há como se confundir a perda de chance com o lucro cessante pela perda de rendimentos decorrentes de negócio alternativo. Com efeito, se lucro cessante é a frustração de um enriquecimento patrimonial, considerando o que razoavelmente seria esperado que ocorresse⁴⁹⁶, a perda de uma chance é o dano pela interrupção irreversível de forma parcial, ou total, de processo em curso que poderia levar, no futuro, o lesado a adquirir algum benefício ou evitar determinado prejuízo⁴⁹⁷. No primeiro caso, busca-se identificar se o lesado razoavelmente ganharia determinada vantagem, ou se evitaria uma perda específica. No segundo caso, como não se sabe se o lesado efetivamente iria receber determinada vantagem, ou evitar o prejuízo, o resultado é incerto e aleatório. No entanto, há certeza de que o lesado já estava em um processo causal que poderia levá-

⁴⁸⁹ TURCO, Claudio. Interesse negativo e responsabilità precontrattuale. Milão: Giuffrè, 1990, p. 349; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Lucros Cessantes – Do bom-senso ao postulado normativo da razoabilidade. São Paulo: RT, 2011, p. 89.

⁴⁹⁰ GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Lucros Cessantes – Do bom-senso ao postulado normativo da razoabilidade. São Paulo: RT, 2011, pp. 88-90.

⁴⁹¹ LARENZ, Karl. Derecho de obligaciones. Tomo I. Trad. Jaime Santos Briz. Madrid: Revista de Derecho Privado, 1958, pp. 208-209; ALVIM, Agostinho. Da inexecução das obrigações e suas consequências. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 1972, p. 189.

⁴⁹² CHAVES, Antônio. Responsabilidade pré-contratual. Rio de Janeiro: Forense, 1959, p. 221.

⁴⁹³ STEINER, Renata. Reparação de danos: interesse positivo e interesse negativo. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 252.

⁴⁹⁴ STEINER, Renata. Reparação de danos: interesse positivo e interesse negativo. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 248 e ss.

⁴⁹⁵ No direito francês, foi afastada a possibilidade de indenização pré-contratual com base nas vantagens de contrato que não se firmou, nem a perda da chance de obter tais vantagens, cf. art. 1112, Código Civil Francês.

⁴⁹⁶ MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. Vol. V. Tomo II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 478-480; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Lucros Cessantes – Do bom-senso ao postulado normativo da razoabilidade. São Paulo: RT, 2011, pp. 87-97.

⁴⁹⁷ NORONHA, Fernando. Direito das Obrigações. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 12408-12418 (e-book).

lo à aquisição da vantagem ou ao impedimento do prejuízo. Em outras palavras, a indenização por lucros cessantes mede-se pela vantagem final razoavelmente esperada, ao passo que aquela por perda de uma oportunidade afere-se a partir da chance em si, e não pela vantagem final, a qual é aleatória, e não consequência objetivamente provável do ilícito⁴⁹⁸.

Em síntese, entendemos que, no direito brasileiro, inexistente pretensão à indenização rescisória sem anulação, como ocorre no direito norte-americano e alemão. Caberia apenas o desfazimento de subscrição de valores mobiliários em oferta pública de emissão, com a restituição dos valores mobiliários e do preço, em caso de anulação por dolo principal (mercado primário). Não cabe, porém, a anulação de compra ou venda realizada no mercado secundário por falha informacional, eis que nem os elementos do dolo principal, nem os de dolo de terceiro, estariam presentes. Além disso, inexistindo pretensão anulatória, o investidor não tem direito a ser colocado via tutela indenizatória na posição em que estaria, se não tivesse celebrado o negócio jurídico, mas tão somente na posição que estaria se o dever de informar tivesse sido cumprido. Por fim, a pretensão indenizatória existente em caso de anulação da subscrição por dolo principal pode abranger danos emergentes e lucros cessantes residuais⁴⁹⁹. Em relação à indenização por lucros cessantes, entendemos que somente será cabível se o investidor comprovar a razoabilidade da expectativa de ganhos e a causalidade entre a falha informacional e a perda dos ganhos esperados. Cabe analisar, a seguir, outra hipótese de dano por interferência da falha informacional na decisão do investidor: perda de uma chance.

2.2.1.1.2. Perda de uma chance por falha informacional no mercado de valores mobiliários?

Outra hipótese de dano seria a perda de uma chance⁵⁰⁰, em razão de a falha informacional ter interferido no processo decisório em que se encontrava o investidor, reduzindo ou suprimindo

⁴⁹⁸ GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Lucros Cessantes – Do bom-senso ao postulado normativo da razoabilidade. São Paulo: RT, 2011, p. 117.

⁴⁹⁹ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo IV. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954, §455, p. 344; BENETTI, Giovana. Dolo no Direito Civil – Uma análise da Omissão de Informações. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 379-380.

⁵⁰⁰ PROROK, Johan. La responsabilité civile sur les marchés financiers. Paris: LGDJ, 2019, pp. 345-375; SPITZ, Nicolas. La réparation des préjudices boursiers. Paris: Revue Banque Edition, 2010, pp. 232-242; VITALE, Laura. La perte de chances en Droit Privé. Paris: LGDJ, 2020, pp. 163-166, 168-169; CHACORNAC, Jérôme. Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers. Paris: Dalloz, 2014, pp. 500-508; CONAC, Pierre.

as chances que teria de tomar uma atitude que, por sua vez, teria evitado um dano, ou, ainda, levado a um ganho⁵⁰¹.

Foi na França onde essa discussão ganhou mais amplo palco nas cortes judiciais, ensejando profundo e profícuo debate pela doutrina.

Em um primeiro momento, as decisões judiciais não tratavam do dano como perda de chance, mas como dano ocasionado pela distorção do preço dos valores mobiliários, esta, por sua vez, causada pela falha informacional. Após, a indenização passou a ser reconhecida em determinados casos quando a falha informacional interferia no processo decisório do investidor. Em seguida, finalmente, passou-se a considerar que os investidores teriam sofrido “perda de uma chance pela falha informacional”⁵⁰², tanto nas situações em que compraram, ou venderam, valores mobiliários durante os efeitos da falha informacional, quanto nos casos em que mantiveram a titularidade dos valores mobiliários adquiridos antes da falha informacional. A evolução jurisprudencial foi, todavia, objeto de ampla crítica doutrinária, a ponto de se afirmar que o

“France: The Compensation of Investors’ Losses for Misrepresentation on Financial Markets”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (org.). *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, pp. 343-356; MAGNIER, Véronique. “Information boursière et préjudice des investisseurs”, *Recueil Dalloz* 2008 pp. 558 e ss.; PIETRANCOSTA, Alain. “Délits boursiers: la réparation du préjudice subi par l’investisseur”, *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, n. 3, 2007, pp. 1-7; LE CLUB DE JURISTES, *Rapport – L’évaluation du préjudice financier de l’investisseur dans les sociétés cotées*, Nov/2014, pp. 25-36.; RONTCHEVSKY, Nicolas. “Le préjudice de celui qui acquiert ou conserve des titres au vu de fausses informations s’analyse en la perte d’une chance”, *Revue Trimestrielle de Droit Commercial*, 2010 pp. 407 e ss.; RONTCHEVSKY, Nicolas. “Réparation du préjudice subi par l’investisseur victime d’informations financières trompeuses: perte de chance ou évaluation rigoureuse?”, *Revue Trimestrielle de Droit Commercial*, 2014, pp. 829 e ss.; SOTIROPOULOU, Anastasia. *Les obligations d’informations des sociétés cotées en Droit de l’union européenne*. Bruxelles: Larcier, 2012, pp. 514-523; BONNEAU, Thierry; DRUMMOND, France. *Droit des Marchés Financiers*. 3. Ed. Paris: Economica, 2002, pp. 753 e ss.; COURET, Alain *et al.* *Droit Financier*. 3. Ed. Paris: Dalloz, 2019, pp. 1583 e ss.; BRUNO, Sabrina. *L’azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*. Nápoles: Edizioni Scientifiche Italiane, 2000, pp. 209-210, notas de rodapé n. 159-160; PINARDI, Marco. “La responsabilità per danni da informazione nel mercato finanziario”, *La nuova giurisprudenza civile commentata*, Vol. 18, Fascículo 4, 2002, p. 363, nota de rodapé n. 35. Nos direitos norteamericano e alemão, é incontroversa a inexistência de danos aos investidores que não compraram ou venderam valores mobiliários enquanto perdurou a falha informacional, cf. *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975); VERSE, Dirk A., “Germany: Liability for Incorrect Capital Market Information”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, p. 386; HELLGARDT, Alexander. *Kapitalmarktdeliktsrecht*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, pp. 349.

⁵⁰¹ VINEY, Geneviève; JOURDAIN, Patrice; CARVAL, Suzanne. *Traité de Droit Civil – Les conditions de la responsabilité*. 4. Ed. Paris: LGDJ, 2013, p. 136.

⁵⁰² Conac observa que a mudança de entendimento dos tribunais franceses quanto ao dano sofrido pelos investidores por falha informacional no mercado de valores mobiliários foi repentina e inesperada. Não tendo havido qualquer sugestão da doutrina a respeito, Conac sugere que a mudança pode ter se dado como resposta à crise financeira de 2001, cf. CONAC, Pierre. “France: The Compensation of Investors’ Losses for Misrepresentation on Financial Markets”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (org.). *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, p. 345.

alargamento das hipóteses de indenização ocorreu de maneira inversamente proporcional à compreensão da matéria⁵⁰³.

Com efeito, a partir do caso *Comptoir des entrepreneurs*⁵⁰⁴⁻⁵⁰⁵ passou a ser presumida a causalidade entre a falha informacional e a decisão do investidor não apenas de adquirir valores mobiliários, mas também de conservar os valores mobiliários adquiridos antes da falha informacional. Até aquele momento, as cortes francesas não reconheciam danos aos investidores que não realizavam compras ou vendas por preço distorcido pela falha informacional⁵⁰⁶. Nesse caso, a responsabilidade civil foi reconhecida pela interferência da falha informacional no processo decisório do investidor. No caso em análise, contudo, as cortes francesas⁵⁰⁷ entenderam que – diante da amplitude da falsidade das informações e da abrupta queda da cotação dos valores mobiliários, ambas ocorridas após a revelação da falsidade das informações – seria dificilmente contestável a causalidade entre a falha informacional e a decisão de investimento dos lesados⁵⁰⁸. Assim, os administradores foram condenados à indenização pelo preço pago pelos investidores que

⁵⁰³ CHACORNAC, Jérôme. *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*. Paris: Dalloz, 2014, p. 500.

⁵⁰⁴ Tribunal correctionnel de Paris, 11e ch., 17 déc. 1997, n° 9304169023 (“Comptoir des entrepreneurs”), cf. LESGUILLIER, Gérard, “Diffusion de fausses information pour agir sur le cours des titres”, *Bulletin Joly Bourse*, Jan-Fev/1998, n. 1, pp. 121-142; Cour d’appel de Paris, 9e ch. corr. sect. A, 16 déc. 1998 (“Comptoir des entrepreneurs”), cf. RONTCHEVSKY, Nicolas, “Délits d’initié et de fausse information”, *RTD Com*, 1999, p. 928; Cass. crim. 29 nov. 2000, n° 99-80.324, n° 99-80.324 (“Comptoir des entrepreneurs”), cf. BOULOC, Bernard, “Comptes infidèles, informations fausses, informations privilégiées et action civile”, *Revue des sociétés*, 2001, pp. 380 e ss.

⁵⁰⁵ Antes do caso *Comptoir des entrepreneurs*, as cortes francesas já haviam se deparado com o tema da responsabilidade civil por falha informacional nos casos *Bertin*, *Société Générale de fonderie* e *Landauer*. O primeiro caso, em que a questão da responsabilidade civil dos investidores foi reconhecida pela Corte de Cassação francesa, foi o caso *Bertin*. Tratava-se de ação criminal pelos crimes de difusão das informações falsas no mercado de valores mobiliários ou de publicação de informações financeiras falsas e foi recebido o pleito de reparação civil dos investidores, pois se levou em consideração que o balanço falso serviu de base para avaliação do preço das ações (Cass. crim. 5 nov. 1991, n. 90-82.605 (“*Bertin*”)). Os casos subsequentes reforçaram o entendimento de que os investidores sofreriam danos ao comprar valores mobiliários por preços distorcidos (cf. Tribunal correctionnel de Paris, 11e ch., 20 déc. 1990 (“*Société générale de fonderie*”), Cass. crim. 15 mai 1997, n° 96-80.399 (“*Landauer*”)).

⁵⁰⁶ Cass. crim. 15 mai 1997, n° 96-80.399 (“*Landauer*”); Tribunal correctionnel de Paris, 11e ch., 20 déc. 1990 (“*Société générale de fonderie*”), cf. BOUZAT, Pierre. “Bourse des valeurs. Diffusion de fausses informations, Exploitation illicite d’informations Privilégiées (TGI, Paris (11e Ch.)), 20 déc. 1990, Procureur de la République c/ Thérèse Jurado et autres; Paris, (9e Ch. Section A), 15 janv. 1992, Maurice Girard et autres c/ Ministère public”, *RTD Com*. 1992 p. 884.

⁵⁰⁷ Tribunal correctionnel de Paris, 11e ch., 17 déc. 1997, n° 9304169023 (“Comptoir des entrepreneurs”); Cour d’appel de Paris, 9e ch. corr. sect. A, 16 déc. 1998 (“Comptoir des entrepreneurs”); Cass. crim. 29 nov. 2000, n° 99-80.324, n° 99-80.324 (“Comptoir des entrepreneurs”). O precedente foi, posteriormente, seguido em outra decisão, qual seja: Tribunal correctionnel de Paris, 11e ch., 27 févr. 1998, n° 98/07599 (“*Sedri*”), cf. RONTCHEVSKY, Nicolas. “Note. Condamnation du président et des commissaires aux comptes d’une société cotée à réparer le préjudice causé aux actionnaires par un délit de fausse information”, *Bulletin Joly Sociétés*, Agosto-Setembro/1998, pp. 948-951.

⁵⁰⁸ RONTCHEVSKY, Nicolas. “Responsabilité pénale des dirigeants. Présentations de comptes annuels inexacts. Image fidèle (non). Délit d’initié. Abus de biens sociaux”, *Bulletin Joly Sociétés*, Mai/1998, §165, p. 511.

adquiriram valores mobiliários após a falha informacional, mais custos de corretagem e juros. Além disso, os investidores que mantiveram seus valores mobiliários receberam indenização pela diferença entre o preço antes da falha informacional e o valor residual dessas ações após a descoberta da falha informacional⁵⁰⁹.

Posteriormente, no caso *Eurodirect Marketing* um investidor demandou indenização pela perda de chance de auferir rendimentos economicamente superiores. Nesse caso, a companhia divulgou, em abril de 1998, informações falsas sobre projeções futuras, cuja impossibilidade de obtenção era conhecida pela sociedade, tendo corrigido, em outubro de 1998, a informação em divulgação ao mercado. O acionista demandou indenização pelos danos incorridos apenas com a compra e a revenda de ações e de bônus de subscrição no período relevante, deixando de demandar indenização em relação aos valores mobiliários adquiridos, mas não revendidos, no período relevante⁵¹⁰. Ao final, tanto a corte de apelação de Colmar como a Corte de Cassação⁵¹¹ entenderam que a perda de uma chance do investidor não serve para indenizar ganhos completamente aleatórios e relacionados a circunstâncias não vinculadas à compra e venda dos valores mobiliários – por isso, o dano foi delimitado à diferença entre os preços de compra e de venda realizados durante o período relevante.

No caso *Flammarion*⁵¹², o judiciário francês concedeu indenização pelo que a doutrina veio a reconhecer como “verdadeira” perda de uma chance concreta⁵¹³. A companhia divulgou os resultados financeiros semestrais, no dia 12 de outubro de 2000, indicando perdas significativas, sendo que teria, até o dia 31 de outubro de 2000, para fazer a divulgação. Cinco dias após a divulgação dos resultados financeiros, foi anunciado que o controle da companhia seria alienado,

⁵⁰⁹ PROROK, Johan. *La responsabilité civile sur les marchés financiers*. Paris: LGDJ, 2019, p. 169.

⁵¹⁰ Nesse caso, não houve presunção de causalidade entre a falha informacional e a decisão do investidor, pois o acionista demonstrou que tinha levado em consideração tais informações para decidir comprar e vender os valores mobiliários. A corte de apelação de Colmar avaliou, por exemplo, a comunicação enviada pelo acionista antes da assembleia geral de acionistas para solicitar aos administradores documentos. Além disso, ficou demonstrado que o acionista teria comprado e vendido, no período relevante, valores mobiliários da companhia em quantidade bastante superior àquela que ele costumava realizar antes da divulgação da informação falsa, cf. RONTCHEVSKY, Nicolas. “La responsabilité civile d'une société cotée, qui a sciemment fait publier une information mensongère sur les résultats prévisibles d'un exercice, peut être engagée envers celui qui a acquis des actions même sans une intervention préalable de l'autorité de marché”, *RTD Com.* 2004, p. 567.

⁵¹¹ Cour d'appel de Colmar, 1re ch. civ., 14 oct. 2003, n° 01/03432 (“Société Eurodirect Marketing”); Cass. com. 22 nov. 2005, n° 03-20.600, *JurisData* n° 2005-0309278 (“Société Eurodirect Marketing”).

⁵¹² Tribunal de Grande Instance de Paris, 5e ch. 2e sect., 15 nov. 2001, n° 2000/18125, (“Flammarion”) (não publicada), cf. PROROK, Johan. *La responsabilité civile sur les marchés financiers*. Paris: LGDJ, 2019, p. 174; Cour d'appel de Paris, 25e ch. sect. B, 26 sept. 2003, n° 2001/21885, *JurisData* n° 2003-224156 (“Flammarion”).

⁵¹³ PROROK, Johan. *La responsabilité civile sur les marchés financiers*. Paris: LGDJ, 2019, p. 174.

o que obriga o adquirente à oferta pública por alienação de controle por preço superior à cotação (“*garantie du cours*”). A corte de apelação de Paris decidiu que os acionistas minoritários, que venderam suas ações após a divulgação do resultado financeiro e antes do anúncio da alienação do controle, perderam uma chance concreta, e bem definida, de alienar na oferta.

Posteriormente, nos casos *Sidel*⁵¹⁴, *Regina Rubens*⁵¹⁵, *Marionnaud*⁵¹⁶ e *Gaudriot*⁵¹⁷, a jurisprudência francesa passou a considerar como dano decorrente de falhas informacionais a “perda de uma chance abstrata”⁵¹⁸, o que, a nosso ver, extrapolaria os limites do conceito de perda de uma chance. Isso porque a perda de uma chance abstrata consistiria tão somente na restrição pela falha informacional à “liberdade de escolha” dos investidores⁵¹⁹, de modo que os investidores perderiam a chance de realizar arbitragem de preço em melhores condições⁵²⁰. Em outras palavras, a suposta chance perdida seria supostamente a chance de ter feito uma escolha melhor. Com isso, as cortes francesas passaram, no decurso do tempo, a aceitar presunção implícita de causalidade entre a falha informacional e a decisão dos investidores⁵²¹, bem como também vieram a acolher a

⁵¹⁴ Tribunal correctionnel de Paris, 11e ch. 1re sect., 12/09/2006, n° 0018992026 (“*Sidel*”); Cour d’appel de Paris, 9e ch. corr. sect. B, 31 oct. 2008, n°06/09036 (“*Sidel*”); Cass. crim. 18 nov. 2009, n° 08-88.078, JurisData n° 2009-050618 (“*Sidel*”).

⁵¹⁵ Tribunal correctionnel de Paris, 11e ch. 1re sect., n° 0106896039, 22 janv. 2007 (“*Régina Rubens*”); Cour d’appel de Paris, 9e ch., sect. B., 14 sept. 2007 n° 2007/01477 (“*Régina Rubens*”) (nesse caso, o judiciário francês fez diferenciação entre duas modalidades distintas de danos incorridos por diferentes investidores pela mesma falha informacional. Os chamados pequenos investidores (“*petits porteurs*”) foram indenizados pelos danos emergentes decorrentes da aquisição por preço superior em virtude da falha informacional. Já os chamados investidores profissionais foram indenizados pela perda de chance de não investir seus recursos na sociedade Regina Rubens e aportá-los em investimento mais rentável. A diferenciação se justifica pelo fato de que os pequenos investidores não seriam influenciados diretamente pela falha informacional na sua decisão individual, ao passo que os investidores profissionais seriam).

⁵¹⁶ Tribunal de Commerce de Créteil, 2e ch., 19 janv. 2010, n. 2005F00978 (“*Marionnaud*”); Cour d’appel de Paris, pôle 5 ch. 7, 19 mars 2013, n° 2011/06831 (“*Marionnaud*”); Cass. com. 6 mai 2014, n° 13-17632 et 13-18473 (“*Marionnaud*”).

⁵¹⁷ Tribunal de Grande Instance de Guéret, statuant en matière commerciale, 20 févr. 2007, n° 06/00052 (“*Gaudriot*”); Cass. com. 9 mars 2010, n° 08-21.547 et 08-21.793 (“*Gaudriot*”) (no caso Gaudriot foi reconhecido pelo Tribunal de Grande Instance de Guéret e, posteriormente, confirmado pela Corte de Cassação que tanto o investidor que comprou quanto o que conservou seus valores mobiliários teria pretensão indenizatória pela perda de chance, diante da divulgação falsa e omissão de informações financeiras da companhia. A chance perdida é de investir seus recursos em outro lugar ou de renunciar àquele que já havia realizado).

⁵¹⁸ PROROK, Johan. *La responsabilité civile sur les marchés financiers*. Paris: LGDJ, 2019, pp. 176-205.

⁵¹⁹ “Na realidade, os acionistas sofreram, nesse caso, prejuízo causado pela perda de uma chance ao comprar ou manter uma ação cujas perspectivas promissoras foram manifestamente supervalorizadas. Sua liberdade de escolha foi distorcida e, assim, lhes foram causados danos diretos” (tradução da candidata), cf. Tribunal correctionnel de Paris, 11e ch. 1re sect., 12 sept. 2006, n° 0018992026 (“*Sidel*”).

⁵²⁰ Cour d’appel de Paris, 9e ch. corr. sect. B, 31 oct. 2008, n°06/09036 (“*Sidel*”).

⁵²¹ PROROK, Johan. *La responsabilité civile sur les marchés financiers*. Paris: LGDJ, 2019, pp. 183-186

presunção da própria existência de dano, diante do reconhecimento da impossibilidade de o investidor fazer essa prova⁵²².

Na Itália, há também julgados nos quais foi considerado que o investidor poderia ser indenizado pela “perda de investimento” ou pela “perda de desinvestimento” em decorrência de informações falsas oriundas da perda de chance econômica.

No julgado do Tribunal de Nápoles, de 16 de junho de 1986⁵²³, esse tipo de dano foi considerado como indenizável, muito embora, no caso concreto, o tribunal tenha julgado como improcedente a ação dos acionistas. Assim, considerou-se que uma falha informacional pode levar o investidor a não subscrever novas ações, causando-lhe “*perda de chance econômica*”⁵²⁴. Caso, porém, a falha informacional nas demonstrações financeiras ocultar informação negativa, a não subscrição no aumento de capital não causará danos. Como se comprovou que os administradores geraram prejuízos à companhia, escondidos pela falha informacional, os acionistas somente teriam sofrido danos, caso tivessem subscrito as ações por preço inflacionado. Em outro caso, julgado pelo Tribunal de Milão, em 29 de abril de 1999⁵²⁵, reconheceu-se que o acionista poderia sofrer danos por ter conservado suas ações por influência das informações falsas. Isto é, o acionista poderia perder a chance de alienar as suas ações por ter sido induzido pelas falsas informações a manter a titularidade acionária. Além disso, em *obiter dictum*, o Tribunal de Milão reconheceu que os acionistas enganados por informações falsas teriam pretensão indenizatória por se terem absterido de vender suas ações antes da falência da companhia⁵²⁶.

Segundo o entendimento das cortes italianas, se a falha informacional ocultar boas condições de investimento e levar o investidor a deixar de realizar o investimento ou o desinvestimento, o investidor poderia sofrer dano por perda de uma chance. A partir desses julgados, a doutrina entende que será possível a responsabilidade civil pela falha informacional por

⁵²² PROROK, Johan. La responsabilité civile sur les marchés financiers. Paris: LGDJ, 2019, p. 173-174; CHACORNAC, Jérôme. Essai sur les fonctions de l’information en droit des instruments financiers. Paris: Dalloz, 2014, p. 503.

⁵²³ BRUNO, Sabrina. L’azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario. Nápoles: Edizioni Scientifiche Italiane, 2000, p. 209, nota de rodapé n. 159; PINARDI, Marco, “La responsabilità per danni da informazione nel mercato finanziario”, La nuova giurisprudenza civile commentata, Vol. 18, Fascículo 4, 2002, p. 363, nota de rodapé n. 35.

⁵²⁴ BRUNO, Sabrina. L’azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario. Nápoles: Edizioni Scientifiche Italiane, 2000, p. 209, nota de rodapé n. 159.

⁵²⁵ Tribunal de Milão, 21/10/1999, Giurisprudenza italiana, 2000, I (“Fingem”), pp. 554 e ss.

⁵²⁶ Tribunal de Milão, 29/09/1983 (ord.), Giurisprudenza commerciale, 1984, II, pp. 42 e ss.

perda de uma chance, seja quando a falha levou o investidor a subscrever, comprar ou vender valores mobiliários, seja quando o levou a não adquirir valores mobiliários (*danno per mancato investimento*)⁵²⁷, ou, ainda, quando o levou a não vender seus valores mobiliários (*danno nel mantenimento dell'investimento*)⁵²⁸. O cálculo dos danos pela perda de uma chance de vender ou de comprar, para Sabrina Bruno, depende da definição do percentual de probabilidade da chance de investimento, ou de desinvestimento, pelo investidor⁵²⁹. Ao final a autora ainda conclui que, se não houver prova do dano causado pela manutenção dos valores mobiliários, o juiz poderá “operar em bases equitativas para quantificar e liquidar os danos, usando também presunções, pois, caso contrário, os danos decorrentes do não desinvestimento (ou mesmo do não investimento) nunca poderiam ser compensados”⁵³⁰.

No Brasil, há quem, influenciado pela doutrina italiana ou jurisprudência francesa na matéria, tenha defendido a aplicação dessa concepção de danos por “não investimento” ou por “não desinvestimento”⁵³¹. O primeiro caso seria quando a parte deixasse de adquirir valores mobiliários por desconhecer informação positiva sobre a companhia, o que “*implica o aumento de seu valor, quando levada a público*”⁵³². O segundo caso ocorreria se a parte deixasse de vender valores mobiliários “*a um preço que se mostra elevado demais, diante da real situação da companhia,*

⁵²⁷ BRUNO, Sabrina, “La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico”, Working Paper, Novembro/2008, p. 14; PINARDI, Marco, “La responsabilità per danni da informazione nel mercato finanziario”, La nuova giurisprudenza civile commentata, Vol. 18, Fascículo 4, 2002, p. 363, nota de rodapé 35.

⁵²⁸ FERRARINI, Guido; GIUDICI, Paolo. “Italy: The Protection of Minority Investors and the Compensation of Their Losses”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (org.). Global Securities Litigation and Enforcement. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, pp. 413-414.

⁵²⁹ BRUNO, Sabrina. L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario. Nápoles: Edizioni Scientifiche Italiane, 2000, p. 221.

⁵³⁰ BRUNO, Sabrina. L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario. Nápoles: Edizioni Scientifiche Italiane, 2000, p. 222 (tradução da candidata).

⁵³¹ Classificação proposta por Sabrina Bruno, a partir do direito italiano (cf. BRUNO, Sabrina. L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario. Nápoles: Edizioni Scientifiche Italiane, 2000, pp. 208-213) e adotada por Lucas Barros, sob a perspectiva do direito brasileiro (BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. A responsabilidade das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2021, pp. 179-187). José Estevam de Almeida Prado também aceita a possibilidade de danos por perda de chance abstrata, influenciado pelo direito francês, cf. PRADO, José Estevam de Almeida. Responsabilidade civil por divulgação de informação falsa ou enganosa ou omissão de informação relevante no mercado de valores mobiliários. Dissertação de Mestrado. Escola de Direito de São Paulo. Fundação Getúlio Vargas, 2018, pp. 191-193, 196.

⁵³² BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. A responsabilidade das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2021, p. 180.

ainda não divulgada ao mercado”⁵³³. Para Lucas Barros, os danos por não investimento ou por não desinvestimento não deveriam ser qualificados como perda de uma chance, pois, a seu ver, seria “*extremamente restritivo*”⁵³⁴. Ainda no entendimento de Barros, quando o preço tiver sido distorcido pela falha informacional e o investidor não comprar ou não vender os seus valores mobiliários por causa da falha informacional, o investidor sofrerá um dano⁵³⁵. O autor não diferencia o critério de cálculo do dano em cada caso, assim tanto o investidor que comprou, quanto o que não comprou teriam sofrido o dano pela diferença entre o preço artificial e o preço hipotético⁵³⁶. O preço artificial não seria o preço da compra ou da venda, mas “*o valor da cotação dos valores mobiliários envolvidos, na data de tomada de decisão pelo investidor*”⁵³⁷. José Estevam de Almeida Prado, por sua vez, defende o cabimento da perda de uma chance abstrata para todos os investidores, caso o mercado não seja eficiente. Prado sugere que o cálculo do dano leve em conta o retorno médio esperado do investimento em ações de perfil de risco e liquidez semelhantes, a partir do modelo CAPM⁵³⁸.

Segundo essa amplíssima concepção de dano (a nosso ver, equivocada), qualquer pessoa no mundo poderia ter sofrido um dano por não ter comprado nem vendido valores mobiliários que estavam com preço distorcido em razão da falha informacional⁵³⁹. A companhia aberta passaria a figurar como seguradora não apenas dos titulares dos seus valores mobiliários, mas de qualquer pessoa que alegasse ter decidido não comprar, ou não vender, valores mobiliários por causa da

⁵³³ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. A responsabilidade das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2021, p. 180.

⁵³⁴ Vide a análise do autor quanto à opinião da doutrina francesa e a sua conclusão de que não se aplicaria ao direito brasileiro tal “*críticável restrição*”, cf. BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. A responsabilidade das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2021, pp. 221-222, nota de rodapé n. 712 e p. 224.

⁵³⁵ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. A responsabilidade das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2021, pp. 215-216.

⁵³⁶ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. A responsabilidade das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2021, pp. 215-216, 250-256.

⁵³⁷ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. A responsabilidade das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2021, p. 250.

⁵³⁸ PRADO, José Estevam de Almeida. Responsabilidade civil por divulgação de informação falsa ou enganosa ou omissão de informação relevante no mercado de valores mobiliários. Dissertação de Mestrado. Escola de Direito de São Paulo. Fundação Getúlio Vargas, 2018, p. 196.

⁵³⁹ Essa justa crítica foi feita também por PROROK, Johan. La responsabilité civile sur les marchés financiers. Paris: LGDJ, 2019, pp. 348-349.

falha informacional. Pergunta-se: qual foi a redução patrimonial sofrida por uma pessoa que tenha decidido não comprar ações da companhia que estavam, em determinada data, sendo negociadas por preço distorcido? Em que medida seu patrimônio teria sido diminuído, se não desembolsou nenhum recurso, tampouco adquiriu nenhum valor mobiliário? Igualmente, qual teria sido o dano do investidor que não vendeu seus valores mobiliários por preço distorcido? Se o que potencialmente afetaria a esfera de interesses do investidor é ter ativo com preço artificial, ao se descobrir a falha informacional e corrigir o preço, qual seria a redução patrimonial sofrida pelo investidor?

A ocorrência do ilícito não pode ser confundida com a efetiva redução patrimonial do lesado. O fato de o público indeterminado de potenciais investidores ter interesse legítimo e tutelado às informações obrigatórias exigidas das companhias não leva à conclusão de que o descumprimento do dever, por si só, ocasionaria um dano patrimonial àquele que não realizou compra, nem venda, pelo preço distorcido.

E, pior, a quantificação dos danos, segundo essa aceção, estaria baseada na diferença entre duas variáveis de preço que jamais foram usadas em negócios realizados pelo suposto lesado. A cotação artificial é mera referência dos preços dos negócios de compra e de venda que estão sendo realizados no mercado secundário – portanto, se o investidor não comprou ou não vendeu, a cotação do período era apenas valor de referência. O preço hipotético seria, por sua vez, o preço dos negócios realizados no mercado secundário se a informação tivesse sido divulgada. Pergunta-se: como a pessoa que não realizou compra ou não realizou a venda de valores mobiliários poderia ser lesada pela diferença entre duas variáveis hipotéticas?

Igualmente criticável é o critério de quantificação de danos proposto pela jurisprudência francesa e pela doutrina italiana. Diante da falta de critérios para quantificar dano verdadeiramente hipotético, delega-se ao julgador a discricionariedade para definir aquilo que, no período, teria sofrido o investidor que não comprou, nem vendeu, valores mobiliários.

A nosso ver, portanto, essa concepção seria incompatível com o direito brasileiro, não havendo os pressupostos para a caracterização de perda de uma chance pela falha informacional no mercado de valores mobiliários, pelos fundamentos que serão a seguir expostos.

No Brasil, a teoria da perda de uma chance foi, historicamente e de fato, sendo aceita⁵⁴⁰, o que veio a autorizar a indenização relativa não ao dano final sofrido pela vítima, mas à chance perdida⁵⁴¹. A chance passou a ser reconhecida como interesse juridicamente tutelado⁵⁴², com valor econômico próprio. Para tanto, a parte lesada deve ter uma vantagem frustrada, ou um prejuízo inevitável, que é o denominado “dano final”. No entanto – como a conduta do responsável não é condição *sine qua non* para a ocorrência do dano final (pois, afinal, o processo que estava em curso era aleatório) – a parte lesada não tem pretensão indenizatória à totalidade do dano final⁵⁴³. O ilícito deve ser a causa da exclusão ou da redução das chances de que a parte lesada evite o dano final⁵⁴⁴. A indenização, portanto, visa a reparar os danos decorrentes da perda da chance concreta e real existente antes do ilícito⁵⁴⁵.

Há três condições principais para que se aplique a teoria da perda de uma chance. Em primeiro lugar, é preciso demonstrar a existência de chances reais, e sérias, da parte lesada relativas a obter uma vantagem futura, ou a evitar um prejuízo antes da ocorrência do ilícito. A mera esperança subjetiva da parte não é chance provável⁵⁴⁶. Em segundo lugar, deve estar em curso,

⁵⁴⁰ SILVA, Rafael Peteffi da. Responsabilidade civil pela perda de uma chance: uma análise do direito comparado e brasileiro. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2013, pp. 103 e ss.

⁵⁴¹ MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. Vol. V. Tomo II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 539-546; SAVI, Sérgio. Responsabilidade civil por perda de uma chance. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2012, pp. 35 e ss.; NANNI, Giovanni Ettore. “Art. 402”. (in) NANNI, Giovanni Ettore (coord.). Comentários ao Código Civil. São Paulo: Saraiva Educação, 2019, pp. 653-654; CARNAÚBA, Daniel Amaral. Responsabilidade civil pela perda de uma chance: a álea e a técnica. Rio de Janeiro: Forense, 2013, pp. 165-187; NORONHA, Fernando. Direito das Obrigações. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013 (edição e-book), item 8.9 (Dano, causalidade e responsabilidade pela perda de chances), posição 12405 e ss.; SILVA, Rafael Peteffi da. Responsabilidade civil pela perda de uma chance: uma análise do direito comparado e brasileiro. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2013, pp. 191-253; em estudo mais recente, o autor reconhece haver “consolidação doutrinária e jurisprudencial dos parâmetros indicados em obras anteriores (...)”, cf. SILVA, Rafael Peteffi da. “Responsabilidade civil pela perda de uma chance no Brasil: principais requisitos e a consolidação de um modelo jurídico contemporâneo”. (in) BARBOSA, Henrique; SILVA, Jorge Cesa Ferreira da (coord.). A Evolução do Direito Empresarial e Obrigacional - 18 anos do Código Civil (Obrigações & Contratos). Vol. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 723.

⁵⁴² ZANETTI, Cristiano de Sousa. “A perda da chance na arbitragem: em busca do enquadramento devido”. (in) CARMONA, Carlos Alberto; LEMES, Selma Ferreira; MARTINS, Pedro Batista (coord.). 20 anos da Lei de Arbitragem – Homenagem a Petrônio R. Muniz. São Paulo: Atlas, 2017, p. 721.

⁵⁴³ NORONHA, Fernando. Direito das Obrigações. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013 (edição e-book), localização 12475-12484.

⁵⁴⁴ NORONHA, Fernando. Direito das Obrigações. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013 (edição e-book), localização 13076 e ss.

⁵⁴⁵ MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. Vol. V. Tomo II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 545-546.

⁵⁴⁶ MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. Vol. V. Tomo II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 542.

quando o ilícito surte efeitos no lesado⁵⁴⁷, processo aleatório que possa levar o lesado ao resultado positivo almejado. Por fim, o ilícito deve ser a causa adequada da exclusão ou da redução das chances de que o lesado obtenha o resultado positivo, seja porque o ilícito interrompeu o processo causal do lesado, seja porque neste interferiu⁵⁴⁸.

São, portanto, as noções de “chance” e “álea” centrais na responsabilidade civil por perda de chance. “Chance” remete a “*ocasião favorável, oportunidade*”⁵⁴⁹, a “*probabilidade*”⁵⁵⁰, a “*destino favorável; parte de imprevisto afortunado ligada aos acontecimentos*” e, ainda, à noção de “*probabilidade que algo ocorra*”⁵⁵¹. Curiosamente, “chance” deriva do latim “*cadentia*” ou “*cadere*”, que textualmente significa cair⁵⁵². A explicação para a origem da palavra está nos jogos de dados: a chance estaria na “queda” dos dados na mesa, quando a sorte é lançada⁵⁵³. “Álea”, por sua vez, significa “*sorte, risco*”⁵⁵⁴. O termo diz respeito à incerteza sobre a evolução de determinada situação que invoca o risco de perdas ou ganhos⁵⁵⁵. Trata-se do imponderável, do imprevisível, do acaso e da arbitrariedade do acaso⁵⁵⁶. Assim também a palavra “aleatório”, em cujo cerne está a incerteza em relação ao resultado de um evento, que depende da sorte⁵⁵⁷.

⁵⁴⁷ A situação aleatória deve ser preexistente ao evento danoso, isso porque se o evento danoso ocorre antes da situação aleatória, não teria como ter causalidade com sua interrupção, nesse sentido vide VITALE, Laura. La perte de chances en Droit Privé. Paris: LGDJ, 2020, pp. 114-121.

⁵⁴⁸ Não há processo aleatório, se o ilícito é a causa adequada do dano final ou mesmo se a prestação da informação não puder evitar o dano final, a esse respeito vide NORONHA, Fernando. Direito das Obrigações. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013 (edição e-book), localização 13079-13082.

⁵⁴⁹ CUNHA, Antônio Geraldo da. Dicionário etimológico da língua portuguesa. 4. Ed. Rio de Janeiro, Lexikon, 2010, p. 145; FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. Dicionário Aurélio da língua portuguesa. 5. Ed. Curitiba: Positivo, 2010, p. 477.

⁵⁵⁰ FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. Dicionário Aurélio da língua portuguesa. 5. Ed. Curitiba: Positivo, 2010, p. 477.

⁵⁵¹ JEUGE-MAYNART, Isabelle (Org.). Le petit Larousse illustré. Paris: Larousse, 2021, p. 229 (tradução da candidata).

⁵⁵² CUNHA, Antônio Geraldo da. Dicionário etimológico da língua portuguesa. 4. Ed. Rio de Janeiro, Lexikon, 2010, p. 145.

⁵⁵³ BÉNABENT, Alain. La chance et le droit. Paris: LGDJ, 1973, p. 5; VITALE, Laura. La perte de chances en Droit Privé. Paris: LGDJ, 2020, pp. 3-4.

⁵⁵⁴ CUNHA, Antônio Geraldo da. Dicionário etimológico da língua portuguesa. 4. Ed. Rio de Janeiro, Lexikon, 2010, p. 23.

⁵⁵⁵ JEUGE-MAYNART, Isabelle (Org.). Le petit Larousse illustré. Paris: Larousse, 2021, p. 63 (tradução da candidata).

⁵⁵⁶ LASSERRE-KIESOW, Valérie. “Rapport introductive”, (in) L’aléa - Journées nationales Association Henri Capitant. Tomo XIV. Paris: Dalloz, 2011, p. 1.

⁵⁵⁷ “Aléa” e “Aléatoire”, cf. CORNU, Gérard (coord.). Vocabulaire juridique – Association Henri Capitant. 12. Ed. Paris: PUF, 2018.

Nos casos julgados pelo Superior Tribunal de Justiça⁵⁵⁸, a álea está na incerteza quanto (i) ao resultado da ação judicial favorável ou desfavorável ao cliente lesado pela desídia do advogado; (ii) à cura do paciente, no caso de erros médicos; (iii) ao resultado do concurso público, da competição em programa de televisão ou da eleição municipal; ou, ainda, (iv) aos ganhos ou perdas em investimento no mercado de valores mobiliários. Em todos esses casos, a incerteza decorre de fatores incontrolláveis pela parte lesada em razão da perda de uma chance.

No mercado de valores mobiliários, a perda de uma chance por falha informacional, porém, decorreria de incerteza quanto a fator endógeno à parte lesada. Em outras palavras, a chance tutelada dependeria exclusivamente da *vontade* do investidor. O objeto da tutela jurisdicional seria a “chance” de *decidir* comprar, vender ou manter determinados valores mobiliários diante das informações obrigatórias divulgadas ao mercado. Daí porque a jurisprudência francesa já se referiu à perda de chance “*de investir em outro lugar suas economias*”⁵⁵⁹ ou “*de poder arbitrar melhor sua escolha entre comprar, manter ou vender valores mobiliários*”⁵⁶⁰.

Trata-se do que veio a ser denominado como “*álea decisória*”⁵⁶¹, que ocorre quando a parte lesada está em um processo com resultado incerto dependente do seu livre-arbítrio ou daquele

⁵⁵⁸ A doutrina e a jurisprudência reconhecem a pretensão indenizatória ao lesado em casos como o da parte que vê suas chances de sucesso em ação judicial subtraídas com a desídia do advogado (AgInt no AREsp 1488134/SP, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 03/09/2019; AgInt no AREsp 1333056/PR, Rel. Ministro Raul Araújo, Quarta Turma, julgado em 17/12/2019; REsp 993.936/RJ, Rel. Ministro Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 27/3/2012). Ou, como o caso do paciente que vê suas chances de cura reduzidas por inadequação do tratamento prescrito pelo médico (REsp 1254141/PR, Rel. Ministra Nancy Andrihgi, Terceira Turma, julgado em 04/12/2012), ou pelo atraso no fornecimento do medicamento pelo Estado (AgRg no AREsp 173.148/RJ, Rel. Ministra Assusete Magalhães, Segunda Turma, julgado em 03/12/2015). Ou, ainda, em casos como o do candidato que é ilícitamente impedido de participar do concurso público (EREsp 825.037/DF, Rel. Ministra Eliana Calmon, Corte Especial, julgado em 01/02/2011). Também, nos casos em que o candidato, ao prêmio milionário em programa de televisão, perde a chance de ganhar por erro na última pergunta do programa (REsp 788.459/BA, Rel. Ministro Fernando Gonçalves, Quarta Turma, julgado em 08/11/2005). Também já foi considerada perda de uma chance o caso do competidor de *reality show* que foi eliminado por erro na contagem de pontos (REsp 1757936/SP, Rel. Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, julgado em 20/08/2019). Igualmente, o caso do candidato a vereador que perdeu a eleição por pequena margem de votos, alegadamente pela divulgação falsa por uma rádio local de que sua candidatura tinha sido cassada (REsp 821.004/MG, Rel. Ministro Sidnei Beneti, Terceira Turma, julgado em 19/08/2010). Ou, por fim, o caso do investidor que perdeu a chance de vender suas ações em companhia aberta em momento futuro, em decorrência da venda não autorizada de suas ações pela instituição intermediária (REsp 1540153/RS, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 17/04/2018).

⁵⁵⁹ Tribunal de Grande Instance de Guéret, statuant en matière commerciale, 20 févr. 2007, n° 06/00052 (“Caso Gaudriot”); Cass. com. 9 mars 2010, n° 08-21.547 et 08-21.793 (“Caso Gaudriot”).

⁵⁶⁰ Tribunal de Commerce de Créteil, 2e ch., 19 janv. 2010, n. 2005F00978 (“Caso Marionnaud”); Cour d’appel de Paris, pôle 5 ch. 7, 19 mars 2013, n° 2011/06831 (“Caso Marionnaud”); Cass. com. 6 mai 2014, n° 13-17632 et 13-18473 (“Caso Marionnaud”).

⁵⁶¹ MINET, Alice. La perte de chance en droit administrative. Paris: LGDJ, 2014, pp. 67-78, em especial pp. 73-78; VITALE, Laura. La perte de chances en Droit Privé. Paris: LGDJ, 2020, pp. 151-182, em especial 151-180.

de terceiros⁵⁶². A subjetividade inerente à álea decisória a contrapõe à álea por fatores objetivos, técnicos ou contextuais, que fugiriam da livre apreciação e da decisão de pessoa ou órgão. Se a álea objetiva ou contextual, como regra geral, permite a avaliação da probabilidade de sucesso da chance da parte lesada, a álea decisória, por depender do processo de decisão subjetiva de pessoa ou de conjunto de pessoas, não permite avaliação probabilística adequada⁵⁶³.

Seguindo o entendimento majoritário da doutrina e da jurisprudência francesas, Laura Vitale defende que o descumprimento de dever de informar pode ocasionar perda de uma chance indenizável à parte credora da informação que não pôde tomar sua decisão de forma informada. Ainda segundo Vitale, a única diferença entre a álea decisória e aquela existente nas demais hipóteses de perda de uma chance é a fonte de incerteza; no primeiro caso, é interna à vítima; nos demais casos, externa. Em verdade, conforme a autora, o conceito de “álea” – entendido pela maneira imprevisível como os eventos ocorrem – não permite reduzir os eventos em si apenas às hipóteses tradicionais. Vitale sustenta, portanto, que diversos tipos de chance tradicionalmente consideradas como indenizáveis, no direito francês, repousam na vítima⁵⁶⁴, por exemplo, quando a chance depende de aptidões psicológicas, cognitivas ou esportivas de um candidato a concurso, da reação do corpo humano a determinada terapia médica.

Da mesma forma, Alice Minet⁵⁶⁵ afirma que o paciente pode perder chance indenizável em razão do descumprimento pelo médico de dever de informar sobre os riscos de tratamento ou de intervenção. Embora a autora reconheça que não se trate exatamente de “chance”, mas de “escolha”, Minet⁵⁶⁶ também afirma que a possibilidade de que a escolha de não se submeter a um tratamento, ou a uma intervenção de risco, poderia ser favorável ao paciente, o que justificaria a aplicação da mesma lógica da teoria da perda de uma chance.

Johan Prorok, por sua vez, sustenta que, em determinados casos, a teoria da perda de chance pode ser adotada para indenizar certos investidores. É o caso dos investidores institucionais, que analisam as informações públicas e que possuem registro do processo decisório tomado

⁵⁶² Nesse sentido também observou Vacarie quanto à decisão do lesado de contratar em contraposição à decisão de terceiro de contratar com o lesado, cf. VACARIE, Isabelle. “La perte d’une chance”, *Revue de la Recherche Juridique*, n. 3, 1987, p. 921.

⁵⁶³ VITALE, Laura. *La perte de chances en Droit Privé*. Paris: LGDJ, 2020, pp. 466-485.

⁵⁶⁴ VITALE, Laura. *La perte de chances en Droit Privé*. Paris: LGDJ, 2020, pp. 154-155.

⁵⁶⁵ MINET, Alice. *La perte de chance en droit administrative*. Paris: LGDJ, 2014, pp. 78-81

⁵⁶⁶ MINET, Alice. *La perte de chance en droit administrative*. Paris: LGDJ, 2014, pp. 78-81

internamente que levou ao investimento em determinado valor mobiliário. Assim, quando não houver certeza sobre se o investidor teria tomado outra decisão, caso não houvesse a falha informacional, Prorok defende que o investidor poderia ser indenizado pela perda da chance, calculada com base na probabilidade de o investidor ter tomado melhor decisão⁵⁶⁷.

Inobstante a aceitação jurisprudencial da perda de uma chance envolvendo álea decisória no direito francês, parte da doutrina critica a aplicação aos casos em que a “chance” depende exclusivamente da vontade da própria vítima.

Isabelle Vacarie, por exemplo, pondera que à chance é atribuído o imprevisto, o imprevisível, o desconhecido, o incerto, o inexplicável, o fortuito, justamente porque “*a chance começa onde termina o poder humano*”. No direito francês, a autora identifica, na aceitação da teoria da perda de uma chance, a quebra do paradigma de “*homem nobre e mestre de si mesmo e do seu próprio destino*” que originou o Código Civil napoleônico, demonstrando o reconhecimento que nem tudo está sob o controle e o poder do indivíduo. A chance seria a antinomia da vontade: *onde há chance, não há vontade*⁵⁶⁸. Em virtude disso, Vacarie conclui que, quando o contratante não recebeu todas as informações devidas na fase pré-contratual, o papel da própria vontade, no resultado do processo em que se encontrava, exclui a existência de uma chance indenizável⁵⁶⁹. Se o resultado do processo dependia exclusivamente do exercício da vontade do próprio lesado, não havia – e não há – processo aleatório.

Na mesma orientação se posicionou Fabre-Magnan⁵⁷⁰, para quem não há perda de uma chance, se a incerteza repousa sobre a atitude da parte lesada. Utilizar a noção da perda de uma chance para quando não se sabe qual teria sido a decisão do lesado, se recebesse a informação, consiste em confundir dano e nexa causal. Isso porque o dano da parte que não recebeu a informação não é a impossibilidade de decidir, nem de manifestar, sua vontade devidamente informada, mas o resultado da decisão tomada. A eventual aplicação da teoria da perda de uma chance aos casos de descumprimento de dever de informar somente será cabível, segundo a autora, se houver certeza de qual decisão o lesado teria tomado. Caso em que a falha informacional poderia ensejar a perda de uma chance, segundo a autora, seria aquele em que o médico não informa ao

⁵⁶⁷ PROROK, Johan. La responsabilité civile sur les marchés financiers. Paris: LGDJ, 2019, p. 505.

⁵⁶⁸ VACARIE, Isabelle. “La perte d’une chance”, Revue de la Recherche Juridique, n. 3, 1987, pp. 906-907.

⁵⁶⁹ VACARIE, Isabelle. “La perte d’une chance”, Revue de la Recherche Juridique, n. 3, 1987, pp. 909-910.

⁵⁷⁰ FABRE-MAGNAN, Muriel. De l’obligation d’information dans les contrats. Paris: LGDJ, 1992, pp.477-493, em especial n. 606, 617 e 618.

paciente a existência de um medicamento, cuja estatística aponta que, em 75% dos casos, há melhora do paciente. A perda de chance nesse caso tem como elemento de incerteza o resultado almejado: a cura do paciente. Para que perda da chance de cura seja indenizável, portanto, a conduta que o paciente teria tido se recebesse a informação do médico não pode ser incerta. Pelo contrário: a decisão de tomar o medicamento após receber a informação do médico seria pressuposto para a caracterização da chance de cura⁵⁷¹. Ao final, Fabre-Magnan conclui que seria um grave desvio da noção da perda de uma chance afirmar que se o credor tivesse recebido uma informação, ele não teria podido modificar seu comportamento⁵⁷².

Ainda no mesmo sentido, Daniel Carnaúba⁵⁷³ sustentou que – embora, para o juiz e para o réu, a decisão do credor sobre a informação possa ser aleatória, na acepção de ser imprevisível –, para o próprio credor, a decisão jamais poderá ser aleatória. Se é a própria vítima a única pessoa que tem controle sobre o resultado do processo decisório, ela não detém “chance” de sucesso em relação a um processo causal controlado por ela mesma.

A nosso ver, o descumprimento de dever de informar pela companhia e seus administradores não causa a perda de chance de realizar melhor investimento no mercado de valores mobiliários aos investidores enganados pela falha informacional.

Em primeiro lugar, como identificado por parte da doutrina francesa, não há como compatibilizar, de um lado, as noções de “chance” e “processo aleatório” com, de outro lado, o conceito de “processo decisório”, quando este for dependente exclusivamente da vontade do próprio investidor⁵⁷⁴. Quem é lesado pela perda de uma chance deve estar em posição jurídica que lhe assegure a possibilidade de tentar obter resultado favorável, mas imprevisível. Se os elementos essenciais da chance são a incerteza e a imprevisibilidade quanto ao resultado favorável, não haverá

⁵⁷¹ FABRE-MAGNAN, Muriel. De l'obligation d'information dans les contrats. Paris: LGDJ, 1992, pp. 492-493.

⁵⁷² FABRE-MAGNAN, Muriel. De l'obligation d'information dans les contrats. Paris: LGDJ, 1992, p. 482.

⁵⁷³ CARNAÚBA, Daniel Amaral. Responsabilidade civil pela perda de uma chance: a álea e a técnica. Rio de Janeiro: Forense, 2013, pp. 149-153 (ressalta-se que o livro de Daniel Carnaúba é fruto da sua dissertação de mestrado defendida na Universidade de Paris I, sob a orientação de Muriel Fabre-Magnan. Embora no último capítulo do livro o autor tenha incluído análise da teoria da perda de uma chance no Direito brasileiro, trecho ora referido restringe-se à análise do Direito francês).

⁵⁷⁴ Considerando o escopo deste trabalho, as conclusões ora alcançadas delimitam-se às hipóteses em que o investidor decidiu (i) subscrever, (ii) comprar, (iii) vender, (iv) não subscrever, (v) não comprar, (vi) não vender os valores mobiliários da companhia aberta em oferta pública de emissão ou no mercado secundário, sem deter as informações devidas. Não estão abrangidos nessa análise eventuais negociações, compras ou vendas de valores mobiliários fora do mercado regulado de valores mobiliários.

chance, se o resultado depender exclusivamente da vontade do próprio titular na realização de investimentos no mercado de valores mobiliários.

A mesma lógica foi adotada para diferenciar, de um lado, as condições potestativas e, de outro, as causais e mistas. Já que a condição é qualificada como cláusula que subordina o efeito do negócio jurídico a evento futuro e incerto⁵⁷⁵, previu-se como condição defensiva aquela que sujeite os efeitos do negócio jurídico exclusivamente ao arbítrio de uma das partes⁵⁷⁶. É pressuposto, para a condição, a incerteza das partes quanto à ocorrência de determinado evento futuro e incerto, dada a indisponibilidade de dados decisivos para tanto⁵⁷⁷. O mesmo poderia ser dito em relação aos contratos aleatórios. A aleatoriedade do contrato pressupõe a incerteza e a imprevisibilidade em relação ao risco assumido no contrato. Se, porém, for comprovado que um dos contratantes sabia da consumação do risco assumido pela outra parte, o contrato aleatório será anulável por dolo⁵⁷⁸. Em outras palavras, a noção de “álea” é incompatível com o controle, ou com o conhecimento, da parte sobre a ocorrência, ou não, do risco a esta inerente.

Em segundo lugar, a teoria da perda de uma chance requer a prévia existência de chance séria e real, ou, ainda, concreta⁵⁷⁹. Essa teoria não deve servir para socorrer o investidor que não consiga fazer prova da causalidade em relação ao dano final⁵⁸⁰. Sob esse requisito, a seriedade da chance depende da prova (i) da probabilidade de a parte utilizar-se da chance e (ii) da possibilidade de a chance levar a parte ao resultado favorável almejado⁵⁸¹. Não seria possível presumir que, se o investidor tivesse recebido a informação, ele teria tomado decisão que evitaria o dano final. Seria, portanto, incompatível com a exigência de seriedade da chance a mera restrição da “*liberdade de arbitrar no mercado de valores mobiliários detendo todas as informações exigíveis*”, como passou a ser aceito em França.

⁵⁷⁵ Art. 121, CC.

⁵⁷⁶ Art. 122, CC.

⁵⁷⁷ MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. *Condição suspensiva – Função, estrutura e regime jurídico*. São Paulo: Almedina, 2017, p. 57

⁵⁷⁸ Art. 461, CC.

⁵⁷⁹ PROROK, Johan. *La responsabilité civile sur les marchés financiers*. Paris: LGDJ, 2019, pp. 350 e ss.

⁵⁸⁰ No mesmo sentido, vide CHACORNAC, Jérôme. *Essai sur les fonctions de l’information en droit des instruments financiers*. Paris: Dalloz, 2014, p. 503.

⁵⁸¹ SILVA, Rafael Peteffi da. “Responsabilidade civil pela perda de uma chance no Brasil: principais requisitos e a consolidação de um modelo jurídico contemporâneo”. (in) BARBOSA, Henrique; SILVA, Jorge Cesa Ferreira da (coord.). *A Evolução do Direito Empresarial e Obrigacional - 18 anos do Código Civil (Obrigações & Contratos)*. Vol. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 728-730.

Com efeito, a aplicação da teoria da perda de chance – para os casos em que o processo causal em curso é a própria tomada de decisão do investidor – dependeria da demonstração da probabilidade de que o investidor, se detivesse a informação, tomaria outra decisão. Ocorre que são inúmeros os fatores subjetivos e objetivos que influenciam a decisão de determinado indivíduo, sendo ainda mais complexo precisá-los após a tomada de decisão à luz de fatos novos⁵⁸². A esse respeito, Vitale⁵⁸³ propõe como critério para aplicação da teoria da perda de chance a possibilidade de avaliação racional da chance, nos casos em que o processo causal em curso for decisório. Não haveria, portanto, perda de uma chance nos casos em que o processo decisório fosse puramente subjetivo, ou quando não houvesse critérios racionais para apreciar de qual seria a chance de aquele indivíduo tomar tal ou qual decisão. Para Vitale, porém, a decisão de investimento de investidores profissionais atenderia ao requisito da avaliação racional da chance, pois se fundamentaria em modelos matemáticos dentro de um processo de avaliação preciso. A solução é, porém, insuficiente para precisar a probabilidade de o investidor tanto utilizar-se da chance, como de obter o resultado almejado.

Em verdade, raramente uma única informação específica será a causa da tomada de decisão de comprar, vender ou manter a titularidade de determinado valor mobiliário⁵⁸⁴. Além disso, muitas vezes, a decisão de investimento não estará pautada em análise racional quanto às perspectivas de risco e de retorno financeiro baseadas em informações disponíveis⁵⁸⁵. Conforme recentes estudos sobre economia comportamental vêm demonstrando, as decisões de investimento também são afetadas por crenças emocionais irracionais dos investidores, prejudicando a tomada de decisão com base nas informações disponíveis no mercado⁵⁸⁶. Ainda, mesmo que determinada falha informacional tenha influenciado a tomada de decisão do investidor, será muito difícil ao

⁵⁸² VITALE, Laura. La perte de chances en Droit Privé. Paris: LGDJ, 2020, p. 231.

⁵⁸³ VITALE, Laura. La perte de chances en Droit Privé. Paris: LGDJ, 2020, pp. 206-240, 244-245.

⁵⁸⁴ PROROK, Johan. La responsabilité civile sur les marchés financiers. Paris: LGDJ, 2019, p. 166.

⁵⁸⁵ SHILLER, Robert J. Irrational exuberance. 3. Ed. Princeton: Princeton University Press, 2015, p. 80.

⁵⁸⁶ SHILLER, Robert J., “Speculative Asset Prices”, American Economic Review, vol. 104, n. 6, 2014, pp. 1486–1517.

investidor fazer prova de que, se soubesse da informação verdadeira, teria tomado outra decisão⁵⁸⁷-
588

Mesmo no caso de investidores profissionais, cuja decisão de investimento siga um processo decisório racional e documentado, não há elementos objetivos para precisar tanto a probabilidade da alteração da decisão em vista da informação, como a probabilidade de obtenção do resultado almejado. Não são ciência matemática aferir a interpretação que investidores profissionais teriam de informações omitidas, nem qual teria sido a relevância dessas informações, ou mesmo se a interpretação de uma informação falsa exerceria qualquer impacto na mudança de decisão de um investidor profissional. Agrega-se a isso a incerteza quanto à eventual alteração do preço dos valores mobiliários no mercado secundário, que também impactaria na decisão do investidor.

A impossibilidade de precisar a probabilidade da chance decorrente de álea decisória é reconhecida, inclusive, por Vitale⁵⁸⁹ e por Minet⁵⁹⁰. Diante disso, as autoras propõem que a avaliação das chances seja feita pelo método “tudo ou nada” (“*tout ou rien*”), por meio do qual “o juiz deve determinar qual o sentido da decisão que teria sido tomada”⁵⁹¹. Assim, com base em juízo de verossimilhança, “o juiz presumirá se as chances perdidas teriam prosperado ou não”⁵⁹². Se puder presumir a decisão do investidor, a indenização será na medida do dano final. Se, porém, não puder presumir a decisão do investidor, não há indenização cabível⁵⁹³. Em outras palavras, embora tanto Vitale como Minet qualifiquem esse tipo de dano como “perda de uma chance”, esse método de quantificação dos danos é, na verdade, presunção denexo causal entre ilícito e dano final⁵⁹⁴. Ou seja, trata-se de tentativa de presumir o nexocausal entre a falha informacional e o

⁵⁸⁷ Esse foi o motivo pelo qual as cortes norte-americanas passaram a aceitar a teoria da *fraud on the market* nas *class actions*, estabelecendo, por meio dessa teoria, presunção de que os investidores confiariam no preço de mercado, o qual deveria refletir as informações devidas, cf. COFFEE JUNIOR, John C.; SALE, Hillary A.; HENDERSON, M. Todd. *Securities regulation – Cases and materials*. 13. Ed. St. Paul: Thomson Reuters, 2015, p. 1137.

⁵⁸⁸ Em relação à omissão informacional, nos Estados Unidos, exige-se que o autor comprove que, dada a relevância da informação omitida para a sua tomada de decisão, ele teria confiado na informação omitida se tivesse sido divulgada, haja vista a impossibilidade de prova da real confiança na informação em um cenário tão hipotético, cf. DOYLE, Jeanne F. “The Fraud on the Market Theory: A Unified Concept of Causation in Rule 10b-5 Open Market Actions”, *Loyola University Law Journal*, vol. 12, 1981, p. 730.

⁵⁸⁹ VITALE, Laura. *La perte de chances en Droit Privé*. Paris: LGDJ, 2020, p. 499.

⁵⁹⁰ MINET, Alice. *La perte de chance en droit administrative*. Paris: LGDJ, 2014, pp. 416 e ss.

⁵⁹¹ VITALE, Laura. *La perte de chances en Droit Privé*. Paris: LGDJ, 2020, p. 499.

⁵⁹² VITALE, Laura. *La perte de chances en Droit Privé*. Paris: LGDJ, 2020, p. 499.

⁵⁹³ VITALE, Laura. *La perte de chances en Droit Privé*. Paris: LGDJ, 2020, p. 499.

⁵⁹⁴ Parte da doutrina francesa critica a adoção da teoria da perda de uma chance para indenizar vítimas de eventos aleatórios sem nexocausalidade com o ato do responsável, pois, ao final, a responsabilidade civil seria forma de

dano pela compra ou venda de valores mobiliários por preço distorcido, com a qual não se pode concordar.

Assim, ainda que, em tese, fosse possível cogitar a aplicação da teoria perda de uma chance aos casos de falha informacional no mercado de valores mobiliários, não nos parece que existam os elementos mínimos para existência de chance séria, real e, conseqüentemente, indenizável. Isso porque não há incerteza quanto ao resultado, se este depende exclusivamente da vontade do investidor. Além disso, não há como demonstrar a probabilidade de a parte utilizar-se da chance, ou, ainda, de a chance levar a parte a resultado favorável.

Analisadas as duas hipóteses de danos pela interferência da falha informacional na decisão do investidor, cabe, agora, enfrentar o dano informacional pela distorção do preço dos valores mobiliários.

2.2.1.2. Dano informacional pela distorção do preço dos valores mobiliários

Até aqui, vimos que os deveres de informar da companhia aberta visam a tutelar interesses coletivos e individuais dos investidores, eminentemente, o interesse à decisão informada de investimento e à formação hígida dos preços no mercado de capitais (*i.e.*, formação do preço pelos mecanismos do mercado, sem interferências ilícitas, como falha informacional, manipulação de preços e *insider trading*). Além disso, sustentamos que o dano do investidor, com base na noção normativa de dano, consiste na diferença desfavorável entre a situação jurídica atual do lesado e a situação jurídica em que ele estaria se não tivesse ocorrido o evento danoso.

Contextualizando para os negócios realizados no mercado de valores mobiliários, o dano informacional ocorreria se o investidor tiver subscrito ou comprado valores mobiliários por preço superior ao que poderia ter subscrito ou comprado, caso, por sua vez, não tivesse ocorrido a falha informacional. Igualmente, ocorreria o dano, se o investidor tivesse vendido valores mobiliários por preço inferior ao que poderia ter vendido, caso, por sua vez, não tivesse ocorrido a falha informacional. Ocorre que não basta apenas a realização de negócio durante o interregno de tempo

transferir o risco de evento aleatório a quem não tem como controlá-lo, cf. WILLIATTE-PELLITTERI, Lina. Contribution à l'élaboration d'un droit civil des événements aléatoires dommageables. Paris: LGDJ, 2009, pp195-208.

em que a falha informacional não foi desmentida. É preciso, também, que a informação omitida, ou falseada, seja relevante para a precificação dos valores mobiliários, dentro das circunstâncias fáticas subjacentes⁵⁹⁵. Embora o ilícito tenha ocorrido e esteja surtindo efeitos, até a descoberta da falha informacional, o preço de mercado dos valores mobiliários não terá sido corrigido.

A maneira pela qual esses dois momentos distintos se relacionam para a ocorrência do dano é o que nos cabe analisar a seguir. Alerta-se, porém, desde já, que, para melhor compreensão da tese ora defendida, questões de maior complexidade relativas à comprovação do dano não serão consideradas neste momento. Incluam-se, entre essas questões, por exemplo, como demonstrar se a informação foi relevante para a precificação dos valores mobiliários, ou mesmo quando ocorreu a falha informacional e quando ela foi descoberta. Isso porque, reafirme-se, a cotação dos valores mobiliários oscila, a cada milissegundo, por fatores dos mais diversos, diante da infinidade de informações contínuas e relevantes para a avaliação dos valores mobiliários. Muito embora seja essencial definir os critérios para a identificação do dano informacional, na prática, estabelecer se e quando dada informação falsa ou verdadeira foi relevante para a precificação dos valores mobiliários é desafio hercúleo. É o que se pretenderá demonstrar no terceiro capítulo, em que trataremos do nexa causal.

Com essas ressalvas, cabe analisar mais detidamente os dois pré-requisitos para o surgimento da pretensão indenizatória em decorrência da distorção do preço dos valores mobiliários pela falha informacional: negócio jurídico e correção do preço.

2.2.1.2.1. Requisito do negócio jurídico

Os prejuízos causados aos investidores pela distorção do preço dos valores mobiliários por causa da falha informacional são aqueles com potencial de atingir maior número de lesados, pois não há que se perquirir nem o conhecimento, nem o engano do investidor pela falha

⁵⁹⁵ ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. “Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto”. (in) ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 251.

informacional. Diferentemente do direito norte-americano⁵⁹⁶, no direito brasileiro, a confiança do investidor na informação falsa (“*reliance*”, “*transaction causation*”) não é pressuposto da responsabilidade civil por danos causados pela distorção ilícita no preço dos valores mobiliários⁵⁹⁷. Como a tutela não se volta à *formação da vontade*, como ocorre no regime do dolo principal e dolo accidental, visto no item 2.2.1.1.1, mas à *formação hígida dos preços dos valores mobiliários*, é irrelevante se o investidor somente realizou o negócio por ter sido enganado pela falha informacional. Se for comprovado que a coletividade de investidores foi enganada, ao negociarem no mercado de valores mobiliários sem informação relevante para a precificação, cada investidor que negociou no período poderá ter sido lesado pelo preço distorcido⁵⁹⁸.

O investidor, porém, não sofre nenhum dano informacional, se não tiver subscrito, comprado, nem vendido valores mobiliários, pois a realização do dano patrimonial somente ocorre com o desembolso do preço inflacionado, ou com o recebimento de preço deflacionado, e com a posterior correção do preço pela descoberta da falha informacional. É o que se chama de “requisito do negócio jurídico” (“*in connection with requirement*”⁵⁹⁹, “*Transaktionserfordernis*”⁶⁰⁰), exigido, no direito norte-americano e no direito alemão, para configuração do dano informacional.

⁵⁹⁶ No direito norte-americano, é exigido que o investidor tenha confiado nas informações falsas divulgadas no mercado de valores mobiliários para que tenha direito de ação com base na Section 10(b), Securities Exchange Act, e, Rule 10b-5, da Securities Exchange Commission. No entanto, como observam Golberg e Zipursky, a partir da decisão do caso *Basic v. Levinson* (*Basic, Inc. v. Levinson*, 108 S. Ct. 978, 982-83 (1988)), pode-se afirmar que o requisito da *reliance* ou da confiança na falha informacional deixou de ser elemento genuíno do ilícito da fraude no mercado de valores mobiliários, cf. GOLDBERG, John C. P.; ZIPURSKY, Benjamin C., “The fraud-on-the-Market Tort”, *Vanderbilt Law Review* Vol. 66, 2013, p. 1791.

⁵⁹⁷ Assim também na Itália, cuja corte de cassação já reconheceu que não é requisito da responsabilidade civil por falha informacional no prospecto a prova de que o investidor confiou nas informações falsas, cf. Corte Cass., sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056.

⁵⁹⁸ Essa é também a premissa que fundamentou a *fraud-on-the-market theory* nos Estados Unidos. Ressalta-se, porém, que no direito brasileiro não é necessária qualquer presunção para desonerar os investidores da prova da confiança na informação. A responsabilidade extracontratual no nosso sistema não exige esse requisito próprio do *deceit* da *common law*. A respeito da transposição do regime de *common law* para o mercado de capitais norte-americano, vide GOLDBERG, John C. P.; ZIPURSKY, Benjamin C. “The fraud-on-the-Market Tort”, *Vanderbilt Law Review* Vol. 66, 2013, pp. 1763-1764; *Basic, Inc. v. Levinson*, 108 S. Ct. 978, 982-83 (1988).

⁵⁹⁹ “Embora os danos sofridos por compradores e vendedores que buscam uma causa de ação conforme § 10 (b) possam, ocasionalmente, ser difíceis de apurar, *Affiliated Ute Citizens v. Estados Unidos*, 406 US at 406 US 155, principalmente, tais compradores e vendedores pelo menos procuram basear a indenização no número demonstrável de ações negociadas. Em contraste, um requerente putativo, que não compra nem vende títulos, mas processa por prejuízo econômico intangível, como perda de uma oportunidade não contratual de comprar ou vender, tem mais probabilidade de buscar uma recuperação amplamente conjectural e especulativa, em que o número de ações envolvidas dependerá da hipótese subjetiva do reclamante” (tradução da candidata), cf. *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975), pp. 734-735.

⁶⁰⁰ HELLGARDT, Alexander. *Kapitalmarktdelikttsrecht*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, pp. 341-344.

A manutenção da titularidade de valores mobiliários cujo preço varie para mais ou para menos com a divulgação e com a posterior descoberta da falha informacional, gera apenas uma distorção do preço de um bem pertencente ao patrimônio do investidor e, posteriormente, uma correção dessa distorção, quando a falha é descoberta. É imprescindível que o investidor tenha realizado subscrição, a compra ou a venda de valores mobiliários no período em que o preço estava distorcido pela falha informacional.

Discorda-se, portanto, de parcela da doutrina brasileira que reconhece como dano indenizável aquele ocorrido pela mera oscilação do preço de mercado dos valores mobiliários, quando descoberta a falha informacional. A esse respeito, Arnaldo Wald⁶⁰¹ defendeu que a falha informacional enseja dano aos acionistas ou ex-acionistas quando “*enseja a desvalorização d cotação das ações da companhia*”. Para o autor, não seria, ao que parece, necessário distinguir acionistas e ex-acionistas entre, de um lado, aqueles que compraram ações por preço inflacionado e as mantiveram até a descoberta da falha informacional e, de outro lado, aqueles que compraram ações antes da falha informacional e as venderam no interregno entre a falha informacional e a descoberta por preço deflacionado. Sob essa perspectiva, por exemplo, o ex-acionista que tenha sido beneficiado pela falha informacional, ao vender suas ações por preço ilicitamente inflacionado, teria pretensão indenizatória contra a companhia quando fosse descoberta a falha informacional.

Fábio Ulhoa Coelho⁶⁰², por sua vez, sustenta que tanto o acionista que manteve suas ações após a desvalorização decorrente da descoberta, quanto aquele que as vendeu após esse período teriam sofrido dano indenizável. No mesmo sentido, Modesto Carvalhosa e Marçal Justen Filho⁶⁰³ afirmam que o investidor sofreria danos pela redução do valor de mercado das ações, quando a companhia descumprisse deveres de informar. Ao que parece, na visão dos autores, todos os

⁶⁰¹ WALD, Arnaldo. “A responsabilidade da companhia aberta pelos prejuízos decorrentes de omissão de fatos relevantes e da divulgação de demonstrações financeiras com informações falsas ou distorcidas”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 159-164.

⁶⁰² COELHO, Fábio Ulhoa. “Parecer”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 190.

⁶⁰³ CARVALHOSA, Modesto. “Parecer Jurídico”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 41; JUSTEN FILHO, Marçal. “Parecer sobre a responsabilidade direta da sociedade de economia mista por danos acarretados aos investidores”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 245-248.

acionistas da companhia ao tempo da descoberta da falha informacional sofreriam danos. Imagine-se, por exemplo, o caso do acionista que adquiriu ações antes da falha informacional por \$5. Considere que, após dois anos da aquisição, a cotação das ações estava no patamar de \$25, e passou ao patamar de \$30, após a divulgação de informação falsa sobre os negócios sociais. Se, posteriormente, ao ser descoberta a mentira, a cotação retornar ao patamar de \$25: qual seria o dano do investidor que adquiriu as ações por \$5? Sob a perspectiva dos autores referidos acima, o acionista que adquiriu as suas ações por \$5 quando o preço não estava distorcido teria pretensão indenizatória com base na oscilação da cotação de \$30 para \$25.

Lucas Barros, igualmente, como visto no item 2.2.1.1.2, sustenta que o investidor que não vendeu seus valores mobiliários, durante o período relevante, ou o investidor que não comprou valores mobiliários, durante o período relevante, sofreria danos⁶⁰⁴. Segundo Barros, o investidor que não vendeu e o que não comprou valores mobiliários no período relevante sofreria danos emergentes calculados pela “*diferença entre o preço artificial (mais elevado) e o preço hipotético*”. Além disso, segundo o autor, esses mesmos investidores, que não venderam nem compraram valores mobiliários por preço distorcido, sofreriam lucros cessantes “*correspondentes à não aplicação dos valores correspondentes a tal diferença em outros investimentos, desde a data de ocorrência das falhas informacionais até o ressarcimento dos prejuízos*”⁶⁰⁵.

A nosso ver, essa variação reflete risco inerente à titularidade de ações de companhia aberta, não havendo nenhum dano indenizável. Portanto, a variação reflete meramente a correção de preço que estava distorcido pela falha informacional e, conquanto até possa exercer algum impacto no patrimônio nem do acionista, não lhe causa verdadeiro dano indenizável. A mesma conclusão se aplica, com mais razão, a quaisquer terceiros que nem possuem valores mobiliários de emissão da companhia. Assim, a situação jurídica atual e real do acionista após a descoberta em nada se alteraria, se não tivesse ocorrido a falha informacional. Se o dever de informar tivesse sido cumprido no aniversário de dois anos da aquisição das ações pelo investidor, teria ocorrido apenas a atualização da avaliação de mercado, devido a notícias negativas sobre a companhia e exatamente

⁶⁰⁴ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. A responsabilidade das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2021, pp. 184-187.

⁶⁰⁵ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. A responsabilidade das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2021, pp. 248-249.

como ocorreu quando da descoberta. Diferente, porém, seria o caso do acionista que adquiriu as ações da companhia logo após a divulgação da informação falsa por \$30 e as manteve até a descoberta da falha informacional. Nesse caso, o acionista pagou preço inflacionado que foi corrigido na data da descoberta, impedindo que o acionista revendesse o valor mobiliário por preço distorcido pela mesma falha informacional.

A nosso ver, se o investidor não tiver subscrito, comprado ou vendido valores mobiliários por preços distorcidos pela falha informacional, a mera oscilação do preço dos valores mobiliários já detidos por esse investidor não constituirá dano. Desse modo, ainda que a falha informacional tenha ocasionado preço deflacionado (*i.e.* no caso de divulgação de informação falsa negativa), ao se descobrir a falha informacional, o preço de mercado será naturalmente corrigido caso a informação ainda seja relevante. Da mesma forma, nos casos em que a falha informacional gerou preço inflacionado, a descoberta da falha informacional com a consequente queda do preço dos valores mobiliários, apenas corrige a avaliação equivocada dos valores mobiliários.

Não basta apenas que o investidor tenha subscrito, comprado ou vendido valores mobiliários por preço distorcido pela falha informacional: é preciso também que, na data da descoberta da falha informacional, o preço seja corrigido.

2.2.1.2.2. *Requisito da correção do preço de mercado*

A determinação de como o dano informacional por distorção do preço ocorre é objeto de controvérsia, seja pela complexidade da determinação, seja pela relevância em definir quais investidores podem ser lesados pela falha informacional e em definir, ainda, como estes devem comprovar o nexo causal⁶⁰⁶.

⁶⁰⁶ Vide, a respeito, no direito brasileiro: CARVALHOSA, Modesto. “Parecer Jurídico”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 41; WALD, Arnoldo. “A responsabilidade da companhia aberta pelos prejuízos decorrentes de omissão de fatos relevantes e da divulgação de demonstrações financeiras com informações falsas ou distorcidas”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 159-164; COELHO, Fábio Ulhoa. “Parecer”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 190; JUSTEN FILHO, Marçal. “Parecer sobre a responsabilidade direta da sociedade de economia mista por danos acarretados aos investidores”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo

Até aqui, vimos que a falha informacional é instantânea, mas que seus efeitos se perpetuam no tempo. Em razão disso, concluímos que há dois momentos determinantes para a identificação do dano informacional: (i) o momento em que ocorreu o descumprimento do dever de informar; e, (ii) o momento em que a falha informacional foi descoberta. Após o primeiro marco temporal, deverá ser observado se a falha informacional foi relevante a ponto de alterar a cotação dos valores mobiliários. Após o segundo momento, deverá ser analisado se a cotação foi corrigida pela descoberta da falha informacional.

A demonstração da variação da cotação dos valores mobiliários pela falha informacional, ou pela descoberta da falha informacional, é de alta complexidade. Quando uma nova informação relevante é divulgada ao mercado, mas contradizendo informações ou expectativas anteriores

(org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 245-248; PRADO, Viviane Muller. “Os desafios para o ressarcimento dos investidores”. (in) WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 401; BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. A responsabilidade das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2021, pp. 181-187; PRADO, José Estevam de Almeida. Responsabilidade civil por divulgação de informação falsa ou enganosa ou omissão de informação relevante no mercado de valores mobiliários. Dissertação de Mestrado. Escola de Direito de São Paulo. Fundação Getulio Vargas, 2018, pp. 189-193; BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. “Arts. 19 & 20”. (in) CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 413; ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. “Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto”. (in) ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 249-250. Essa questão também é discutida nos direitos norte-americano, alemão e italiano, cf. *Dura Pharm., Inc. v. Broudo* - 544 U.S. 336, 125 S. Ct. 1627 (2005); FOX, Merritt. “After *Dura* Causation in Fraud-on-the-Market Actions”. (in) KIEFF, F. Scott; PAREDES, Troy (coord.). Perspectives on Corporate Governance. Cambridge: Cambridge University Press, 2010, pp. 235-292; COFFEE JUNIOR, John C., “Causation by presumption? Why the Supreme Court should reject phantom losses and reverse *Broudo*”, *The Business Lawyer*, Vol. 60, No. 2 (February 2005), pp. 533-548; DUNBAR, Frederick C.; SEN, Arun, “Counterfactual Keys to Causation and Damages in Shareholder Class-Action Lawsuits”, *Wisconsin Law Review*, 2009, pp. 199-242; BURCH, Elizabeth Chamblee, “Reassessing damages in securities fraud class actions”, *Maryland Law Review*, vol. 66, 2007, pp. 355-370, 386-396; EISENHOFER, Jay W.; JARVIS, Geoffrey C.; BANKO, James R., “Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation”, *The Business Lawyer*, Vol. 59, No. 4 (August 2004), pp. 1419-1445; ERDLIN, Andrew M., “Timing Is Everything: Markets, Loss, and Proof of Causation in Fraud on the Market Actions”, *Fordham Law Review*, vol. 80, 2011, pp. 877-922; GILLESPIE III, Thomas F., “*Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*: A Missed Opportunity to Right the Wrongs in the PSLRA and Rebalance the Private Rule 10b-5 Litigation Playing Field”, *Journal of Business & Technology Law*, vol. 3, n. 1, 2008, pp. 161-185; LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. *Fundamentals of Securities Regulation*. Vol. 2. 7. Ed. New York: Wolters Kluwer, 2018, pp. 1860-1867; FLEISCHER, Holger. “§6. Haftung für fehlerhafte Kapitalmarkt-kommunikation”. (in) ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHÜTZE, Rolf A.; BUCK-HEEB, Petra (org.). *Handbuch des Kapitalanlagerechts*. 5. Ed. München: C.H. Beck, 2020, p. 415, 419-421; FERRARINI, Guido; GIUDICI, Paolo. “Italy: The Protection of Minority Investors and the Compensation of Their Losses”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (org.). *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, p. 459-461; ANGELICI, Carlo, “Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità”, *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*, Anno CVIII (2010), Parte I, pp. 43-46.

quanto aos negócios da companhia, pode haver uma evidente alteração no preço dos valores mobiliários. Esse pode ser o primeiro indício aos investidores de que tenha ocorrido, no passado, uma falha informacional. No entanto, por si só, não é suficiente para demonstrar a distorção e posterior correção do preço pela falha informacional. Pode ser que a variação ocorra simplesmente porque uma nova informação foi tempestivamente divulgada, ou apenas porque fatores externos à companhia foram ponderados pelos investidores, levando a um maior, ou menor, interesse na aquisição, ou na venda dos valores mobiliários. A questão é: quando a subscrição, a compra ou a venda podem causar, por meio da falha informacional, dano direto e certo ao investidor?

Em 2005, a Suprema Corte dos Estados Unidos julgou o caso *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*⁶⁰⁷, que se destacou por fixar os critérios não apenas para determinação do dano, mas, principalmente, por estabelecer o que precisa ser provado pelos investidores, tema que ainda não estava pacificado nos Estados Unidos⁶⁰⁸. Nesse caso, os investidores alegaram que a companhia havia divulgado informações falsas positivas sobre as vendas de determinado medicamento e sobre a conclusão de testes de outro medicamento, para aprovação pelo *Food and Drug Administration* (FDA), entre 15 de abril de 1997 e 24 de fevereiro de 1998. No último dia do período, foi divulgada informação de que os lucros seriam inferiores ao esperado, em razão da redução nas vendas, levando à queda do preço das ações em quase 50%. Oito meses depois, a companhia informou que o FDA não aprovara o medicamento, o que ocasionou efêmera queda no preço das ações, de duração de apenas uma semana. Os investidores alegaram que sofreram danos ao pagar preço inflacionado pelas informações falsas. No entanto, não houve alegação de que o preço das ações havia caído por causa da descoberta da falha informacional. A Suprema Corte decidiu que a alegação dos investidores era insuficiente, pois seria preciso correlacionar a compra por preço inflacionado com a correção do preço dos valores mobiliários, ao ser descoberta a falha informacional⁶⁰⁹. A decisão ponderou que, enquanto não for descoberta a falha informacional, o

⁶⁰⁷ *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* (544 U.S. 336), 125 S. Ct. 1627 (2005).

⁶⁰⁸ EISENHOFER, Jay W.; JARVIS, Geoffrey C.; BANKO, James R. "Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation", *The Business Lawyer*, Vol. 59, No. 4 (August 2004), pp. 1430-1441; COUGHLIN, Patrick J.; ISAACSON, Eric A.; DALEY, Joseph D. "What's Brewing in *Dura v. Broudo*? The Plaintiffs' Attorneys Review the Supreme Court's Opinion and Its Import for Securities-Fraud Litigation", *Loyola University Chicago Law Journal*, vol. 37, 1, 2005, pp. 3-8.

⁶⁰⁹ "Como apontamos, a longa petição dos requerentes contém apenas uma declaração que podemos interpretar, de forma justa, como uma descrição do dano causado pelas informações falsas do "dispositivo de spray" dos requeridos. Essa declaração diz que os demandantes "pagaram preços artificialmente inflacionados pelos títulos de *Dura*" e sofreram "danos [s]". 139a. A declaração implica que o dano dos requerentes consistiu em "preços" de compra "artificialmente inflacionados". A falha da petição em alegar que o preço das ações de *Dura* caiu significativamente

preço de mercado das ações continuará distorcido e que, portanto, o investidor tem ações pelo preço que o mercado negocia aquelas ações⁶¹⁰. Assim, até a correção do preço com a descoberta da falha informacional, o investidor pode revender as ações, no mercado secundário, por preço igualmente distorcido. Ainda que o preço seja inferior ao preço da compra, enquanto a descoberta da falha informacional não ocorrer, a variação do preço das ações será atribuída a outras causas. Dessa forma, o preço inflacionado no momento da compra *pode* levar a um dano posterior. De modo distinto, a Suprema Corte não exigiu que o preço dos valores mobiliários, na data da venda após a descoberta da falha informacional ou na data do ajuizamento da ação indenizatória, fosse inferior àquele da compra e tampouco exigiu que tenha ocorrido, a qualquer momento entre a compra e a descoberta, uma queda do preço dos valores mobiliários que fosse atribuível à restauração de verdade. Em verdade, em *obiter dictum*, a Suprema Corte reconheceu que um investidor poderia sofrer dano, ainda que o preço subisse na data da descoberta, se demonstrado que este não subiu tanto quanto subiria sem a falha informacional. O precedente apenas requer uma reação do mercado ao restabelecimento da verdade que corrigirá a distorção do preço, ainda que o efeito negativo da correção tenha sido compensado pelo efeito positivo de outras informações⁶¹¹.

A principal divergência à decisão *Dura v. Broudo* da Suprema Corte veio de Merritt Fox. O autor sustentou, em mais de um estudo sobre o caso⁶¹², que bastaria aos investidores alegarem que a informação não divulgada era relevante, para que fosse presumido o preço distorcido dos valores mobiliários por causa da falha informacional⁶¹³, pois, em um mercado de capitais eficiente, a prova da relevância da informação, donexo causal e da medida do dano é a mesma⁶¹⁴. A falha informacional lesaria o investidor não porque a compra se mostrou posteriormente desvantajosa,

após a verdade se tornar conhecida sugere que os requerentes consideraram a alegação do preço de compra inflacionado suficiente” (tradução da candidata), cf. *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* (544 U.S. 336), 125 S. Ct. 1627 (2005), p. 10.

⁶¹⁰ *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* (544 U.S. 336), 125 S. Ct. 1627 (2005), p. 5.

⁶¹¹ PROROK, Johan. *La responsabilité civile sur les marchés financiers*. Paris: LGDJ, 2019, p. 131.

⁶¹² FOX, Merritt, “Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions”, *The Business Lawyer*, Vol. 60, No. 2 (February 2005), pp. 507-532; “Understanding *Dura*”, *The Business Lawyer*, Vol. 60 (August 2005), pp. 1547-1576; “After *Dura* Causation in Fraud-on-the-Market Actions”. (in) KIEFF, F. Scott; PAREDES, Troy (coord.). *Perspectives on Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010, pp. 235-292.

⁶¹³ FOX, Merritt, “Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions”, *The Business Lawyer*, Vol. 60, No. 2 (February 2005), p. 520 e na nota de rodapé n. 52.

⁶¹⁴ O autor se baseou, nesse aspecto, em: FISCHER, Daniel R., “Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities”, *The Business Lawyer*, Vol. 38, No. 1, Novembro/1982, pp. 1-20.

mas porque o levou a comprar valores mobiliários por preço inflacionado⁶¹⁵. Merritt Fox defende que, na fase de certificação da *class action*, seja aplicada presunção de causalidade entre a falha informacional e o dano do investidor, com base na mesma lógica adotada para a presunção de confiança dos investidores na falha informacional, como estabelecido pelo caso *Basic v. Levinson*⁶¹⁶.

A nosso ver, é imprescindível comprovar que, ao ser descoberta a falha informacional, o preço dos valores mobiliários foi corrigido. Enfatizem-se três razões principais para nossa defesa.

Em primeiro lugar, não há como comprovar que o preço hipotético, na data da compra ou da venda no mercado secundário, seria mais baixo, ou mais alto, sem a reação da coletividade dos investidores no mercado a essa informação. Tal como ocorre em um contrato bilateral negociado, em que há descumprimento de dever de informar na fase pré-contratual, se não for comprovado que a informação teria sido relevante na determinação do preço do negócio e que a contraparte aceitaria preço diferente, não haverá dano certo⁶¹⁷. E, no caso dos negócios realizados no mercado de valores mobiliários, como visto, a determinação dos preços dos valores mobiliários depende de como a coletividade de investidores avalia a companhia com base nas informações disponíveis. Assim, afirmar que o preço estava distorcido pela falha informacional depende da prova de que – no ambiente dos negócios realizados no mercado de valores mobiliários e se a informação tivesse sido divulgada – a avaliação dos investidores seria diversa. Somente com a divulgação da verdadeira informação é possível descobrir se, de fato, aquela informação era relevante a ponto de alterar a cotação dos valores mobiliários.

A importância da correção do preço na data da descoberta da falha informacional para aferir o dano indenizável se comprova também nos casos em que a verdadeira informação perde a relevância na data da descoberta da falha informacional. Enquanto o preço de mercado não é

⁶¹⁵ FOX, Merritt. “After Dura Causation in Fraud-on-the-Market Actions”. (in) KIEFF, F. Scott; PAREDES, Troy (coord.). *Perspectives on Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010, p. 237 (tradução da candidata).

⁶¹⁶ Em apertada síntese, nesse caso, a Suprema Corte dos Estados Unidos aplicou a teoria da *fraud-on-the-market*, para presumir que em mercado de capitais eficiente o preço dos valores mobiliários reflete as informações relevantes divulgadas. Dessa forma, a falha na divulgação de informação relevante engana os investidores, pois eles confiam na integridade do preço estabelecido pelo mercado, cf. *Basic, Inc. v. Levinson*, 108 S. Ct. 978, 982-83 (1988).

⁶¹⁷ CANARIS, Claus-Wilhelm. “Leistungsstörungen beim Unternehmenskauf”, *Zeitschrift für Unternehmen und Gesellschaftsrecht*, 3, 1982, pp. 421-422; FABRE-MAGNAN, Muriel. *De l'obligation d'information dans les contrats*. Paris: LGDJ, 1992, p. 476; AFFERNI, Giorgio. *Il Quantum del Danno nella Responsabilità Precontrattuale*. Torino: G. Giappichelli, 2008, pp. 203 e ss.; GREZZANA, Giacomo. *A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 304-305.

corrigido, os investidores adquirem o bem pelo preço correspondente ao valor de mercado. Somente quando a falha informacional é descoberta que essa equivalência pode deixar de existir. Assim, se quando a falha informacional é descoberta, a informação não tem mais relevância, o investidor não sofre dano indenizável.

Um dos objetivos da decisão proferida em *Dura v. Broudo* era impedir que a prova do preço inflacionado pudesse ser feita por meio de laudo técnico, no qual fosse avaliado o valor econômico dos valores mobiliários ao tempo da subscrição, da compra ou da venda⁶¹⁸. O preço de mercado não necessariamente terá exata correspondência com o valor econômico dos valores mobiliários⁶¹⁹; por isso, o parâmetro de comparação com o preço pago ou recebido pelo investidor não poderia ser baseado em outro critério de avaliação que não o preço de mercado.

Assim, concorda-se com a crítica de John Coffee Junior⁶²⁰ à proposta de presunção de causalidade feita por Fox⁶²¹. Não há como presumir que a informação seria considerada como relevante pelos investidores para precificação dos valores mobiliários, a ponto de alterar a cotação dos valores mobiliários, sem que a informação tenha, de fato, sido divulgada, e o preço de mercado corrigido.

Embora as informações sejam exigidas da companhia, por serem potencialmente relevantes⁶²², a efetiva relevância das informações para a precificação dos valores mobiliários é necessariamente circunstancial. A avaliação da informação não divulgada corretamente depende também da análise conjunta com uma infinidade de outras informações simultâneas, que podem alterar a relevância da informação em diferentes momentos. Portanto, não nos parece correto inferir presunções apenas com base na teoria da eficiência do mercado – que, por sua vez, merece também

⁶¹⁸ KANTROW, Jacob M. “Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo: Not Really a Loss Causation Case”, *Louisiana Law Review*, vol. 67, n. 1, 2006, pp. 278-281.

⁶¹⁹ Como observa Andrew Erdlen: “Embora os participantes do mercado possam avaliar as informações de forma diferente, o conjunto de diferentes avaliações estabelece o preço de mercado, e essas avaliações divergentes tornam a negociação possível” (tradução da candidata), cf. ERDLEN, Andrew M., “Timing Is Everything: Markets, Loss, and Proof of Causation in Fraud on the Market Actions”, *Fordham Law Review*, vol. 80, 2011, p. 890.

⁶²⁰ COFFEE JUNIOR, John C., “Causation by presumption? Why the Supreme Court should reject phantom losses and reverse Broudo”, *The Business Lawyer*, Vol. 60, No. 2 (February 2005), pp. 536-541.

⁶²¹ FOX, Merritt. “Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions”, *The Business Lawyer*, Vol. 60, No. 2 (February 2005), pp. 519 e ss.

⁶²² “As seguintes considerações devem proceder a escolha pela CVM das informações que virão a compor o sistema de divulgação: (...) c) A informação desejada deve ser necessária, repercutindo de modo significativo sobre as decisões do público investidor, não estando afastada a consideração de casos em que o mercado ainda não tenha a consciência de sua relevância”, cf. CVM. Política de Divulgação de Informações. Rio de Janeiro, 1979, p. 4.

todas as ressalvas já vistas no primeiro capítulo. Caso contrário, a responsabilidade civil se tornará espécie de seguro contra riscos de mercado.

Em segundo lugar, o momento da compra ou da venda é também fundamental para a caracterização do dano informacional. Será nesse momento que o investidor pagará preço superior ou receberá preço inferior àquele que teria sido formado se não fosse a falha informacional. No entanto, somente quando o preço de mercado do valor mobiliário for corrigido, o dano informacional terá se materializado por ter – no passado – recebido ou transferido valor mobiliário com preço distorcido. Isso porque, somente na data da correção do preço de mercado do valor mobiliário, o investidor estará em situação pior em relação àquela em que estaria, se a falha informacional não tivesse ocorrido⁶²³. É possível concluir, portanto, que, até a descoberta da falha informacional e até a correção do preço dos valores mobiliários, o investidor ainda não tem pretensão indenizatória⁶²⁴.

Dessa forma, a variação do preço dos valores mobiliários na data da descoberta da falha informacional serve como meio de prova de qual teria sido o preço da subscrição, da compra ou da venda realizadas no passado, se não fosse a falha informacional. A variação do preço na data da descoberta pode refletir, em parte, a correção do preço, com base na totalidade das informações devidas, mas também pode refletir avaliação negativa quanto à descoberta de que a administração da companhia não está divulgando informações relevantes ao mercado. Pode ocorrer, ainda, que, na data da descoberta, a informação já não tenha mais a mesma relevância que teria, se tivesse sido divulgada quando era devida⁶²⁵. Ou, ainda, pode haver diferença significativa entre a informação devida e a informação divulgada na data da descoberta.

Como exemplo, citem-se informações sobre potenciais riscos das atividades sociais da companhia. Caso a descoberta da falha informacional coincida com a concretização do risco, que, por sua vez, deveria ter sido alertado no passado, a reação do preço à informação de que o risco se concretizou será diversa daquela que teria ocorrido, se fosse revelado apenas o potencial risco. Além disso, podem ter sido divulgadas, na mesma data da descoberta, outras informações ainda mais relevantes que dificultem a identificação do quanto o preço variou em razão de uma, ou de

⁶²³ KEETON, W. Page (ed.). *Prosser and Keeton on the Law of Torts*. 5. Ed. St. Paul: West, 1984, §110, p. 765

⁶²⁴ HELLGARDT, Alexander. *Kapitalmarktdelikttsrecht*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, p. 530.

⁶²⁵ DUNBAR, Frederick C.; SEN, Arun, "Counterfactual Keys to Causation and Damages in Shareholder Class-Action Lawsuits," *Wisconsin Law Review* 2009, n. 2 (2009), p. 214.

outra, causa⁶²⁶. É imprescindível, portanto, a prova de que, na data da descoberta, o preço dos valores mobiliários foi corrigido, pois a informação era importante para a precificação.

A partir dessa constatação, são duas as conclusões obtidas: (i) as compras e as vendas de valores mobiliários feitas pelo investidor lesado após a descoberta da falha informacional não alteram a pretensão indenizatória do investidor; e, portanto, (ii) o comprador lesado pelo preço inflacionado não precisa vender seus valores mobiliários após a descoberta da falha informacional, para concretizar o dano.

A indenização busca colocar o investidor na situação em que ele estaria, caso a falha informacional não tivesse ocorrido e, portanto, caso os negócios no mercado de valores mobiliários tivessem ocorrido com conhecimento da informação. A indenização não deve colocar o investidor na posição que estaria se a falha informacional fosse verdadeira⁶²⁷. No momento em que o preço de mercado dos valores mobiliários for corrigido pela descoberta da falha informacional, os investidores que compraram ou venderam no período não poderão mais realizar a operação no sentido contrário por preço distorcido. Assim, o preço pago e o valor mobiliário deixam de ter correspondência com a informação que deveria ter sido divulgada no passado. Mesmo que, após a descoberta da falha informacional, o preço dos valores mobiliários suba por outros fatores, o investidor não deixará de ter pretensão indenizatória⁶²⁸. Já que o dano decorre de preço inflacionado ou deflacionado na compra, ou na venda, após a correção do preço de mercado, o

⁶²⁶ Nesse sentido, Andrew Erdlen ressalta os diferentes modos que a informação pode vir a ser interpretada pelos investidores, a depender do contexto: “Se os preços das ações acompanharem as expectativas, segue-se que, mesmo que uma companhia anuncie uma boa notícia, o preço de mercado de uma ação não aumentará se essa notícia já tiver sido antecipada; por outro lado, se as boas notícias não forem tão boas quanto o esperado, o preço das ações pode cair. Mais importante, quando uma companhia anuncia uma informação que o mercado já esperava, ou que já é conhecida, o preço de mercado não deve mudar” (tradução da candidata), cf. ERDLEN, Andrew M., “Timing Is Everything: Markets, Loss, and Proof of Causation in Fraud on the Market Actions”, *Fordham Law Review*, vol. 80, 2011, p. 890.

⁶²⁷ Vide, a respeito, item 2.1.1.

⁶²⁸ HOUPIN, C.; BOSVIEUX H. *Traité general des sociétés*. Tomo II. 7. Ed. Paris: Sirey, 1935, p. 631; VIVANTE, Cesare. *Trattato di diritto commerciale*. Vol. II. 5. Ed. Milano: Francesco Vallardi, 1923, p. 362-363. No mesmo sentido, no direito brasileiro vide WALD, Arnoldo. “A responsabilidade da companhia aberta pelos prejuízos decorrentes de omissão de fatos relevantes e da divulgação de demonstrações financeiras com informações falsas ou distorcidas”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A responsabilidade civil da empresa perante os investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 162-164; COELHO, Fábio Ulhoa. “Parecer”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A responsabilidade civil da empresa perante os investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 190; PRADO, Viviane Muller. “Os desafios para o ressarcimento dos investidores”. (in) WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). *A responsabilidade civil da empresa perante os investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 401; BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. *A responsabilidade das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações*. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2021, p. 181.

investidor estará, sempre, em situação pior daquela que estaria, se não tivesse ocorrido a falha informacional. Isso porque o investidor teria desembolsado menos (dano pela subscrição ou compra), ou embolsado mais recursos (dano pela venda), caso o negócio tivesse ocorrido por preço íntegro. Nesse sentido, o investidor lesado pode manter, comprar ou vender valores mobiliários da companhia após a descoberta da falha informacional, sem perder a pretensão indenizatória. Igualmente, pela mesma lógica, eventual revenda dos valores mobiliários também não serviria para concretizar o dano patrimonial⁶²⁹, pois a correção do preço de mercado do valor mobiliário já é suficiente para “concretizar” o dano patrimonial do investidor, que comprou ou vendeu por preço distorcido.

Em terceiro lugar, e como consequência do exposto até aqui, o investidor que faz múltiplas compras e vendas dos mesmos valores mobiliários, durante o período em que o preço está distorcido pela falha informacional, poderá não ter sofrido danos⁶³⁰. Trata-se do caso em que o investidor compra os valores mobiliários de determinada companhia por preço distorcido pela falha informacional e os revende pelo mesmo preço distorcido, durante o período relevante. É possível, portanto, que o mesmo investidor compre e vende, diversas vezes, os valores mobiliários de emissão da mesma companhia, sempre por preço distorcido pela falha informacional, enquanto perdurar o período relevante. Isso significa que um negócio o investidor pode ser beneficiado e, em outro, pode ser prejudicado pela mesma falha informacional.

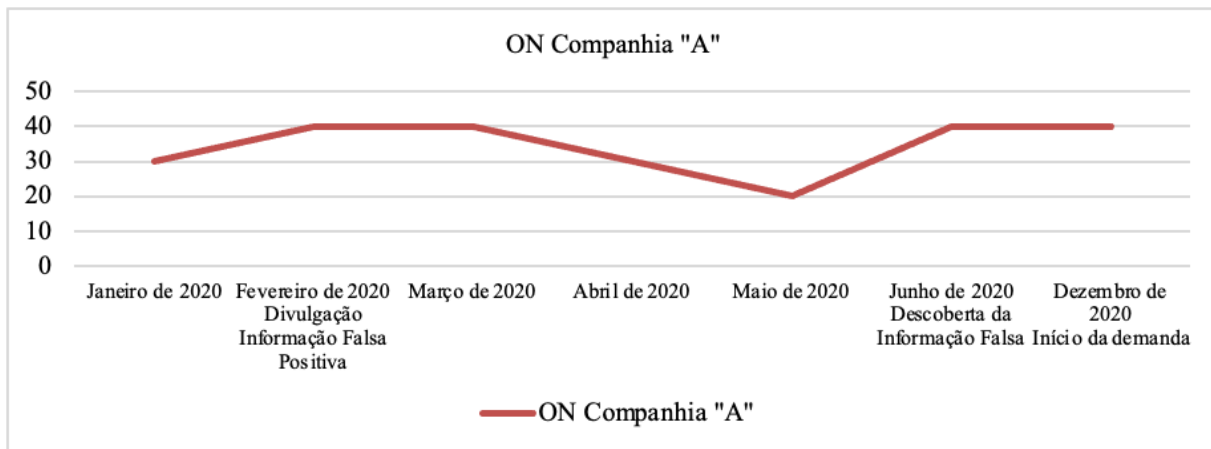
Exemplifica-se a afirmação com o caso fictício da Companhia “A”, ilustrado na figura abaixo. As ações ordinárias da companhia estavam sendo negociadas no mercado secundário por preço de \$30, até fevereiro de 2020, quando houve a divulgação de uma informação falsa positiva

⁶²⁹ No mesmo sentido, vide BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. “Arts. 19 & 20”. (in) CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 413; PRADO, Viviane Muller. “Os desafios para o ressarcimento dos investidores”. (in) WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 401. Também sustentando que os investidores não precisam vender ou manter os valores mobiliários para terem pretensão indenizatória, ainda que por outros fundamentos, vide WALD, Arnoldo. “A responsabilidade da companhia aberta pelos prejuízos decorrentes de omissão de fatos relevantes e da divulgação de demonstrações financeiras com informações falsas ou distorcidas”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 162-164; COELHO, Fábio Ulhoa. “Parecer”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 190; BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. A responsabilidade das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2021, p. 181.

⁶³⁰ *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* (544 U.S. 336), 125 S. Ct. 1627 (2005), p. 5.

sobre a companhia, o que levou à alteração do preço das ações para \$40. Em maio de 2020, o preço das ações decresceu em um primeiro momento, chegando ao patamar de \$20, mas, depois, voltou a subir, a partir de junho de 2020, a ponto de, no dia da divulgação corretiva da informação pela companhia, o preço das ações ser de \$40. Caso seja possível comprovar que a queda do preço das ações em maio de 2020 ocorreu pela descoberta da informação correta antes da divulgação corretiva, o investidor que comprou as ações em março de 2020 pode vir a sofrer um dano. No entanto, se esse investidor revender as ações em abril por preço ainda distorcido, ao final, não terá sofrido quaisquer danos.

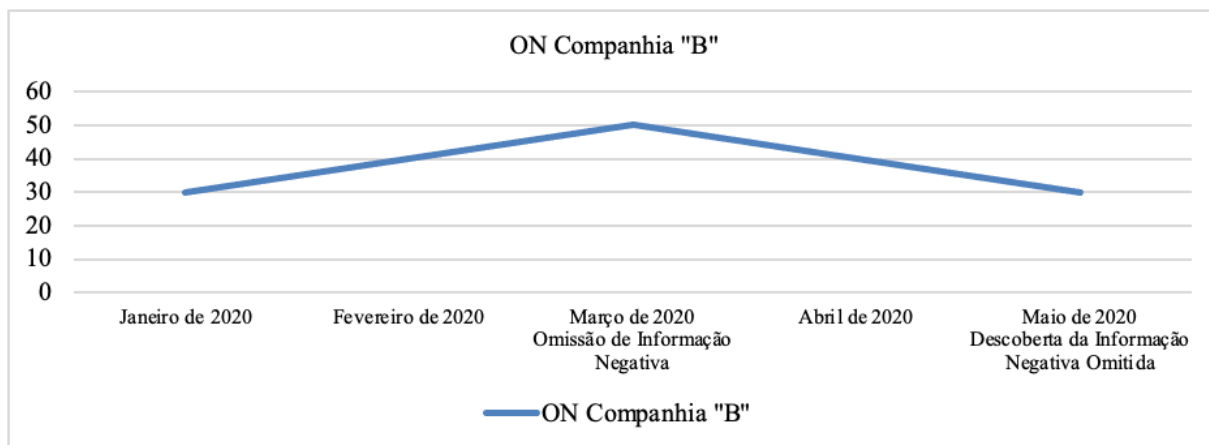
Figura 1 - Informação falsa positiva



Fonte: A autora

Também nos casos de omissão informativa o mesmo raciocínio pode ser feito. Veja-se o exemplo da Companhia B, abaixo.

Figura 2 - Omissão de Informação Negativa

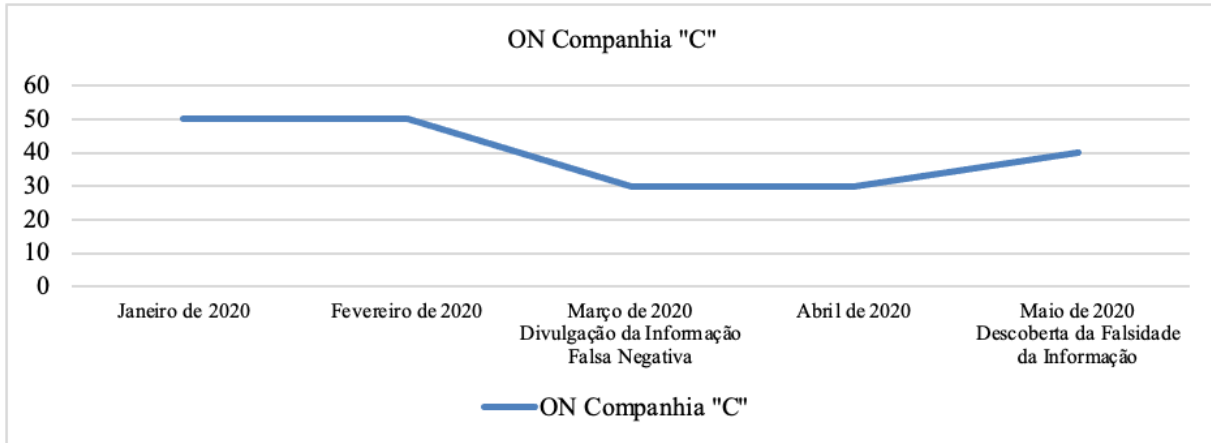


Fonte: A autora

No caso, houve omissão de informação negativa. Com efeito, as ações ordinárias da Companhia “B” estavam sendo negociadas, no mercado secundário, por preço de \$30, em janeiro de 2020. Tiveram uma leve flutuação no período em que deveria ter sido divulgada a informação que foi omitida, até que houve a descoberta de omissão de informação falsa negativa, levando à queda do preço das ações, para \$30. Nesse caso, como se trata de omissão de informação, muito embora existam dois momentos temporais a serem analisados (falha informacional e descoberta), é só na data da descoberta que existe a reação da coletividade de investidores no mercado de valores mobiliários à informação. Se o investidor adquirir valores mobiliários em março de 2020 e os revender em abril de 2020, ainda que o preço das ações tenha caído, o investidor não sofrerá danos indenizáveis. Isso porque a omissão informativa ainda não tinha sido descoberta; e, portanto, o preço da revenda também estava distorcido.

Igualmente, não sofre dano o investidor que vende valores mobiliários por preço deflacionado e depois os recompra antes da descoberta da falha informacional. Vide, exemplificativamente, os casos fictícios das Companhias “C” e “D”, ilustrados na Figura 3 abaixo. No primeiro caso, as ações ordinárias da Companhia C estavam sendo negociadas no mercado secundário por preço de \$50, até que houve a divulgação de uma informação falsa negativa sobre a companhia, levando à queda do preço das ações para \$30. Posteriormente, a falsidade da informação é descoberta, e o preço das ações volta a subir para \$40.

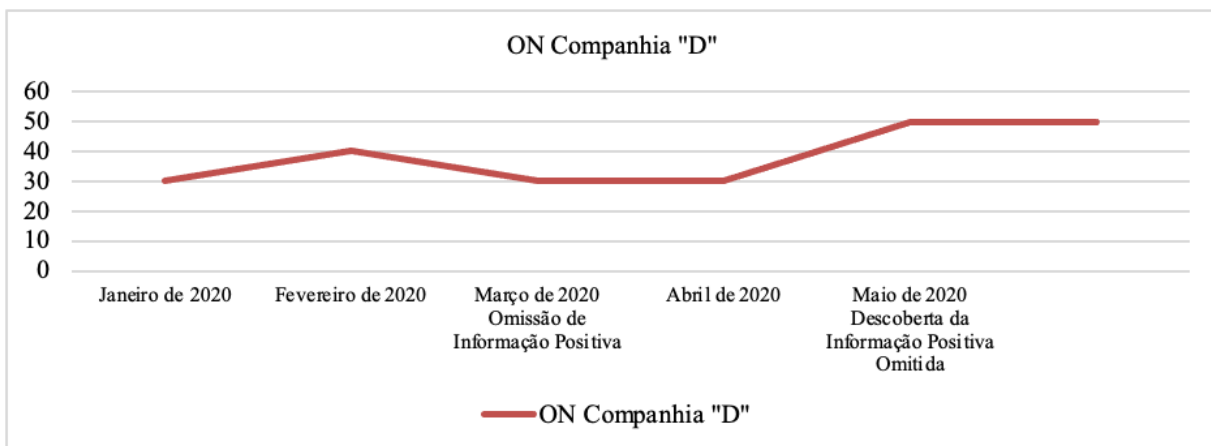
Figura 3 - Informação Falsa Negativa



Fonte: A Autora

No segundo caso das ações ordinárias da Companhia “D”, houve omissão de informação positiva. As ações estavam sendo negociadas, no mercado secundário, pelo preço de \$30 em janeiro de 2020, tendo tido uma leve flutuação no período em que deveria ter sido divulgada a informação. Em maio de 2020, é descoberta a omissão de informação falsa positiva, o que ocasionou ao aumento do preço das ações para \$50.

Figura 4 - Omissão de Informação Positiva



Fonte: A autora

Em ambos os casos, o investidor que vendeu por preço deflacionado, em março de 2020, mas recomprou ações, em abril de 2020, se beneficiará da correção do preço das ações, em maio de 2020, quando for descoberta da falha informacional. Assim, ainda que a descoberta revele que a venda pretérita tenha tido preço deflacionado, o investidor terá se beneficiado do preço deflacionado, quando recomprar os valores mobiliários antes da descoberta.

Com base no princípio da reparação integral (art. 944, CC), eventuais vantagens e desvantagens obtidas pela vítima, que tenham como fonte o mesmo ilícito, devem ser compensadas (“*compensatio lucri cum damno*”)⁶³¹. No caso, as vantagens e as desvantagens obtidas pelo investidor têm a mesma causa⁶³²: a distorção do preço dos valores mobiliários pela mesma falha informacional⁶³³.

Note-se, a esse respeito, que a falha informacional⁶³⁴ pode ser descoberta paulatinamente⁶³⁴, de modo que – mesmo que o investidor tenha vendido seus valores mobiliários antes da divulgação oficial pela companhia das informações, mas se for comprovado que o mercado já tinha recebido e incorporado ao menos parte da informação ao preço – o investidor que revendeu seus valores mobiliários pode vir a sofrer danos indenizáveis. Como observa Prorok, o dano ocorre no momento da compra ou da venda; a sua quantificação, porém, poderá levar em considerações outros fatores ocorridos *ex post*, tais como atualização monetária ou a própria consistência do dano até a data do julgamento⁶³⁵. Assim, por exemplo, no caso da Companhia “A”, ilustrado acima, considere que, em maio de 2020, já tinha sido descoberta parcialmente a informação verdadeira por meio de notícias veiculadas na mídia. Em razão disso, os investidores que compraram ações da Companhia “A” em março, por preço inflacionado, mas venderam em maio, por preço parcialmente corrigido, podem ter sofrido danos. Diferentemente, é o caso dos investidores que adquiriram ações

⁶³¹ SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. Princípio da reparação integral. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 63; MARTINS-COSTA, Judith. “O árbitro e o cálculo do montante da indenização”. (in) CARMONA, Carlos Alberto; LEMES, Selma Maria Ferreira; MARTINS, Pedro Batista (Orgs.). 20 anos da Lei de Arbitragem: homenagem a Petrônio R. Muniz. São Paulo: Atlas, 2017, pp. 633-634.

⁶³² SILVA, Jorge Cesa Ferreira da. Inadimplemento das obrigações. São Paulo: RT, 2007, p. 174 (ressaltando que a compensação entre danos e vantagens somente pode ocorrer se decorrerem do mesmo evento).

⁶³³ PROROK, Johan. La responsabilité civile sur les marchés financiers. Paris: LGDJ, 2019, pp. 296-297.

⁶³⁴ THORSEN, M. S.; KAPLAN, R. A.; HAKALA, S.. “Rediscovering the Economics of Loss Causation”, Journal Business & Securities Law, vol.6, 2006, pp. 102-103.

⁶³⁵ PROROK, Johan. La responsabilité civile sur les marchés financiers. Paris: LGDJ, 2019, pp. 293-296. No mesmo sentido, vide BRUN, Philippe. Responsabilité civile extracontractuelle. 3. Ed. Paris: Lexisnexis, 2014, pp. 411-413; VINEY, Geneviève; JOURDAIN, Patrice; CARVAL, Suzanne. Traité de Droit Civil – Les effets de la responsabilité. 4. Ed. Paris: LGDJ, 2017, pp. 192-197.

da Companhia “A”, em março de 2020, e os revenderam, em abril de 2020, quando o preço ainda estava distorcido. Nesse último caso, não há dano a indenizar.

O mesmo pode ser dito em relação a operações de *hedge* realizadas no período relevante. Nesse tipo de operação, vislumbrando potencial alteração futura da cotação, o investidor realiza operação com execução diferida, delimitando os riscos conforme o valor mobiliário adquirido no mercado à vista. Assim, o preço do valor mobiliário na operação com execução diferida – também derivado do preço distorcido do valor mobiliário no mercado à vista⁶³⁶ – protegerá o investidor de eventuais perdas patrimoniais, com a desvalorização do preço do valor mobiliário na data da descoberta da falha informacional. Os investidores – que adquirem o valor mobiliário por preço inflacionado pela falha informacional no mercado à vista e, ao mesmo tempo, realizam operações a termo ou no mercado futuro no sentido oposto – então, evitarão a ocorrência do dano pela obtenção de vantagem econômica na venda por preço inflacionado em decorrência do mesmo ilícito informacional.

Por fim, mas não menos importante, a correção do preço dos valores mobiliários, na descoberta da falha informacional, pode ocorrer ainda que a variação da cotação dos valores mobiliários, logo após a descoberta, não seja significativa ou mesmo ocorra no sentido oposto⁶³⁷. Isso significa que o investidor que adquiriu valores mobiliários por preço inflacionado, durante o período relevante, não depende da prova da queda do preço dos valores mobiliários, na data da descoberta, para ter pretensão indenizatória. Ele precisa comprovar, nesse caso, porém, que somente não ocorreu a queda do preço na data da descoberta, pois, outros fatores sem relação com a falha informacional, levaram à subida do preço dos valores mobiliários, naquela data. Como inúmeras informações podem influenciar concomitantemente a precificação dos valores mobiliários, é possível que, na data da descoberta da falha informacional, informações positivas sobre a companhia tenham sido divulgadas. Em virtude disso, ainda que o mercado tenha considerado negativa a informação sobre a descoberta da falha informacional, a divulgação de

⁶³⁶ PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais. 8. Ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 440.

⁶³⁷ No mesmo sentido, vide FOX, Merritt. “After Dura Causation in Fraud-on-the-Market Actions”. (in) KIEFF, F. Scott; PAREDES, Troy (coord.). Perspectives on Corporate Governance. Cambridge: Cambridge University Press, 2010, pp. 261 e ss.; EISENHOFER, Jay W.; JARVIS, Geoffrey C.; BANKO, James R. “Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation”, The Business Lawyer, v. 59, n. 4, 2004, p. 1420; BURCH, Elizabeth Chamblee. “Reassessing damages in securities fraud class actions”, Maryland Law Review, vol. 66, 2007, p. 390.

outras informações positivas pode reduzir a queda do preço dos valores mobiliários⁶³⁸. A divulgação de inúmeras outras informações, em conjunto com a revelação da falha informacional, porém, podem dificultar ou mesmo impossibilitar a prova do nexo de causalidade e do dano certo.

A relação de reparação do dano patrimonial pela violação da formação íntegra dos preços no mercado de valores mobiliários deve ter como referência o preço de mercado que se teria formado na data da subscrição, da compra ou da venda, não fosse a falha informacional, e não propriamente o seu valor econômico. E, para alcançar a determinação desse montante, será preciso comprovar o nexo causal entre a informação e a variação do preço de mercado dos valores mobiliários. Assim, em suma: (i) o dano ocorre no momento da realização da subscrição, da compra ou da venda de valores mobiliários por preço distorcido; (ii) não há como presumir o dano, mesmo se a informação devida ao mercado for relevante; (iii) eventuais vantagens auferidas pelo investidor que revende os valores mobiliários antes da descoberta da falha informacional devem ser compensadas com os prejuízos sofridos na data da compra ou subscrição; (iv) o dano somente será certo, imediato e indenizável, se comprovado que o preço de mercado dos valores mobiliários foi corrigido ao ser descoberta a falha informacional.

Definidos os requisitos para configuração do dano informacional, é preciso, ainda, analisar os atributos dos danos causados pelas falhas informacionais para concluir quando os prejuízos dos investidores consistem em danos indenizáveis.

2.2.2. Atributos do dano

Não basta que o prejuízo oriundo de violação de interesse tutelado tenha sido causado por aquele a quem é imputável o ilícito. Para que seja indenizável, o dano precisa ser tanto direto, como certo e atual.

Muito se discute, no direito brasileiro e estrangeiro, se o acionista poderia sofrer dano direto, em decorrência da variação do preço das ações. Como vimos no item 2.2.1. acima, o dano informacional não consiste em mera variação do preço de ações, ou de outros valores mobiliários,

⁶³⁸ FOX, Merritt. “Understanding Dura”, *The Business Lawyer*, Vol. 60, No. 4 (August 2005), pp. 1553-1554; *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* (544 U.S. 336), 125 S. Ct. 1627 (2005), pp. 5-6.

ocorrida em razão da alteração da avaliação patrimonial da companhia. O dano informacional decorre de subscrição, de compra ou de venda de valores mobiliários por preço distorcido, cujo preço de mercado vem a ser corrigido, após a descoberta da falha informacional.

Além disso, é discutido se haveria certeza no dano informacional, já que o preço dos valores mobiliários oscila constantemente. Como a definição de dano informacional está relacionada à diferença entre o preço distorcido e o preço que se teria formado, caso a informação tivesse sido divulgada tempestivamente, a certeza do dano dependerá da avaliação do mercado quanto à informação.

Pretendemos demonstrar, a seguir, que tanto o dano residual quanto o dano informacional, tal qual ora definido, são danos diretos, seja o investidor um acionista, seja o investidor um titular de outro valor mobiliário. Ademais, entendemos que a certeza do dano exigida pelo direito somente pode ser assegurada pela prova do nexo causal. É o que se analisará a seguir.

2.2.2.1. *Dano direto*

O dano direto é aquele causado direta e imediatamente pelo ato ilícito⁶³⁹. Trata-se, em verdade, de um problema de causalidade⁶⁴⁰. A jurisprudência brasileira reconhece, porém, que danos por ricochete ou reflexos são indenizáveis. Trata-se dos danos causados a pessoas com vínculo pessoal, e muitas vezes também com dependência econômica, em relação ao lesado que sofreu o dano direto⁶⁴¹. Para Mazeaud e Mazeaud⁶⁴², os casos de danos por ricochete dizem respeito à verdadeira “*solidariedade entre interesses*” das vítimas lesadas, que precisa ser comprovada, não bastando apenas o vínculo de parentesco.

⁶³⁹ COUTO E SILVA, Clóvis do. “O conceito de dano no Direito brasileiro e comparado”. (in) FRADERA, Vera Maria Jacob de. O Direito Privado brasileiro na visão de Clóvis do Couto e Silva. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 1997, p. 223.

⁶⁴⁰ COLIN, Ambroise; CAPITANT, Henri. Cours Élémentaire de Droit Civil Français. Tomo II. 10. Ed. Paris: Dalloz, 1953, p. 216; SAVATIER, René. Traité de la responsabilité civile en Droit Français. Tomo II. 2. Ed. Paris: LGDJ, 1951, n. 521, p. 87.

⁶⁴¹ REsp 1734536/RS, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 06/08/2019.

⁶⁴² MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Léon. Traité théorique et pratique de la responsabilité civile délictuelle et contractuelle. 4. Ed. Tomo I. Paris: Sirey, 1947, n. 273, p. 292.

Assim, a imediatidade do dano tem faceta subjetiva e objetiva. Sob a perspectiva subjetiva, são analisados quais sujeitos foram lesados pelo ilícito, enquanto, sob a perspectiva objetiva, são analisados quais os efeitos do ilícito na esfera jurídica de determinado sujeito. É possível, então, formular duas questões, para identificar se o prejuízo sofrido por investidores no mercado de valores mobiliários é dano direto: (i) se o prejuízo é mero reflexo de dano patrimonial sofrido pela companhia; e, (ii) se a falha informacional causou redução patrimonial aos investidores.

Há muito, é discutido pela doutrina e jurisprudência quais seriam os danos diretos causados ao acionista (e não a qualquer investidor) por atos ilícitos dos administradores, bem como se ilícitos perpetrados pelos administradores, no exercício das respectivas funções, somente poderiam ocasionar danos diretos à companhia e indiretos seus acionistas. Se a própria companhia sofre um dano, a avaliação – ao menos pelo valor patrimonial ou econômico – das ações da companhia também sofrerá decréscimo. Assim, portanto, o “*bem de segundo grau*”⁶⁴³ de titularidade do acionista sofreria, indiretamente, desvalorização patrimonial decorrente da perda patrimonial. A questão é muito bem sintetizada por Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira nos seguintes termos⁶⁴⁴:

“A companhia tem patrimônio próprio e o dano a esse patrimônio não tem efeito direto nos patrimônios dos seus acionistas; estes são, todavia, titulares de direito de participar nos lucros sociais e no acervo da companhia, em caso de liquidação que fundamentam o conceito de ‘prejuízo indireto’ do sócio: a) todo lucro da companhia pode eventualmente transformar-se – sob a forma de dividendo ou de rateio do acervo líquido – em aumento dos patrimônios dos seus acionistas, e o ato do administrador que causa prejuízo ao patrimônio da companhia, diminuindo o lucro social, pode ser causa de prejuízo indireto ao acionista – na medida em que diminua o dividendo a ele distribuído ou a quota-parte no acervo líquido por ele recebida em caso de liquidação; b) o valor econômico da ação resulta, em última análise, daqueles dois direitos de participação; e do prejuízo causado ao patrimônio da companhia pode decorrer – indiretamente – diminuição do valor da ação, na medida em que influencie, de modo relevante, a avaliação da ação com base no lucro ou no patrimônio líquido da companhia”.

A definição de dano indireto do acionista proposta por Lamy Filho e Bulhões Pedreira demonstra que não há dano direto ao acionista, quando o ilícito tem como única consequência a

⁶⁴³ ASCARELLI, Tullio. “Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società”. (in) Saggi di Diritto Commerciale. Milano: Giuffrè, 1955, pp. 238-240.

⁶⁴⁴ BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “Responsabilidade civil do diretor de S.A.”. (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. A lei das S/A: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, pp. 598-599.

redução do patrimônio social. Se a desvalorização das ações decorre da diminuição dos lucros sociais em determinado exercício social, o prejuízo patrimonial do acionista é meramente reflexo do dano direto da companhia. Nessa linha, a valorização do preço das ações em decorrência da melhora das condições patrimoniais da companhia é, também, meio de o acionista acessar indiretamente sua parcela no lucro social. Recorde-se, porém, que o dano informacional não consiste na diminuição do preço das ações após a descoberta da falha informacional. O dano informacional é causado pela *realização de compra ou de venda por preço distorcido que vem a ser corrigido*, após a descoberta da falha informacional. O acionista, nesse caso, visa tão somente a receber, ou a pagar, o preço correspondente às informações devidas, entre as quais estão aquelas sobre as condições econômico-financeiras da companhia.

Muito embora se discutam quais seriam os danos diretos aos acionistas, ninguém duvida da afirmação de que o acionista não tem pretensão indenizatória por dano indireto. Nesses casos, o acionista somente poderia ter, se observados os requisitos legais, legitimidade ativa extraordinária para pleitear, em nome próprio, indenização em favor da companhia⁶⁴⁵. A questão é identificar se existiriam, e quais seriam, os danos diretos aos acionistas. Cabe referir o posicionamento de relevantes vozes da doutrina sobre o assunto, antes de expressar nossas conclusões.

A nosso ver, os danos causados por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários não são mero reflexo de dano social. Destaquem-se duas razões para essa negativa.

Em primeiro lugar, os danos decorrentes da inferência da falha informacional no processo decisório do investidor não têm nenhuma relação com danos sofridos pela companhia. O fundamento do dever de indenizar está na interferência ilícita da falha informacional na autonomia da vontade do investidor, já que este foi enganado, para realizar subscrição indesejada.

Em segundo lugar, os danos decorrentes da distorção do preço dos valores mobiliários somente podem atingir aqueles investidores que subscreveram, compraram ou venderam valores mobiliários no período em que a informação surtiu efeitos na cotação. Assim, o dano do acionista não está na desvalorização dos valores mobiliários por ilícitos cometidos contra a companhia⁶⁴⁶, mas na interferência da falha informacional no preço de negócio jurídico realizado pelo investidor.

⁶⁴⁵ Art. 159, §§3º e 4º, Lei n. 6.404/76.

⁶⁴⁶ SHAPIRA, Giora, "Shareholder Personal Action in Respect of a Loss Suffered by the Company: The Problem of Overlapping Claims and "Reflective Loss" in English Company Law", *The International Lawyer*, Vol. 37, No. 1, 161

É o que a doutrina brasileira, há muito, já reconhece, ao afirmar que acionistas e terceiros podem sofrer danos diretos pela aquisição de ações ou de títulos de dívida emitidos pela sociedade, “*confiando em balanços ou declarações da diretoria que não resultam exatos*”⁶⁴⁷. A aquisição de valores mobiliários com base em informações falsas divulgadas em balanços patrimoniais ou em demonstrações financeiras é, em verdade, um exemplo típico de danos diretos⁶⁴⁸. Isso porque a pretensão indenizatória não é inerente ao título, é um direito pessoal derivado do prejuízo que o acionista sofreu no seu patrimônio ao adquirir as ações por preço distorcido pela informação falsa. A legitimidade ativa para a ação individual não depende da atual titularidade das ações, caso o acionista comprove que as revendeu com perdas⁶⁴⁹.

Dessa forma, pode-se afirmar que os danos residuais e os danos informacionais são danos diretos⁶⁵⁰, pois (i) atingem os acionistas de modo singular; (ii) são marcados pela impessoalidade e, portanto, não há dano sofrido igualmente por todos os acionistas; e (iii) continuam a existir, mesmo que se exclua a companhia da cadeia causal dos fatos que levaram à ocorrência do dano.

A esse respeito, cabe referir o critério proposto por Eduardo Munhoz para diferenciar os danos diretos e indiretos dos acionistas em decorrência da quebra de deveres relacionados ao funcionamento regular do mercado⁶⁵¹. Como ressaltado pelo autor, a companhia pode responder

Symposium: International Company and Securities Law (spring 2003), p. 143; LIN, Joyce Lee Suet, “Barring Recovery for Diminution in Value of Shares on the Reflective Loss Principle”, *The Cambridge Law Journal*, Vol. 66, No. 3 (Nov., 2007), pp. 542-543.

⁶⁴⁷ ASCARELLI, Tullio. “Responsabilidade dos diretores para com os terceiros”. (in) *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 2. Ed. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 480-481, nota de rodapé n. 14.

⁶⁴⁸ BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “Responsabilidade civil do diretor de S.A.”. (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S/A: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 598; CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. “Deveres e Responsabilidades”. (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (org.). *Direito das Companhias*. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 911. Assim também é reconhecido no direito estrangeiro, cf. HOUPIN, C.; BOSVIEUX, H. *Traité general des sociétés*. Tomo II. 7. Ed. Paris: Sirey, 1935, p. 261; LE CLUB DE JURISTES, *Rapport – L’évaluation du préjudice financier de l’investisseur dans les sociétés cotées*, Nov/2014, p. 10; REDENIUS-HOEVERMANN, Julia. *La responsabilité des dirigeants dans les sociétés anonymes en droit français et droit allemand*. Paris: LGDJ, 2010, pp. 145-160; VIVANTE, Cesare. *Trattato di diritto commerciale*. Vol. II. 5. Ed. Milano: Francesco Vallardi, 1923, p. 362-363; FRÈ, Giancarlo. *Società per azioni*. Art. 2325-2461. 4. Ed. Bologna: Zanichelli, 1972, pp. 502-508.

⁶⁴⁹ VIVANTE, Cesare. *Trattato di diritto commerciale*. Vol. II. 5. Ed. Milano: Francesco Vallardi, 1923, p. 362-363.

⁶⁵⁰ Vide, a respeito: WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade societária: danos causados pelos administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 235-241, em especial pp. 236-237.

⁶⁵¹ Em sentido semelhante, José Alexandre Tavares Guerreiro afirma que os acionistas poderiam sofrer dano direto, quando deixam de vender as próprias ações, ignorando informação relevante ainda não divulgada ao mercado pelo administrador e para obterem vantagem na venda de ações. Segundo o autor, nesse exemplo, “se os dados privados, de que dispõe o administrador indicam uma tendência baixista das cotações das ações da companhia, o acionista sofre prejuízo se retém suas ações na expectativa contrária, ou seja, na esperança de valorização das mesmas”, cf. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas”, *RDM* n. 42, abril-junho/1981, p. 83.

pelos danos sofridos por investidores, quando a falha informacional lesar o regular funcionamento do mercado e, assim, afetar “o valor das ações por ele adquiridas ou vendidas dentro de determinado período”⁶⁵². Nesse sentido:

“Não se trata, portanto, de dano indireto, passível de reparação somente por meio de ação de responsabilidade derivada, ainda que tenha como referência a perda de valor da participação do acionista. **É que essa perda de valor não deriva indiretamente de eventual prejuízo patrimonial sofrido pela companhia, mas da tomada de decisão pelo acionista, na compra ou venda de valores mobiliários, eivada de vício por conta da quebra dos deveres relacionados com a manutenção do funcionamento regular do mercado**”⁶⁵³ (grifo nosso)

Com efeito, a companhia não sofre danos com a falha informacional. A companhia pode ter sofrido danos por outros ilícitos realizados pelos administradores, ou até mesmo pelo acionista controlador, os quais são, por sua vez, ocultados ou distorcidos por meio da falha informacional. O dano social decorre da má gestão que coloca o patrimônio da companhia em risco, ao passo que o dano direto do acionista decorre da interferência da informação nos negócios jurídicos realizados no mercado de valores mobiliários⁶⁵⁴. Afinal, o dever de informar é devido ao público indeterminado de investidores⁶⁵⁵, portanto, não há que se falar em danos reflexos, se o pressuposto da responsabilidade civil em cada caso é distinto⁶⁵⁶.

⁶⁵² MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Influência do patrimonialismo na sociedade anônima - Importância dos mecanismos privados de efetivação dos devedores do acionista controlador e dos administradores”, (in) VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. (Org.). Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 145.

⁶⁵³ MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Influência do patrimonialismo na sociedade anônima - Importância dos mecanismos privados de efetivação dos devedores do acionista controlador e dos administradores”, (in) VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. (Org.). Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 145.

⁶⁵⁴ No mesmo sentido, vide DE WULF, Hans, “Direct shareholder suits for damages based on reflective losses”, (in) GRUNDMANN, Stefan *et al* (Orgs.). Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010. Berlin, New York: De Gruyter, 2010, p. 1544.

⁶⁵⁵ No mesmo sentido, vide também GARRIGUES, Joaquín. Hacia un nuevo Derecho Mercantil: escritos, lecciones y conferencias. Madrid: Tecnos, 1971, pp. 174-175.

⁶⁵⁶ Assim também no Direito britânico e alemão, onde há amplo debate sobre os danos reflexos, cf. DAVIES, Paul; WORTHINGTON, Sarah. Gower Principles of Modern Company Law. 10. Ed. London: Sweet & Maxwell, 2016, p. 610; LIN, Joyce Lee Suet, “Barring Recovery for Diminution in Value of Shares on the Reflective Loss Principle”, The Cambridge Law Journal, Vol. 66, No. 3 (Nov., 2007), p. 538; SHAPIRA, Giora, “Shareholder Personal Action in Respect of a Loss Suffered by the Company: The Problem of Overlapping Claims and “Reflective Loss” in English Company Law”, The International Lawyer, Vol. 37, No. 1, Symposium: International Company and Securities Law (spring 2003), p. 145; DE WULF, Hans, “Direct shareholder suits for damages based on reflective losses”, (in) GRUNDMANN, Stefan *et al* (Orgs.). Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010. Berlin,

É ilustrativo do entendimento, ora defendido, a opinião expressada pela Corte de Justiça da União Europeia, no caso *Hirrmann*⁶⁵⁷, quando foi necessário decidir se o pagamento de indenização pela companhia aberta a acionistas lesados por falhas informacionais divulgadas em prospecto de emissão de valores mobiliários consistiria em distribuição de capital. Ao final, a Corte da União Europeia concluiu que a indenização não consiste em devolução de capital, pois tem seu fundamento legal não no contrato de sociedade, mas no contrato de aquisição de valores mobiliários. Nessa medida, os acionistas estariam recebendo recursos não na qualidade de acionista, mas na condição de investidores lesados diretamente, no seu patrimônio pessoal, pela falha informacional.

Em suma, o dano direto aos investidores lesados pela falha informacional não consiste na mera desvalorização dos valores mobiliários, por sua vez, ocasionada pela diminuição patrimonial sofrida pela companhia. Como visto, o dano decorre da interferência da falha informacional (i) no processo decisório do investidor, ou, (ii) na determinação do preço de compra, ou de venda, de valores mobiliários adquiridos, ou vendidos, no mercado de valores mobiliários. No primeiro caso, a falha informacional pode causar danos diretos ao investidor que tenha realizado subscrição de valores mobiliários eivada de dolo principal. No segundo caso, o dano direto será a diferença entre o preço pago ou recebido pelos valores mobiliários no mercado primário ou secundário e aquele que se teria formado não fosse a falha informacional. Em ambos os casos, pode ocorrer de a companhia não ter sofrido nenhum prejuízo patrimonial. Cabe, a seguir, analisar o requisito da certeza do dano.

2.2.2.2. *Dano certo*

O dano certo é aquele que não é hipotético, eventual, de duvidosa verificação, ou mesmo presumido. O dano indenizável precisa ter sua ocorrência clara e definida. É preciso ter-se certeza de que o lesado estaria em situação melhor, não fosse o ilícito⁶⁵⁸.

New York: De Gruyter, 2010, p. 1539; SPINDLER, Gerald. “Zivilrechtliche Verantwortlichkeit gegenüber Dritten”. (in) FLEISCHER, Holger (coord.). *Handbuch des Vorstandsrechts*. München: C. H. Beck, 2006, p. 408.

⁶⁵⁷ Segunda Seção da Corte de Justiça da União Europeia, Processo C-174/12, julgado em 19 de dezembro de 2013.

⁶⁵⁸ MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Leon. *Traité théorique et pratique de la responsabilité civile délictuelle et contractuelle*. 4. Ed. Tomo I. Paris: Sirey, 1947, n. 216, p. 235.

Ainda assim, é preciso deixar claro que “*a certeza não é desse mundo*”⁶⁵⁹, pois sempre há certa álea que é considerada como compatível com o conceito jurídico do “dano certo”⁶⁶⁰. A questão é saber qual é o grau de álea aceitável para configuração da certeza do dano. O dano certo pode ser tanto presente (atual), como é o caso dos danos emergentes, quanto futuro, como é o caso dos lucros cessantes. Os danos futuros somente serão indenizáveis quando houver alta probabilidade de sua realização, seja porque são consequência do prolongamento no tempo de dano atual, seja porque, no momento presente, já é possível ter certeza quanto a sua ocorrência futura, inclusive para fins de avaliação⁶⁶¹. O interesse à reparação deve ser atual e certo, ainda que o dano seja futuro⁶⁶².

A certeza do dano informacional depende de, ao menos, três requisitos básicos: (i) a realização de compra, venda ou subscrição de valores mobiliários, (ii) dentro de determinado período temporal e (iii) por preço diverso do que se teria formado, caso não tivesse ocorrido a falha informacional. Os danos residuais dependem da prova de todos os requisitos para a anulação da subscrição por dolo. Portanto, além da prova sobre a relevância da informação para a precificação dos valores mobiliários, será preciso demonstrar que o investidor confiou na informação e que por esta foi enganado. Para serem certos, os danos decorrentes da distorção dos preços dos valores mobiliários dependem da difícil prova de que o preço da subscrição, da compra ou da venda teria sido outro, se não fosse a falha informacional. Essa prova também deve demonstrar que, ao ser descoberta a informação, o preço foi corrigido.

Considerando a multiplicidade de fatores que influenciam a precificação dos valores mobiliários, seja no mercado primário, seja no mercado secundário, torna-se bastante complexo identificar se, no momento passado – quando a subscrição, a compra ou a venda ocorreu –, a informação completa e correta teria influenciado o preço, seja para mais, seja para menos. A certeza e imediatidade desses danos dependem da prova de que (i) a informação teria influenciado o preço dos valores mobiliários e de que (ii) o preço teria sido inferior àquele pago ou superior àquele recebido pelo investidor. Quando da descoberta da falha informacional, a mera oscilação do preço

⁶⁵⁹ LE TORNEAU, Philipp. Droit de la responsabilité et des contrats. 6. Ed. Paris: Dalloz, 2006, p. 385, n. 1411.

⁶⁶⁰ VINEY, Geneviève; JOURDAIN, Patrice; CARVAL, Suzanne. Traité de Droit Civil – Les conditions de la responsabilité. 4. Ed. Paris: LGDJ, 2013, p. 121.

⁶⁶¹ LALOU, Henri. Traité pratique de la responsabilité civile. 4. Ed. Paris: Dalloz, 1949, p. 95; MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. Vol. V. Tomo II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 538.

⁶⁶² MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Leon. Traité théorique et pratique de la responsabilité civile délictuelle et contractuelle. 4. Ed. Tomo I. Paris: Sirey, 1947, n. 216, p. 236.

do valor mobiliário, muito embora possa ser um indício da reação que o mercado teria tido no passado – não necessariamente é capaz de estabelecer, com certeza e com segurança, nexos de causalidade entre o ilícito e o alegado dano ao investidor, como se verá, a seguir, no item 3.2.

É irrelevante a avaliação posterior do julgador quanto ao valor econômico da companhia no momento da subscrição, da compra ou da venda daquele investidor. Isso porque mesmo que juízes ou especialistas sejam competentes para determinar a relevância da falha informacional, eles não conseguem mensurar, de forma confiável, o impacto financeiro da informação na ausência de avaliação feita pelo próprio mercado. Além disso, o impacto de determinada informação no preço dos valores mobiliários pode ser bastante delimitado temporalmente.

Para ilustrar essa questão, John Coffee Junior cita como exemplo o caso da companhia que deveria ter divulgado a existência de disputa judicial sobre a titularidade de patente relevante para os seus negócios. Mesmo que a informação no primeiro momento possa impactar negativamente a cotação, pouco tempo depois, a cotação pode voltar ao mesmo patamar anterior; ou pode, ainda, superar aquele patamar, quando a companhia ganhar a disputa pela titularidade da patente. Ademais, o preço dos valores mobiliários pode estar inflacionado artificialmente, em razão de uma bolha de mercado⁶⁶³. Se não for possível afastar todos os outros fatores que possam ter influenciado na precificação dos valores mobiliários no dia e na hora em que o investidor realizou o negócio, não haverá dano certo e direto decorrente da falha informacional.

É por isso que no direito norte-americano as noções de nexos causal, de dano indenizável e de quantificação do dano indenizável estão diretamente relacionados ao conceito de informação relevante (“*material information*”)⁶⁶⁴. Em teoria, a existência e a avaliação do dano são duas questões distintas, que devem ser tratadas de forma separada. Na prática, porém, a existência e a medida do dano dependerão da prova do nexos causal⁶⁶⁵. A certeza do dano não depende, portanto, do que ocorrerá após a descoberta da falha informacional e após a consequente correção no preço dos valores mobiliários. O fato de os valores mobiliários terem seu preço de mercado em constante mutação não é, *ipso facto*, prova da ausência de dano indenizável. A cotação dos valores mobiliários como regra está em constante alteração por diversos fatores, muitos dos quais sem

⁶⁶³ COFFEE JUNIOR, John C. “Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo”, *The Business Lawyer*, Vol. 60, No. 2 (February 2005), pp. 538-539.

⁶⁶⁴ DUNBAR, Frederick C.; SEN, Arun. “Counterfactual Keys to Causation and Damages in Shareholder Class Actions”, *Wisconsin Law Review*, Vol. 2009, p. 214.

⁶⁶⁵ PROROK, Johan. *La responsabilité civile sur les marchés financiers*. Paris: LGDJ, 2019, p. 317.

nenhuma relação com as informações obrigatórias divulgadas pela companhia. Portanto, não se pode esperar que, no dia da falha informacional ou da descoberta do ilícito, somente esse evento terá exercido impacto na cotação⁶⁶⁶.

Tomemos como exemplo o caso da Companhia “A” referido acima⁶⁶⁷. O investidor compra as ações, em março de 2020, por R\$ 40,00, após a divulgação de informações positivas sobre a obtenção de contratos com o governo, sem revelar que os administradores da companhia “A” pagaram propina para autoridades do governo. Em abril de 2020, é publicada matéria em jornal de grande repercussão nacional, divulgando detalhes do esquema de corrupção realizado nos últimos anos pelos diretores da companhia. Imediatamente, a cotação das ações da companhia apresenta queda, passando a ser negociadas por R\$ 30,00 e chegando, em maio, a R\$ 20,00. Em junho de 2020, a companhia divulga informações ao mercado sobre a conclusão de auditoria interna que apontou o envolvimento de alguns executivos, já afastados de seus cargos, no esquema de corrupção. Posteriormente, a cotação das ações da Companhia “A” volta a subir, atingindo o mesmo preço de compra de R\$ 40,00, na data do ajuizamento da ação judicial de responsabilidade por falha informacional movida pelo investidor. O fato de a divulgação oficial pela companhia sobre a descoberta da falha informacional ter ocorrido em momento quando a cotação das ações já estava em ascensão não significa, por si só, que inexistente dano. Caberá ao investidor comprovar que a queda da cotação das ações, em abril e em maio de 2020, foi causada pela descoberta pelo mercado da informação omitida, embora a divulgação corretiva oficial tenha ocorrido depois.

Para estabelecer que o dano é indenizável, será necessário analisar não apenas como estabelecer o nexo causal entre ilícito e dano, mas também, nesse caso, como medir os danos causados. A dificuldade de compreensão do fato econômico dificultará a identificação, a confirmação e a certeza do dano indenizável⁶⁶⁸.

⁶⁶⁶ BRAV, Alon; HEATON, J. B. “Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias”, *Washington University Law Review*, v. 93, n. 2, 2015, pp. 607-608.

⁶⁶⁷ Item 2.2.1.2.2., acima.

⁶⁶⁸ PROROK, Johan. *La responsabilité civile sur les marchés financiers*. Paris: LGDJ, 2019, p. 317.

CAPÍTULO 3 – Nexo de causalidade

“(…) *tout le problème de la responsabilité civile se ramène à un problème de causalité*”⁶⁶⁹

O nexa de causalidade é um dos requisitos centrais da responsabilidade civil. Será o nexa causal que qualificará o dano como indenizável, por demonstrar sua certeza e sua imediatidade e por, assim, definir a relação necessária entre causa (ilícito) e efeito (dano)⁶⁷⁰. Tendo-se em consideração a definição de dano informacional proposta anteriormente e os inúmeros fatores que influenciam o preço dos valores mobiliários, a prova do nexa de causalidade serve como filtro rigoroso da responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários⁶⁷¹.

Pretende-se demonstrar, neste capítulo, que, adotando o regime geral de responsabilidade civil e de prova, serão raros os casos em que será possível comprovar o nexa de causalidade e, conseqüentemente, o dano informacional indenizável. Cabe, com base nessa conclusão, avaliar qual é a função da responsabilidade civil no sistema de tutela do investidor no mercado de valores mobiliários brasileiro, para recomendar (ou não) *de lege ferenda* regime especial de responsabilidade civil para o mercado de valores mobiliários brasileiro.

Para adentrar no principal desafio dogmático da responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários, iniciaremos a primeira parte do capítulo abordando os pressupostos teóricos do nexa causal na responsabilidade civil, para delimitar as funções e os critérios jurídicos para definição da relação material de causalidade. Em seguida, analisaremos alguns critérios para identificação do nexa de causalidade quando há multiplicidade de potenciais causas e condutas omissivas. Na segunda parte do capítulo, considerando que os contornos teóricos são insuficientes para aferição no caso concreto da causa de determinado dano indenizável, será aprofundada a análise do tema, com base nos meios de prova do nexa de

⁶⁶⁹ “(…) todo o problema da responsabilidade civil se reduz a um problema de causalidade” (tradução da candidata), cf. RIPERT, Georges. *La règle morale dans les obligations civiles*. 4. Ed. Paris: LGDJ, 1949, pp. 207-208.

⁶⁷⁰ MARTINS-COSTA, Judith. “A linguagem da responsabilidade civil”. (in) BIANCHI, José Flávio; PINHEIRO, Rodrigo Gomes de Mendonça; ALVIM, Teresa Arruda (coord.). *Jurisdição e Direito Privado - Estudos em homenagem aos 20 anos da Ministra Nancy Andrighi no STJ*. São Paulo: RT, 2020, p. 410.

⁶⁷¹ Concorde-se com a constatação de Anderson Schreiber de que a jurisprudência vem demonstrando menor rigor na apreciação da prova do nexa de causalidade, o que é fonte de incoerências e insegurança jurídica, cf. SCHREIBER, Anderson. *Novos paradigmas da responsabilidade civil*. 6. Ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 78. A partir dos julgados analisados sobre a matéria, contudo, entendemos que no âmbito da responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários essa corrosão do nexa de causalidade ainda não existe.

causalidade. Sob essa perspectiva serão traçados os aspectos substanciais e processuais da prova, bem como analisados os diferentes meios de prova para cada espécie de dano identificado no segundo capítulo. Ao final, serão apresentados critérios para identificação e para valoração da prova do nexo de causalidade e, conseqüentemente, para quantificação dos danos informacionais.

3.1. Configuração do nexo de causalidade

3.1.1. Análise teórica do nexo de causalidade

3.1.1.1. A dupla função do nexo de causalidade

O nexo de causalidade exerce duas principais funções: imputar o dever de indenizar a determinado sujeito e medir o dano⁶⁷². Busca-se, por meio do nexo de causalidade estabelecer, se o dano sofrido pela vítima foi efeito necessário de determinado ato, que, por sua vez, pode ser atribuído a determinado agente. Será o estabelecimento do nexo causal, com base nos critérios jurídico-normativos de identificação da causa do dano, que definirá a medida da indenização. Não é a gravidade da culpa do ofensor, portanto, que define a medida da indenização, já que é apenas um dos fatores de imputação da responsabilidade.

Em relação à primeira função, de imputar o dever de indenizar a determinado agente, o nexo de causalidade se distingue do chamado fator de imputação. Este consiste no critério de reprovabilidade estabelecido pelo sistema jurídico para qualificação de determinada conduta (*e.g.* culpa e risco). Assim, se o nexo causal serve para identificar qual evento ocasionou certo resultado, o fator de imputação serve para qualificar determinado evento como socialmente reprovável. Com efeito, determinado ato pode ser a causa determinante de um evento danoso, mas seu agente pode não ter agido com culpa. Ou, ainda, o agente pode ter agido com culpa, mas seu ato culposo não foi a causa determinante do dano.

Em relação à segunda função, de mensurar o dano, o nexo de causalidade servirá para delimitar a amplitude dos efeitos de determinado evento para ocorrência do dano. Afasta-se da

⁶⁷² ALMEIDA COSTA, Mário Júlio. Direito das Obrigações. 9. Ed. Coimbra: Almedina, 2001, p. 555.

noção da culpa para aferição do *quantum* reparatório, para centralizar a medida do dano na ligação entre, de um lado, o ato do agente e, de outro, o espectro do resultado danoso para o lesado⁶⁷³.

O nexó de causalidade, porém, não deve ser compreendido como a causa de um efeito sob perspectiva naturalista, mas sob perspectiva jurídico-normativa⁶⁷⁴, que pode ser tanto ampliada quanto restringida, para assim atender à finalidade legal. Do ponto de vista naturalista, poderá haver uma multiplicidade de eventos pretéritos que integraram o processo causal para se atingir determinado evento danoso. Do ponto de vista jurídico, porém, apenas determinados eventos pretéritos serão qualificados como efetivas causas do dano. Será por meio da política legislativa que será determinado, para os fins da responsabilidade civil, como devem ser identificados a causa e o agente por esta responsável⁶⁷⁵.

Com efeito, o maior desafio do nexó causal é a multiplicidade de causas, sejam as causas concorrentes, sejam as causas complementares, ou causas alternativas⁶⁷⁶. Havendo mais de um ato ou fato apto a ocasionar o evento danoso, há de se questionar até que ponto irá a imputação de responsabilidade, bem como a própria medida do dano indenizável. Como observou Agostinho Alvim, as dificuldades relacionadas ao tema do nexó de causalidade têm relação com o fato de que *“toda causa é causa em relação ao efeito que produz, mas é efeito, em relação à causa que a produziu, estabelecendo-se, deste modo, uma cadeia indefinida de causas e efeitos”*⁶⁷⁷.

Para auxiliar na identificação da causa do dano indenizável, é necessário compreender, portanto, qual é o critério jurídico-normativo para determinação da causa de determinado efeito. A seguir, analisaremos as diversas teorias sobre a relação de causalidade no direito brasileiro, bem como quais delas têm maior aceitação na doutrina e na jurisprudência para que, desse modo, possamos estabelecer critérios para demonstração do nexó de causalidade na responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários.

⁶⁷³ CARPES, Artur Thompsen. A prova do nexó de causalidade na responsabilidade civil. São Paulo: RT, 2016, pp. 60 e ss.

⁶⁷⁴ SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. Princípio da reparação integral. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 153.

⁶⁷⁵ “Não se trata, pois, de relação ‘causa e efeito’ no sentido das ciências naturais, mas de se saber se uma determinada conduta deve ser reconhecida como fundamento jurídico suficiente para a imputação de consequências jurídicas”, cf. CRUZ, Gisela Sampaio da. O problema do nexó causal na responsabilidade civil. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 51. Nesse mesmo sentido, ALMEIDA COSTA, Mário Júlio. Direito das Obrigações. 9. Ed. Coimbra: Almedina, 2001, p. 705.

⁶⁷⁶ DÍEZ-PICAZO, Luis. Derecho de Daños. Madrid: Civitas, 1999, pp. 93-94; PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo XXII. Rio de Janeiro: Borsoi, 1958, pp. 192-195

⁶⁷⁷ ALVIM, Agostinho. Da inexecução das obrigações e suas consequências. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 1972, p. 343.

3.1.1.2. Teorias do nexó de causalidade

Diversas teorias sobre o nexó de causalidade foram formuladas, para estabelecer critérios jurídicos de identificação da causa responsável por um evento danoso. Há quem⁶⁷⁸ classifique as teorias da relação de causalidade entre “teoria generalizadora” e “teorias individualizadoras”, considerando que a primeira equipara causas a condições e que as segundas distinguem, entre os diversos eventos da cadeia causal, aqueles que seriam causas das meras condições. Analisaremos as três principais teorias do nexó causal analisadas pela doutrina e aplicadas pelos tribunais brasileiros: teoria da equivalência das condições, teoria da causalidade adequada, teoria do dano direto e imediato.

A teoria da equivalência das condições está enquadrada como teoria generalizadora, pois tem como distintivo a equiparação de todas as condições existentes durante o processo causal como indispensáveis para a ocorrência do dano. Condições nada mais seriam do que todos os fatores que estejam na origem de uma perda patrimonial – portanto, são todos os eventos de uma cadeia causal até a ocorrência do evento de perda patrimonial⁶⁷⁹. Diante da dificuldade de identificar qual das condições possa ter ocasionado, de forma definitiva, a ocorrência do dano, a teoria da equivalência propõe a equiparação das distintas potenciais condições, levando a própria teoria a se aproximar de noção de causalidade natural. A relação de causalidade dependeria da demonstração de que, não fosse determinada concausa, a consequência danosa não teria ocorrido (*conditio sine qua non*). Dessa forma, se for possível eliminar determinado evento sem afetar a ocorrência do dano nos termos em que ocorreu, o evento em si não deve ser qualificado como causa do dano⁶⁸⁰.

⁶⁷⁸ CRUZ, Gisela Sampaio da. O problema do nexó causal na responsabilidade civil. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 34 e ss.; SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. Princípio da reparação integral. São Paulo: Saraiva, 2010, pp. 154 e ss.; MULHOLLAND, Caitlin Sampaio. A responsabilidade civil por presunção de causalidade. Rio de Janeiro: GZ, 2010, pp. 138 e ss.

⁶⁷⁹ NORONHA, Fernando. Direito das Obrigações 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013 (edição e-book), item 8.2.2., local 10946.

⁶⁸⁰ CRUZ, Gisela Sampaio da. O problema do nexó causal na responsabilidade civil. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 35-39.

A teoria da equivalência das condições, porém, foi objeto de críticas no Brasil⁶⁸¹, por não distinguir, de um lado, eventos que são meras condições e, de outro, aqueles que são efetivamente causas do dano, o que gera ampliação indesejada do espectro de responsabilização⁶⁸². Muito embora seja válida a crítica da amplitude desmedida da teoria, há de se reconhecer, como sustentou Jorge Cesa Ferreira da Silva, que a teoria da equivalência das condições tem seus méritos. Ao igualar as concausas, a teoria acaba por atribuir papel de maior relevância aos fatores de imputação – culpa ou dolo –, o que se revela condizente com a evolução da responsabilidade civil no final do século XIX e no início do século XX⁶⁸³. Ademais, a teoria oferece critério negativo de análise das diversas condições presentes na cadeia causal, o que possibilita, ao menos, sua utilização para eliminar potenciais condições que claramente não concorreram para o dano⁶⁸⁴. A nosso ver, o efeito negativo da teoria da equivalência das condições deve ser o primeiro passo para a análise do nexo de causalidade. Se for eliminado determinado evento da cadeia causal e o dano continuar ocorrendo, o evento poderá ser afastado como causa do dano. Isso não significa que todas as condições da cadeia causal sem as quais o dano não teria ocorrido sejam, juridicamente, causas.

A teoria da causalidade adequada, por sua vez, surge como contraposição à teoria da equivalência das condições. O distintivo da teoria da causalidade adequada é qualificar determinado evento como causa apenas se o evento tem a possibilidade e a probabilidade de provocar o dano, à luz da experiência prática⁶⁸⁵. A vertente positiva da teoria da causalidade adequada qualifica a causa como aquela que normalmente produziria o evento danoso, ao passo que a vertente negativa analisa quais condições não seriam adequadas, normalmente, para a produção do dano, alcançando-se, com isso, a causa por excludente. Diferentemente das demais teorias, a teoria da causalidade adequada propõe a análise da causa com base em juízo retrospectivo de probabilidade, por sua vez fundamentado naquilo que normalmente ocorre em situações semelhantes. Na sua vertente modificada⁶⁸⁶, como interpretada por Judith Martins-Costa, a teoria

⁶⁸¹ Muito embora em certos campos normativos a teoria se reflita na escolha do legislador, como no caso do art. 18, CDC.

⁶⁸² CRUZ, Gisela Sampaio da. O problema do nexo causal na responsabilidade civil. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 48-52.

⁶⁸³ FERREIRA DA SILVA, Jorge Cesa. Inadimplemento das obrigações. São Paulo: RT, 2007, pp. 188-190.

⁶⁸⁴ FERREIRA DA SILVA, Jorge Cesa. Inadimplemento das obrigações. São Paulo: RT, 2007, p. 191.

⁶⁸⁵ CRUZ, Gisela Sampaio da. O problema do nexo causal na responsabilidade civil. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 64.

⁶⁸⁶ Na origem, a teoria da causalidade adequada selecionava a causa adequada apenas com base no juízo de probabilidade, sem concretizar às circunstâncias do caso, o que gerou justificadas críticas pela doutrina, cf. CRUZ, Gisela Sampaio da. O problema do nexo causal na responsabilidade civil. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 78-85;

da causalidade adequada conjuga raciocínio *in concreto* e *in abstracto*, pois é preciso que o evento seja tanto *in abstracto* potencialmente apto a causa do dano, quanto *in concreto* seja a sua causa necessária (*conditio sine qua non*)⁶⁸⁷. Não bastaria apenas que a causa fosse idônea para ocasionar determinado dano, segundo o que normalmente ocorre. É preciso também demonstrar que aquela causa, no caso concreto, “é necessária, por não existir outra que explique o mesmo dano”⁶⁸⁸. O juízo retrospectivo de probabilidade não se confunde com o que veio a ser denominado como “nexo causal probabilístico”⁶⁸⁹, em tempos de “erosão dos filtros da responsabilidade civil”⁶⁹⁰. Se o nexo causal probabilístico é método de presunção de causalidade, o juízo retrospectivo de probabilidade visa apenas a determinar a idoneidade de determinado ato, para provocar o dano antes da comprovação *in concreto* da necessidade daquela causa para a ocorrência do dano⁶⁹¹.

Por fim, há que se referir a teoria do dano direto e imediato, que é considerada por muitos⁶⁹² como a teoria da causalidade adotada pelo Código Civil, no art. 403. Não obstante a existência de diversas subteorias para explicá-la, aquela que teve maior aceitação foi a da necessidade da causa. Assim, somente aqueles danos que sejam consequência necessária do ilícito seriam danos diretos e imediatos, e, conseqüentemente, indenizáveis⁶⁹³. Dessa forma, pode haver, inclusive, mais de uma causa necessária para a ocorrência do dano. Isso significa que nem sempre a causa do dano será o ato ocorrido temporalmente mais próximo do dano, mas apenas aquele que necessariamente a este ensejou, sem o qual o dano não teria como se concretizar. Seria possível identificar eventos posteriores que sejam causas necessárias do dano, rompendo completamente, com isso, o nexo causal entre determinado ilícito e o dano. Caso, porém, ato

MULHOLLAND, Caitlin Sampaio. A responsabilidade civil por presunção de causalidade. Rio de Janeiro: GZ, 2010, pp. 192-193.

⁶⁸⁷ MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. Vol. V. Tomo II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 203.

⁶⁸⁸ ALVIM, Agostinho. Da inexecução das obrigações e suas conseqüências. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 1972, p. 356.

⁶⁸⁹ RODRIGUES JÚNIOR, Otávio Luiz. “Nexo causal probabilístico: elementos para a crítica de um conceito”, Revista de Direito Civil Contemporâneo, vol. 8, jul-set/2016, pp. 115-137, DTR\2016\23933.

⁶⁹⁰ SCHREIBER, Anderson. Novos paradigmas da responsabilidade civil. 6. Ed. São Paulo: Atlas, 2015, pp. 11 e ss.

⁶⁹¹ MARTINS-COSTA, Judith. “A linguagem da responsabilidade civil”. (in) BIANCHI, José Flávio; PINHEIRO, Rodrigo Gomes de Mendonça; ALVIM, Teresa Arruda (coord.). Jurisdição e Direito Privado - Estudos em homenagem aos 20 anos da Ministra Nancy Andrighi no STJ. São Paulo: RT, 2020, p. 414.

⁶⁹² ALVIM, Agostinho. Da inexecução das obrigações e suas conseqüências. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 1972, p. 346; TEPEDINO, Gustavo. “Nexo de causalidade: conceito, teorias e aplicação na jurisprudência brasileira”. (in) RODRIGUES JUNIOR, Otávio Luiz; MAMEDE, Gladston; ROCHA, Maria Vital da (coord.) Responsabilidade civil contemporânea – Em homenagem a Sílvia Venosa. São Paulo: Atlas, 2011, p. 110; CRUZ, Gisela Sampaio da. O problema do nexo causal na responsabilidade civil. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 110-111.

⁶⁹³ CRUZ, Gisela Sampaio da. O problema do nexo causal na responsabilidade civil. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 102.

posterior rompa apenas parcialmente onexo causal que levou ao evento danoso, a causa necessária original ainda irá ensejar responsabilização pelos danos causados, mesmo que parcialmente⁶⁹⁴.

Há de se concordar que as teorias da causalidade adequada na vertente modificada e a teoria da necessariedade da causa se aproximam, o que leva à recorrente confusão de termos. Cabe atentar-se, portanto, mais à significação, e menos à nomenclatura da teoria adotada⁶⁹⁵. Na jurisprudência e doutrina brasileiras, muito embora haja certa confusão terminológica em relação às diversas teorias do nexo causal⁶⁹⁶, percebe-se que prevalece o entendimento segundo o qual a causalidade depende da comprovação da adequação e da necessariedade da causa para ocorrência do dano. Não basta identificar o que normalmente causaria determinado evento lesivo, é preciso identificar, no caso concreto, elementos de convencimento suficientes que demonstrem que naquele caso determinado evento foi a causa necessária ao dano. Para determinar qual é a causa adequada e necessária, pode-se socorrer, em etapa prévia de exame de idoneidade, dos inúmeros eventos potencialmente causadores do dano, a fim de identificar qual deles normalmente levaria àquele dano. Efetuado esse procedimento, subsequentemente se comprova que esse evento, no caso concreto, foi causa exclusiva e necessária, sem a qual o dano não teria ocorrido⁶⁹⁷.

Caso diversos eventos tenham concorrido simultaneamente para ocorrência do dano, deve-se estabelecer qual seria a causa preponderante ou determinante para a ocorrência do evento danoso, de modo a justificar a imputação da responsabilidade. Nessa medida, tendo presente as

⁶⁹⁴ CRUZ, Gisela Sampaio da. O problema do nexo causal na responsabilidade civil. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 110-111.

⁶⁹⁵ MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. Vol. V. Tomo II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 214-215; MULHOLLAND, Caitlin Sampaio. A responsabilidade civil por presunção de causalidade. Rio de Janeiro: GZ, 2010, pp. 188-194.

⁶⁹⁶ CRUZ, Gisela Sampaio da. O problema do nexo causal na responsabilidade civil. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 150. Vide, a respeito, julgados recentes do Superior Tribunal de Justiça, tratando de diversos tipos de responsabilidade civil, nos quais de forma uníssona refere-se à causalidade adequada e direta e imediata como critérios para identificação do nexo causal, cf. AgInt no REsp 1676998/ES, Rel. Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, julgado em 24/08/2020; REsp 1718564/SP, Rel. Ministro Paulo De Tarso Sanseverino, Terceira Turma, julgado em 23/06/2020; REsp 1808079/PR, Rel. Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, julgado em 06/08/2019; REsp 1713105/SP, Rel. Ministro Marco Aurélio Bellizze, Terceira Turma, julgado em 27/11/2018; REsp 1468567/ES, Rel. Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, julgado em 07/08/2018; REsp 1732398/RJ, Rel. Ministro Marco Aurélio Bellizze, Terceira Turma, julgado em 22/05/2018; AgInt no REsp 1520390/ES, Rel. Ministro Marco Buzzi, Quarta Turma, julgado em 22/05/2018; REsp 1435392/RJ, Rel. Ministro Lázaro Guimarães (Desembargador Convocado do TRF 5ª Região), Rel. p/ Acórdão Ministra Maria Isabel Gallotti, Quarta Turma, julgado em 07/11/2017; REsp 1433566/RS, Rel. Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, julgado em 23/05/2017.

⁶⁹⁷ MARTINS-COSTA, Judith. “A linguagem da responsabilidade civil”. (in) BIANCHI, José Flávio; PINHEIRO, Rodrigo Gomes de Mendonça; ALVIM, Teresa Arruda (coord.). Jurisdição e Direito Privado - Estudos em homenagem aos 20 anos da Ministra Nancy Andrighi no STJ. São Paulo: RT, 2020, p. 414.

sugestões conceituais adotadas pela doutrina e jurisprudência brasileiras para definição da relação material de causalidade, procede-se, a seguir, à análise do complexo fenômeno da multiplicidade de causas, para esclarecer como a identificação da causa adequada e eficiente será feita nesse cenário nebuloso.

3.1.2. A identificação da causa do dano

3.1.2.1. O fenômeno da multiplicidade de “causas”

A multiplicidade de causas pode ser compreendida com base no conceito de “concorrência de causas”, utilizado para analisar a cadeia causal de eventos ocorridos antes do dano, especialmente quando há mais de um agente potencialmente causador do dano.

Classicamente, distingue-se entre três causas: as causas concorrentes, as causas complementares ou concausas e as causas alternativas. As primeiras caracterizam-se por poderem por si só ter gerado o dano, mas tendo ocorrido simultaneamente ou sucessivamente, não é possível precisar qual delas preponderou para a ocorrência do dano. As causas complementares ou concausas são, por sua vez, aquelas que somente em conjunto poderiam ter gerado o dano, seja por uma ação cooperação entre diferentes agentes, seja pela mera convergência de atos independentes, ainda que de forma sucessiva⁶⁹⁸. Por fim, a causalidade alternativa ocorre quando apenas um ato gerou o dano, mas não é possível identificar, entre um grupo de indivíduos, qual deles realizou o ato⁶⁹⁹.

Não há causas concorrentes ou complementares se há interrupção ou impedimento do nexos causal por ato posterior, pois, nesse caso, o primeiro ato, ainda que apto a gerar o dano, teve sua relação com o dano interrompida por outro ato subsequente, que efetivamente levou ao dano⁷⁰⁰.

⁶⁹⁸ MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. Vol. V. Tomo II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 503.

⁶⁹⁹ CRUZ, Gisela Sampaio da. O problema do nexos causal na responsabilidade civil. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 27-31.

⁷⁰⁰ CARPES, Artur. A prova do nexos de causalidade na responsabilidade civil. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, pp. 64-66.

Assim, nessa hipótese, a primeira causa não é causa necessária e adequada do dano, apenas a última, pois essa foi a única que preponderou e que foi determinante para a ocorrência do dano.

Um exemplo clássico de interrupção do nexo causal são os casos de fato exclusivo da vítima, ou também denominado como “culpa exclusiva da vítima” (art. 945, Código Civil). Nessas hipóteses, muito embora um terceiro possa ter realizado um ato ilícito potencialmente causador de dano à vítima, se for demonstrado que o ato da própria vítima interrompeu a cadeia causal, não há o surgimento do dever de indenizar por ausência de nexo causal.

No âmbito da responsabilidade civil por falha informacional, pode-se, ainda, fornecer como exemplo de interrupção do nexo causal entre a falha informacional e eventual prejuízo, bem como a decisão do investidor, que sabia da falha informacional e que, ainda assim, decidiu subscrever, adquirir, vender ou manter os valores mobiliários⁷⁰¹. Mesmo que a coletividade dos investidores no mercado tenha sido enganada, o investidor conhecedor da falha informacional deu causa a eventual prejuízo que possa ter posteriormente sofrido, pois sabia do risco de que, após a descoberta da informação pelo mercado, a cotação poderia ser corrigida⁷⁰². Essa solução se coaduna com aquela prevista expressamente no art. 155, §3º, Lei n. 6.404/76, para a ação de indenização do investidor que realizou negócio com *insider*⁷⁰³. Assim, o investidor que conhecia a informação privilegiada não é lesado pelo administrador que compra ou vende valores mobiliários da companhia, enquanto o fato relevante ainda não foi divulgado.

Outro exemplo de interrupção do nexo causal são os casos de ato de terceiro, que não é nem a vítima, nem o potencial ofensor, nem aquele por quem o ofensor deva civilmente responder⁷⁰⁴. Nesses casos, ato de terceiro, independente e sem qualquer influência do potencial ofensor, deve ser a causa imediata e necessária do evento danoso, a ponto de excluir totalmente a relação causal entre ato do ofensor em relação à produção do dano. Há que se considerar, ademais, que – mesmo sendo o ato do terceiro independente e sem influência do potencial ofensor, caso esse venha a descobri-lo, mas não aja para evitá-lo – o potencial ofensor pode eventualmente não se

⁷⁰¹ HELLGARDT, Alexander. Kapitalmarktdeliktsrecht. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, p. 520.

⁷⁰² Não é o caso de adentrar nesse tipo de detalhe, mas é importante frisar que a depender do caso, o fato de o investidor ter conhecimento de informação (privilegiada) não divulgada ao mercado pode vir a qualificar ilícito de *insider trading*.

⁷⁰³ Art. 155, §3º, Lei n. 6.404/76: “A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação”.

⁷⁰⁴ CRUZ, Gisela Sampaio da. O problema do nexo causal na responsabilidade civil. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 181-182.

eximir da própria parcela de responsabilidade pelo dano⁷⁰⁵. Nesse sentido, Aguiar Dias alerta que, muito embora o ato de terceiro se distinga do caso fortuito ou força maior, a previsibilidade do ato de terceiro, para o potencial ofensor e não em termos abstratos, pode ser apreciada em função do surgimento de dever ao potencial ofensor descumprimento⁷⁰⁶.

No âmbito do mercado de valores mobiliários, essa hipótese pode ocorrer pela publicação por terceiros⁷⁰⁷ – analistas, especialistas, investidores profissionais, jornalistas e assim por diante – em veículos de mídia de opinião, por palpite, ou, eventualmente, por alguma informação sobre determinada companhia aberta e seus valores mobiliários. Nesse caso, se a informação divulgada por terceiros já deveria ter sido divulgada previamente pela própria companhia, não há interrupção do nexos causal. Em verdade, o que se verifica é descoberta da falha informacional, que pode ensejar a responsabilidade da companhia ou de seus administradores. Caso, porém, a companhia não tenha descumprido dever de informar, impõe-se à companhia e aos administradores o dever de esclarecimento imediato ao mercado. Trata-se dos casos em que ou o fato relevante pudesse não ser divulgado no legítimo interesse da companhia (art. 157, §4º, Lei n. 6.404/76), ou, ainda, quando terceiros estejam manipulando os preços de mercado por meio da divulgação de informações inverídicas. Se a companhia e seus administradores esclarecem o mercado prontamente, como exigido pela regulação aplicável, eles eximem-se, a princípio, do dever de indenizar eventuais prejuízos aos investidores, pois não cometeram qualquer ilícito. Caso o terceiro tenha manipulado os preços de mercado, nessa hipótese em que a companhia não descumpriu dever de informar, será o terceiro responsável pelos danos causados investidores. No entanto, nessa hipótese, a interrupção do nexos causal seria apenas aparente, pois não teria ocorrido ilícito informacional pela companhia e seus administradores.

A regra geral para lidar com o fenômeno da multiplicidade de causas é a determinação da contribuição causal de cada evento para a ocorrência do dano. Exceto nos casos em que haja previsão legal ou contratual de solidariedade entre cada responsável (arts. 932, 933, 942, Código

⁷⁰⁵ PAS CVM n. RJ2006/5928, Diretor-Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17/04/07 (Caso Alpargatas) (identificando quando e como a companhia deve divulgar informação ao mercado se a informação privilegiada escapar do seu controle e quando ocorrer oscilação atípica).

⁷⁰⁶ AGUIAR DIAS, José de. Da responsabilidade civil. 12. Ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 788.

⁷⁰⁷ É válido referir a lição de Gisela Sampaio da Cruz, segundo a qual a interrupção do nexos causal somente pode ocorrer quando tiver como origem ato de terceiro e não de administrador da companhia. Como veremos adiante (quinto capítulo), os atos realizados pelos administradores da companhia aberta no exercício das suas atribuições são atos da companhia e não de terceiros, cf. CRUZ, Gisela Sampaio da. O problema do nexos causal na responsabilidade civil. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 181-182.

Civil), o ofensor responde até a medida em que seu ato ou omissão causou dano⁷⁰⁸, conforme preceituam os arts. 944 e 945 do Código Civil.

No caso dos danos decorrentes da anulação de subscrição de valores mobiliários, uma vez comprovado o dolo principal, ou seja, que o dolo omissivo ou comissivo viciou a vontade do investidor, a relação de causalidade a ser demonstrada consiste naquela entre a celebração de contrato anulável e prejuízos daí decorrentes. Não há como regra, portanto, o problema da multiplicidade de causas no dano residual por dolo principal.

Pode-se perquirir se haveria multiplicidade de causas dos danos por distorção do preço dos valores mobiliários, haja vista tanto a multiplicidade de informações que influenciam a cotação dos valores mobiliários, como a decisão de investimento dos investidores. Ocorre que, para haver multiplicidade de causas, é preciso haver mais de um ilícito. No entanto, a multiplicidade de informações que influenciam o preço dos valores mobiliários não é equiparável à multiplicidade de ilícitos, potenciais causas do dano informacional. Se não há ilícito, não há causa, da mesma forma que nem toda perda patrimonial é dano indenizável. Em outras palavras, se a única conduta reprovável for a falha informacional, não haverá multiplicidade de causas, mas apenas multiplicidade de eventos que podem ter contribuído para a oscilação do preço de mercado dos valores mobiliários. Todos os outros eventos que impactaram na formação do preço não são “causas” concorrentes, nem complementares, do dano, mas são fatores que podem ter levado a perdas patrimoniais.

Com efeito, a compreensão do fenômeno da multiplicidade de causas, no âmbito da distorção do preço de compra ou de venda de valores mobiliários, é útil para diferenciar o que é, de um lado, mera perda patrimonial pelo risco normal de investimento em valores mobiliários e o que é, de outro lado, propriamente dano indenizável. É preciso estabelecer relação de causalidade entre o descumprimento de dever de informar e a formação do preço, em contexto no qual não uma informação, mas múltiplas informações necessariamente fazem parte desse processo. Se outras informações tiverem levado a determinada precificação dos valores mobiliários que se mostrou posteriormente prejudicial ao investidor, não haverá causalidade entre falha informacional e dano.

⁷⁰⁸ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo XXII. Rio de Janeiro: Borsoi, 1958, §2.721, pp. 197-198.

Ademais, ainda que múltiplos ilícitos cometidos pelos administradores da companhia aberta levem-na a divulgar informação falsa ou omitir informação obrigatória ao mercado de valores mobiliários, sob a perspectiva dos investidores, a falha informacional é uma. Em outras palavras, o ilícito falha informacional pode vir a ser a consequência de processo de atos e omissões ocorridas na organização interna da companhia. A causa do dano residual ou do dano informacional é apenas o resultado de um ou mais ilícitos realizados por um ou mais administradores da companhia, que têm o dever de fazê-la cumprir os deveres de informar no mercado de valores mobiliários.

Diferente é o caso das múltiplas falhas informacionais. Nesse caso, podem existir diversos ilícitos que tenham sido realizados, sucessivamente e no decurso do tempo, pelo mesmo agente e que tenham impactado, de forma diversa, na formação do preço⁷⁰⁹. O principal desafio da prova do nexa causal, nesses casos, é identificar a parcela da variação final do preço dos valores mobiliários que é atribuível a cada falha informacional, a fim de individualizar o dano dos investidores que realizaram negócios em momentos diversos do período relevante.

Com efeito, o nexa causal que precisa ser estabelecido entre a falha informacional e o dano é aquele necessário, direto e imediato, ainda que remoto, avaliado com base nas circunstâncias do caso. Esse liame causal não pode ter sido interrompido por outros fatores ou circunstâncias que tenham influenciado, de forma determinante, na ocorrência do efeito danoso. Pode-se concluir que o principal desafio do nexa causal, na responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários, não é propriamente o fenômeno da multiplicidade de causas, mas a comprovação da exata medida da causalidade entre ilícito e perda patrimonial do investidor.

3.1.2.2. Causalidade por omissão informativa

A omissão informacional consiste no descumprimento pela companhia aberta do dever de informar ao não divulgar a informação ou o documento, ou ao divulgar a estes com omissões de partes relevantes. Isso significa que o dever descumprido visava, por meio da imposição de

⁷⁰⁹ ERDLEN, Andrew M. “Timing Is Everything: Markets, Loss, and Proof of Causation in Fraud on the Market Actions”, *Fordham Law Review*, vol. 80, 2011, pp. 910-911.

conduta, a evitar risco a terceiros⁷¹⁰. O nexo causal entre a omissão e o dano parte da premissa de que a conduta devida que não foi realizada poderia evitar a ocorrência do dano⁷¹¹.

A causalidade por omissão se distingue da causalidade por ato ilícito comissivo, por não envolver uma cadeia causal de eventos e interações que levaram ao resultado. A causalidade por omissão depende do conceito de causalidade sob perspectiva jurídico-normativa⁷¹², e não naturalista. Para tanto, é preciso avaliar a omissão com base em perspectiva contra-factual, de modo a definir se o fato que diretamente causou o dano poderia ter sido impedido pela ação omitida⁷¹³. A causa passa a ser não o fato que levou ao resultado, mas a não prevenção do resultado. O objeto de prova da causalidade por omissão deve ser o contra-fato relacional entre o dano e a conduta esperada do responsável⁷¹⁴, a fim de demonstrar que a conduta devida pelo responsável, por si só, era capaz de impedir a ocorrência do dano e não que a omissão causou o dano⁷¹⁵.

A problemática da causalidade por omissão, porém, não é insuperável⁷¹⁶. Embora o nexo de causalidade entre ilícito comissivo e dano busque determinar se o resultado do ilícito foi o dano, esse pressuposto da responsabilidade civil não é naturalístico. Dessa forma, a prova do nexo de causalidade dos ilícitos comissivos também depende de juízo valorativo lógico. Em ambos os casos, portanto, o nexo de causalidade é reconstruído, em termos hipotéticos, quanto à eficácia do fazer que não ocorreu, seja se esse fazer for a divulgação da informação omitida, seja se esse fazer for a divulgação da informação verdadeira, ao invés da informação falsa.

⁷¹⁰ VON BAR, Christian. *The Common European Law of Torts*. Vol. 2. Oxford: Clarendon Press, 2000, p. 218.

⁷¹¹ PEREIRA, Rui Soares. *O nexo de causalidade na responsabilidade delitual*. Coimbra: Almedina, 2019, pp. 616-617; VON BAR, Christian. *The Common European Law of Torts*. Vol. 2. Oxford: Clarendon Press, 2000, p. 218.

⁷¹² “O causar é conceitualmente diverso do não impedir. Como, entretanto, o legislador não fala a linguagem da crítica do conhecimento, e sim aquela da vida prática, pode promover a omissão à categoria causal. E o faz assentado na obrigação contida na norma, jurídica ou extrajurídica. Quem empresta sopro vital à omissão, para que adquira valor causal, é a própria norma. graças a ela, o não impedir é equiparado ao causar”, cf. COSTA JÚNIOR, Paulo José da. *Nexo causal*. 3. Ed. São Paulo: Siciliano Jurídico, 2004, pp. 158-159.

⁷¹³ DOWE, Phil. *Physical Causation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2000, p. 124; ARMSTRONG, D.M. “Going through the Open Door Again: Counterfactual versus Singularist Theories of Causation”. (in) COLLINS, John; HALL, Ned; PAUL, L.A. (coord.). *Causation and Counterfactuals*. Cambridge: MIT, 2004, pp. 447-449.

⁷¹⁴ MARTINS, João Marques. *Prova por presunções judiciais na responsabilidade civil aquiliana*. Cascais: Principia, 2017, pp. 180-181.

⁷¹⁵ HART, H. L.A.; HONORÉ, Tony. *Causation in the law*. 2. Ed. Oxford: Clarendon Press, 1985, p. 51.

⁷¹⁶ CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. 13. Ed. São Paulo: Atlas, 2019, p. 91.

Ainda assim, a omissão impõe maiores desafios à causalidade jurídico-normativa do que a ação, pois inúmeros eventos poderiam ser passíveis de impedir o dano⁷¹⁷. Por que atribuir a responsabilidade à omissão de determinado sujeito de direito?

Para Rui Soares Pereira⁷¹⁸, a imputação de responsabilidade ao responsável por determinada omissão depende de critério jurídico-normativo que atribua relevância à ação esperada, e não realizada, para impedir determinado resultado indesejável. Essa atribuição de relevância ao dever legal não é suficiente, contudo, para a demonstração da causalidade entre omissão e dano. Cabe definir se, dentro das circunstâncias fáticas do caso concreto, o dano ocorreria mesmo que o responsável pela omissão tivesse agido, conforme determinava o dever legal⁷¹⁹. No Brasil, Sergio Cavalieri Filho afirma que cabe ao autor demonstrar a ocorrência do dano e a adequação da conduta devida para impedir o dano, presumindo-se a adequação da conduta até prova em contrário. Caberá ao réu o ônus da prova da inadequação da conduta exigida para impedir o dano, com base na teoria da carga dinâmica do ônus da prova, instituída no art. 373, parágrafos primeiro e segundo, do Código de Processo Civil

Trazendo a questão para o mercado de valores mobiliários, o objeto da prova da causalidade por omissão informativa deverá ser a relevância da informação omitida para a precificação dos valores mobiliários, quando a informação era devida. Nesse tipo de responsabilidade civil, a norma legal determina qual informação ou qual documento deve ser divulgados ao mercado de valores mobiliários⁷²⁰. É preciso demonstrar, portanto, sob o pressuposto de que todo o resto se manteve igual (“*ceteris paribus*”), que, se a companhia tivesse divulgado informação relevante exigida na data da falha informacional, o preço dos valores mobiliários teria sido diverso⁷²¹. Assim, caso a informação omitida tivesse sido divulgada – e todo o resto tivesse se mantido igual –, a causalidade entre a omissão e o dano sofrido estaria comprovada, se

⁷¹⁷ PEREIRA, Rui Soares. O nexó de causalidade na responsabilidade delitual. Coimbra: Almedina, 2019, pp. 635-636.

⁷¹⁸ PEREIRA, Rui Soares. O nexó de causalidade na responsabilidade delitual. Coimbra: Almedina, 2019, p. 641.

⁷¹⁹ DAVID, Hillel; MCCAGUE, W. Paul; YANISZEWSKI, Peter F. “Proving causation where the but for test is unworkable”, *The Advocates’ Quarterly*, vol. 30, 2005, pp. 222-223.

⁷²⁰ QUÉZEL-AMBRUNAZ, Christophe. *Essai sur la causalité en droit de la responsabilité civile*. Paris: Dalloz, 2010, pp. 181-182 (observando que uma das dificuldades do nexó causal no ilícito omissivo pode ser determinar qual deveria ter sido o comportamento devido pela parte infratora).

⁷²¹ RICHARDSON III, George O. “Omission and Nondisclosure Under SED Rule 10b-5: A Distinction in Search of a Difference”, *Fordham Urban Law Journal*, vol. VII, 1979, p. 433.

demonstrado que o preço dos valores mobiliários teria sido superior, ou teria sido inferior, ao preço na data da falha informacional.

Como se verá a seguir, já que o meio de prova da causalidade entre falha informacional e dano deriva de estudos baseados em perspectiva contra-factual, os mesmos meios de prova são adequados para demonstrar a falha informacional tanto comissiva quanto omissiva.

3.2. Prova do nexó de causalidade

No caso em que a falha informacional tenha sido a causa adequada e necessária para a celebração de contrato de subscrição de valores mobiliários eivado de dolo, o dever de indenizar surgirá, caso seja demonstrado que o investidor sofreu danos em decorrência da celebração de negócio jurídico inválido. De outro modo, se a falha informacional distorcer o preço dos valores mobiliários, o responsável pela falha informacional deverá indenizar apenas aqueles que sofreram danos por terem pagado, ou recebido, preço distorcido em virtude da falha informacional, em compra ou venda de valores mobiliários durante o período relevante. Como regra geral, o ônus da prova do nexó de causalidade é do investidor. A depender das particularidades do caso concreto poderá o julgador atribuir o ônus da prova de modo diverso⁷²².

Cabe a indagação: como, porém, comprovar, em cada caso, a relação de adequação e de necessariedade entre a divulgação de informação falsa ou omissão de informação e as perdas patrimoniais sofridas pelo investidor? Como afirmar que o preço das ações da companhia “A”, na data da compra, teve acrescido \$ 2,00, em razão da falha informacional? Como demonstrar que a queda do preço das ações em \$2 decorre exclusivamente da descoberta da falha informacional? Como seria possível assegurar que acréscimo, ou decréscimo, no preço não decorre da variação no câmbio que beneficiou os negócios da companhia “A”?

A dificuldade de prova do nexó de causalidade entre falha informacional e dano, no mercado de valores mobiliários, é o motivo pelo qual, em outros ordenamentos jurídicos, a lei⁷²³

⁷²² Art. 373, I, §§1º e 2º, CPC.

⁷²³ Esse é o caso dos direitos norte-americano (em relação ao mercado primário, cf. Sections 11 e 12, Securities Act), alemão (em relação ao mercado primário, cf. §§9, 10, 12, WpPG) e português (em relação ao mercado primário, cf. art. 149º e 152º do Código de Valores Mobiliários).

ou a jurisprudência⁷²⁴ previram determinadas presunções, ou inversões, do ônus da prova, para facilitar a prova do nexo causal pelos investidores lesados pela falha informacional.

Com efeito, a prova do nexo causal não consiste em prova de ato, nem de fato jurídicos. O nexo causal não é evento empírico, que se possa observar e comprovar, de forma direta, tal como o próprio ilícito e as perdas patrimoniais⁷²⁵. Trata-se de um “modelo mental”⁷²⁶, motivo pelo qual o nexo causal se prova de forma inferencial⁷²⁷. Assim, é preciso partir de uma premissa geral, a qual pode ser obtida de uma lei científica ou máxima da experiência, para confirmá-la no caso concreto⁷²⁸. Sem a prova do nexo causal específico no caso concreto, porém, não há prova da causalidade necessária ao surgimento do dever de indenizar.

Realizada essa breve introdução sobre a produção da prova do nexo causal, passaremos, a seguir, a analisar os meios de prova do nexo causal, em vista de cada tipo de dano que é objeto deste estudo. Ao final, teceremos considerações, sob a perspectiva do direito processual civil, de como valorar a prova produzida.

3.2.1. Meios de prova

A prova, no processo civil, deverá direcionar-se aos enunciados fáticos alegados pelas partes no processo. Tendo-se em conta que o nexo causal é um modelo mental, a prova não tem como objeto um fato pretérito, mas a relação entre uma ação, ou omissão, e a redução patrimonial sofrida pelo investidor. É preciso, portanto, demonstrar a relação de causalidade adequada e

⁷²⁴ Em relação à influência da falha informacional na decisão individual de investimento do lesado, esse é o caso dos direitos norte-americanos (no mercado secundário, cf. *Basic, Inc. v. Levinson*, 108 S. Ct. 978, 982-83, 1988), italiano (cf. FERRARINI, Guido; GIUDICI, Paolo. “Italy: The Protection of Minority Investors and the Compensation of Their Losses”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (org.). *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, pp. 459-463) e francês (cf. PROROK, Johan. *La responsabilité civile sur les marchés financiers*. Paris: LGDJ, 2019, pp. 203-204).

⁷²⁵ TARUFFO, Michele. “La prova del nesso causale”, *Rivista critica del diritto privato*, anno XXIV, n. 1, mar/2006, p. 113; CARPES, Artur Thompsen. *A prova do nexo de causalidade na responsabilidade civil*. São Paulo: RT, 2016, p. 101.

⁷²⁶ TARUFFO, Michele. “La prova del nesso causale”, *Rivista critica del diritto privato*, anno XXIV, n. 1, mar/2006, p. 103.

⁷²⁷ TARUFFO, Michele. “La prova del nesso causale”, *Rivista critica del diritto privato*, anno XXIV, n. 1, mar/2006, p. 114.

⁷²⁸ TARUFFO, Michele. “La prova del nesso causale”, *Rivista critica del diritto privato*, anno XXIV, n. 1, mar/2006, pp. 115-116.

necessária entre a falha informacional e o dano, por meio de raciocínio lógico, com base no método nomológico-dedutivo.

O método nomológico-dedutivo tem como pressuposto que a causalidade entre dois eventos deva estar baseada em uma “lei de cobertura”, que explique o fenômeno, devendo a causalidade ser desta inferida para o caso concreto⁷²⁹. A lei de cobertura nada mais é que a regra geral ou máxima da experiência, que sustentará a proposição de que A causou B. É por isso que se diz que o enunciado fático do nexo causal é verdadeira “*miscigenação entre fato e direito*”⁷³⁰, de modo que sua prova depende da “(...) *validade da lei científica ou máxima da experiência e da sua adequação para definir o caso*”⁷³¹. Por exemplo, fatos relevantes influem na cotação dos valores mobiliários. Após a divulgação do fato relevante, o preço das ações da companhia C teve queda de 10%. O fato relevante causou a queda na cotação dos valores mobiliários da companhia C. A adequação da lei de cobertura ao caso concreto necessariamente depende de prova específica, para demonstrar que, naquele caso, o fato relevante alterou a cotação dos valores mobiliários.

Analisaremos, a seguir, quais seriam os meios de prova e suas limitações práticas, a fim de demonstrar a causalidade entre falha informacional e os danos informacionais.

3.2.1.1. Danos residuais decorrentes do dolo principal

A prova do nexo de causalidade entre a falha informacional e os danos em decorrência da anulação da subscrição de valores mobiliários deve demonstrar a relação entre eventuais perdas patrimoniais sofridas pelo investidor e a anulação da subscrição por dolo, sejam essas perdas patrimoniais danos emergentes ou lucros cessantes. Com efeito, é pressuposto desse tipo de dano que a informação falsa ou a omissão informativa tenham levado o investidor a engano. Ou seja, nesse tipo de dano, a prova de que o investidor confiou nas informações divulgadas pela companhia é essencial, para que se possa anular a subscrição.

⁷²⁹ TARUFFO, Michele. “La prova del nesso causale”, *Rivista critica del diritto privato*, anno XXIV, n. 1, mar/2006, p. 114;

⁷³⁰ CARPES, Artur Thompsen. A prova do nexo de causalidade na responsabilidade civil. São Paulo: RT, 2016, p. 101.

⁷³¹ CARPES, Artur Thompsen. A prova do nexo de causalidade na responsabilidade civil. São Paulo: RT, 2016, p. 102.

É somente nos casos de anulação de subscrição de valores mobiliários que entendemos que o requisito da confiança nas informações falsas divulgadas ou o do engano causado pela omissão informativa possam ser exigidos, para a responsabilização civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários.

O exemplo típico de danos emergentes decorrentes da invalidade de contrato são as despesas incorridas pela parte lesada para realização do negócio jurídico anulado, que se tornaram inúteis após a sua anulação⁷³², tais como taxa de corretagem, prêmio ou custos de crédito⁷³³. A característica principal dessas despesas indenizáveis pela anulação da subscrição é o fato de que, quando foram realizadas, não se qualificavam como perdas patrimoniais, ainda que tenham significado redução do patrimônio da parte⁷³⁴. Assim, o nexo causal entre a falha informacional e o dano nesses casos deve obedecer a três critérios primordiais: a inutilidade, após a anulação da subscrição, de gasto realizado anteriormente à subscrição⁷³⁵; a ligação dos gastos com a confiança depositada no negócio jurídico e a razoabilidade; e a normalidade dos gastos, no contexto da celebração do negócio jurídico anulado⁷³⁶. Como observa Renata Steiner, em relação aos gastos realizados em confiança da validade do negócio jurídico *“como, ao tempo do seu dispêndio, vinculavam-se já à expectativa legítima e, na medida em que é a frustração dessa que conforma o suporte fático do evento lesivo, há uma relação de causalidade possível”*⁷³⁷.

Em relação a potenciais lucros cessantes por eventual negócio jurídico alternativo, que o investidor deixou de realizar em virtude da subscrição de valores mobiliários, é preciso comprovar o nexo causal entre a falha informacional que levou o investidor à subscrição inválida de valores mobiliários e os lucros que o mesmo investidor não mais poderá auferir, em decorrência da subscrição inválida.

⁷³² STEINER, Renata. Reparação de danos: interesse positivo e interesse negativo. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 236 e ss.

⁷³³ ASSMANN, Heinz-Dieter. Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht. Köln: Carl Heymanns Verlag, 1985, p. 367.

⁷³⁴ STEINER, Renata. Reparação de danos: interesse positivo e interesse negativo. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 238.

⁷³⁵ CHAVES, Antônio. Responsabilidade pré-contratual. Rio de Janeiro: Forense, 1959, p. 169 (chamando a atenção para o critério temporal dos prejuízos para qualificação como danos indenizáveis).

⁷³⁶ STEINER, Renata. Reparação de danos: interesse positivo e interesse negativo. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 239-248.

⁷³⁷ STEINER, Renata. Reparação de danos: interesse positivo e interesse negativo. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 241.

O dano indenizável é o lucro perdido pelo investidor, por ter investido seus recursos na subscrição, posteriormente anulada, de valor mobiliário, em invés de investi-los em investimento alternativo. Em razão disso, o fator temporal é determinante para mensurar o dano sofrido. Além disso, o nexo causal depende da comprovação de que o negócio alternativo somente não foi realizado, em razão da confiança do investidor na subscrição válida do valor mobiliário, mas posteriormente invalidada⁷³⁸. Nesse sentido, Fischer⁷³⁹ defende que deveriam ser consideradas as máximas da experiência, para demonstrar o que teria ocorrido, não fosse o ilícito que resultou na invalidação do negócio jurídico. Embora as máximas da experiência possam auxiliar como um primeiro indício, ainda assim, será preciso demonstrar, no caso concreto, elementos de prova convergentes – caso contrário, não haverá prova da causalidade específica.

Ressalte-se, como já demonstrado no item 2.2.1.1.1, que é controversa a indenização por lucros cessantes em caso de anulação de subscrição de valores mobiliários por dolo, haja vista os desafios de caracterizar, na espécie em análise, tanto a certeza do dano, como o nexo de causalidade.

3.2.1.2. Distorção dos preços dos valores mobiliários

3.2.1.2.1. Desafios e limitações da prova

Até aqui, concluímos que o dano informacional pela distorção do preço dos valores mobiliários pode ocorrer tanto em subscrições em ofertas públicas de emissão de novos valores mobiliários, quanto em compras ou vendas de valores mobiliários no mercado secundário. Em todos esses casos, o preço pode sofrer influência da falha informacional. Em decorrência disso, quando a falha informacional é descoberta, os investidores podem sofrer redução patrimonial pela correção do preço dos valores mobiliários⁷⁴⁰. A partir dessa data, o investidor que subscreveu ou

⁷³⁸ STEINER, Renata. *Reparação de danos: interesse positivo e interesse negativo*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 252.

⁷³⁹ FISCHER, Hans Albrecht. *A reparação dos danos no direito civil*. Trad. António de Arruda Ferrer Correia. São Paulo: Livraria Acadêmica Saraiva, 1938, p. 107.

⁷⁴⁰ FLEISCHER, Holger. “§6. Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktkommunikation”. (in) ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHÜTZE, Rolf A.; BUCK-HEEB, Petra (org.). *Handbuch des Kapitalanlagerechts*. 5. Ed. München: C.H. Beck,

comprou valores mobiliários por preço inflacionado somente poderá revendê-los por preço corrigido. Igualmente, o investidor que tiver vendido valores mobiliários por preço deflacionado somente poderá recomprá-los por preço corrigido. Em síntese, a partir da descoberta da falha informacional, o preço pago ou recebido passa a não mais a corresponder ao preço de mercado pelo valor mobiliário negociado por fato que deveria ser de conhecimento público na data da compra ou da venda.

Além disso, sustentamos, no segundo capítulo, que o dano pela aquisição ou pela venda de valores mobiliários por preço distorcido em razão da falha informacional prescinde de prova da influência da falha informacional na decisão individual do investidor de adquirir, ou de vender, os valores mobiliários. Não é necessário comprovar que o investidor tinha confiança na veracidade das informações divulgadas (*reliance*), tal como exigido no direito norte-americano⁷⁴¹. Isso porque a falha informacional pode influenciar a cotação ou o preço da oferta de emissão de valores mobiliários, mesmo que um dos investidores lesados não tenha levado em consideração a falha informacional na própria decisão⁷⁴². Ao colocar a ordem de compra ou de venda baseada na cotação distorcida, ou, também, ao subscrever os valores mobiliários pelo preço ofertado distorcido, o investidor terá sido enganado pela falha informacional tanto quanto o foram os investidores que analisaram a informação.

Em virtude de todos os desafios do tema, a prova do nexu causal, nessa espécie de dano, volta-se a demonstrar a relação entre a falha informacional e a formação do preço. O objetivo é identificar qual teria sido o preço hipotético da subscrição, da compra ou da venda de valores mobiliários feita pelo investidor, se não tivesse ocorrido a falha informacional⁷⁴³. Como observou John Coffee Junior⁷⁴⁴, se o objeto da prova é qual teria sido o preço formado no mercado de valores

2020, p. 415, Rn. 36; HELLGARDT, Alexander. Kapitalmarktdelikttsrecht. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, p. 505. No mesmo sentido, também, o Regulamento da União Europeia n. 596/2014, ao prever nos seus considerandos que “(15) A informação *ex post* pode ser utilizada para verificar a presunção de que os preços são sensíveis à informação *ex ante*, mas não deverá, ser utilizada contra pessoas que tenham extraído conclusões razoáveis das informações *ex ante* colocadas à sua disposição”.

⁷⁴¹ Sobre os requisitos para a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários nos Estados Unidos, vide abaixo o item 3.2.1.2.2.

⁷⁴² Nesse sentido, é com base nesse fato que a teoria da *fraud-on-the-market* é utilizada nos Estados Unidos, cf. Green v. Occidental Petroleum Corp. United States Court of Appeals for the Ninth Circuit 541 F.2d 1335 (1976).

⁷⁴³ FISCH, Jill E.; GELBACH, Jonah B.; KLINK, Jonathan, "The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation" Texas Law Review, vol. 96, 2018, p. 555.

⁷⁴⁴ COFFEE JUNIOR, John C., “Causation by presumption? Why the Supreme Court should reject phantom losses and reverse Broudo”, The Business Lawyer, Vol. 60, No. 2 (February 2005), p. 534.

mobiliários, não basta que o juiz considere a informação relevante para presumir o nexo causal – é preciso demonstrar a avaliação dos investidores quando da descoberta da informação (prova do nexo causal específico no caso concreto).

Comprovar o que teria ocorrido (e não ocorreu) é um dos desafios dos litígios relacionados à responsabilidade civil, pois a prova não é de um fato ocorrido no passado, mas justamente daquilo que não ocorreu por causa do ilícito. É por isso que a doutrina ressalta a necessidade de demonstrar, por inferências, com base nos fatos ocorridos, qual teria sido o curso causal provável (“*wahrscheinlichen Kausalverlauf*”), no cenário de cumprimento do dever de informar⁷⁴⁵.

Como o preço de mercado depende de como a nova informação será avaliada pelos investidores por meio do que se denominou, neste estudo, de “processo de formação dos preços”, a variação do preço dos valores mobiliários, após a revelação da informação, será o ponto de partida da prova⁷⁴⁶. Assim, será preciso inferir, com base na reação do preço dos valores mobiliários à informação, qual teria sido o curso causal provável, se não tivesse ocorrido a falha informacional.

É por isso que a data da falha informacional e a data da descoberta da falha informacional são essenciais para a determinação do nexo causal e para a quantificação do dano. Nessas duas datas, é possível observar se (e como) ocorreu a variação do preço dos valores mobiliários, diante de cada informação divulgada. Já que a eficiência do mercado de valores mobiliários depende da capacidade de análise das informações, pode ser preciso mais do que um dia, para que a nova informação seja incorporada ao preço dos valores mobiliários⁷⁴⁷. Deve-se considerar, portanto, três períodos temporais distintos para análise da prova do nexo causal: o período anterior à falha informacional; o período relevante; e o período posterior à descoberta da falha informacional. A

⁷⁴⁵ CANARIS, Claus-Wilhelm. “Leistungsstörungen beim Unternehmenskauf”, *Zeitschrift für Unternehmen und Gesellschaftsrecht*, 3, 1982, pp. 421-422 (afirmando não ser possível presumir que o comprador teria oferecido outro preço nem que o vendedor teria aceitado outro preço, cabendo então ao comprador comprovar de forma substantiva a cadeia causal de eventos que teria levado à acordo de preço mais baixo). No mesmo sentido, vide FABRE-MAGNAN, Muriel. *De l'obligation d'information dans les contrats*. Paris: LGDJ, 1992, p. 476; AFFERNI, Giorgio. *Il Quantum del Danno nella Responsabilità Precontrattuale*. Torino: G. Giappichelli, 2008, pp. 203 e ss.; GREZZANA, Giacomo. *A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 304-305.

⁷⁴⁶ LIPTON, Ann M. “Fact or fiction: flawed approaches to evaluating market behavior in securities litigation”, *The Tennessee Journal of Business Law*, vol. 20, 2019, p. 755.

⁷⁴⁷ HELLGARDT, Alexander. *Kapitalmarktdeliktsrecht*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, p. 505 (sugerindo que a média de tempo para a nova informação ser incorporada ao preço dos valores mobiliários é entre trinta minutos e três dias).

duração de cada um deles dependerá em cada caso⁷⁴⁸. A variação do preço dos valores mobiliários, em cada período, servirá como prova da influência da falha informacional no preço. Para tanto, Alexander Hellgardt⁷⁴⁹, por exemplo, propõe que sejam consideradas a média do preço dos valores mobiliários entre o décimo e o segundo dia anteriores à descoberta da falha informacional e a média verificada entre o segundo e o décimo dia após a descoberta da falha informacional. Em alguns sistemas jurídicos⁷⁵⁰, a própria lei ou a jurisprudência em si estabeleceram prazo do período após a descoberta da falha informacional, para limitar a indenização (“*cap on damages*”). Não se busca, porém, por meio desses prazos, comprovar o nexo causal, já que, nesse período, inúmeros outros fatores, sem qualquer relação com a falha informacional, podem levar à oscilação da cotação dos valores mobiliários⁷⁵¹.

Antes de analisar os métodos econométricos adotados em outros sistemas jurídicos para comprovar o nexo causal nesse tipo de responsabilidade civil, apresentaremos as principais circunstâncias fáticas que podem limitar, ou até mesmo impossibilitar, a prova do nexo causal. São circunstâncias relativas (i) à capacidade de incorporação da informação no preço, (ii) à divulgação da falha informacional, (iii) à descoberta da falha informacional e (iv) ao tempo.

Quanto à capacidade de incorporação da informação no preço, os métodos econométricos empregados para comprovar o nexo causal têm como premissa que o mercado de valores mobiliários, em que os negócios ocorreram, é eficiente na forma semiforte⁷⁵². Isso porque os estudos econométricos se baseiam na variação do preço do valor mobiliário quando nova

⁷⁴⁸ ERDLIN, Andrew M. “Timing Is Everything: Markets, Loss, and Proof of Causation in Fraud on the Market Actions”, *Fordham Law Review*, vol. 80, 2011, p. 904.

⁷⁴⁹ HELLGARDT, Alexander. *Kapitalmarktdeliktsrecht*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, pp. 505-506.

⁷⁵⁰ LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. *Fundamentals of Securities Regulation*. Vol. 2. 7. Ed. New York: Wolters Kluwer, 2018, p. 2041 (observando que a inclusão do §21D(e)(1) no Securities Exchange Act na Private Securities Litigation Reform Act de 1995 visou estabelecer um limite ao cálculo dos danos com base na Rule 10b-5 da SEC, ao determinar que não poderiam exceder a diferença entre o preço da compra ou da venda e a média do preço dos valores mobiliários nos 90 dias após a divulgação corretiva); HELLGARDT, Alexander. *Kapitalmarktdeliktsrecht*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, pp. 505-507; SCHÄFER, Carsten; WEBER, Martin; WOLF, Peter. “Berechnung und Pauschalierung des Kursdifferenzschadens bei fehlerhafter Kapitalmarktinformation”, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, Heft 5, 2008, p. 200 e ss.

⁷⁵¹ STECKMAN, Laurence A.; CONNER, Robert E.; STECKMAN TAYLOR, Kris. “Loss Causation, Economic Loss Rules and Offset Defenses – Dismissal Motion Practice after *Acticon A.G. v. China North East Petroleum Holdings Ltd.*”, *Touro Law Review*, Vol. 31, n. 3, Article 14, 2015, pp. 508-509; DUNBAR, Frederick C.; SEN, Arun. “Counterfactual Keys to Causation and Damages in Shareholder Class-Action Lawsuits”, *Wisconsin Law Review*, 2009, p. 219, nota de rodapé n. 51.

⁷⁵² FAMA, Eugene. “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, Vol. 25, n. 2, maio/1970, p. 415.

informação relevante é revelada. Se o mercado não é eficiente, as variações de preço podem não ter relação com as informações relevantes divulgadas.

Como já analisado no item 1.1.1 acima, ainda que os estudos de Eugene Fama sobre os graus de eficiência informacional do mercado de valores mobiliários sejam, ainda hoje, divisor de águas, a verdade é que há inúmeros fatores que reduzem a eficiência informacional de forma aleatória (*i.e.* complexidade da informação, maior ou menor presença de investidores informados ou profissionais, comportamentos irracionais dos investidores, bolhas de mercado e assim por diante). É preciso, portanto, comprovar que o mercado em análise possui eficiência informacional semi-forte. As cortes norte-americanas exigem os fatores denominados “*Cammer*”⁷⁵³: (1) demonstração de alto volume médio semanal de negociação dos valores mobiliários; (2) demonstração de que analistas de mercado incluem, em seus relatórios, observações sobre o valor mobiliário da companhia; (3) prova de que investidores considerados como formadores de mercado negociam o título; (4) a capacidade da companhia de apresentar um formulário de registro na SEC S-3; e (5) a demonstração de uma relação de causa e efeito entre divulgações materiais inesperadas e mudanças nos preços dos valores mobiliários. Os fatores *Cammer* não são considerados como confiáveis pelos economistas para estabelecer a eficiência de dado mercado de valores mobiliários⁷⁵⁴. Outro teste adotado, para comprovar a eficiência semi-forte de dado mercado de valores mobiliários, é examinar se os fundos de investimento com estratégia baseada em análise fundamentalista são capazes de superar a média do mercado⁷⁵⁵. Meio de prova mais útil e eficiente é a realização de estudo de evento voltado especificamente para demonstrar a extensão com que dado mercado de valores mobiliários responde a novas informações públicas⁷⁵⁶. Isso, é claro, sem prejuízo de depois do primeiro estudo de evento, seja realizado outro estudo de evento, dessa vez apenas para provar o quanto a informação influenciou na precificação dos valores mobiliários. Analisaremos, a seguir, como o método de estudo de eventos é utilizado, ressaltando-se que pode servir tanto à demonstração da eficiência do mercado de valores mobiliários, como à comprovação

⁷⁵³ Previstos pela primeira vez no caso *Cammer v. Bloom*, 711 F. Supp. 1264, 1286–87 (D.N.J. 1989).

⁷⁵⁴ FISCH, Jill E.; GELBACH, Jonah B.; KLICK, Jonathan, "The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation" *Texas Law Review*, vol. 96, 2018, p. 560; MACEY, Jonathan R.; MILLER, Geoffrey P.; MITCHELL, Mark L.; NETTER, Jeffrey M. "Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of *Basic v. Levinson*", *Virginia Law Review*, v. 77, n. 5, 1991, p. 1018.

⁷⁵⁵ HELLGARDT, Alexander. *Kapitalmarktdelikttsrecht*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, p. 127.

⁷⁵⁶ FISCH, Jill E.; GELBACH, Jonah B.; KLICK, Jonathan, "The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation" *Texas Law Review*, vol. 96, 2018, p. 560.

do nexos causal entre falha informacional e dano. A adequação de qualquer um dos meios de prova referidos acima – para demonstrar a eficiência do mercado de valores mobiliários de companhia aberta brasileira – é questão a ser avaliada casuisticamente.

Quanto à divulgação da falha informacional, a reação do preço dos valores mobiliários à divulgação da informação falsa, como regra, não é útil para avaliar o nexos causal entre falha informacional e dano. Isso porque a informação devida e a informação falsa têm conteúdos distintos. Cite-se, como exemplo, o Caso Banco Mercantil⁷⁵⁷, no qual determinados diretores estatutários da companhia foram condenados pela CVM por elaborarem demonstrações financeiras com irregularidades contábeis que levaram à produção artificial de lucros e, assim, ocultaram a real situação financeira da companhia. No caso, a Comissão de Inquérito da CVM chegou à conclusão de que “*os resultados do Banco Mercantil foram aumentados em valor superior a R\$ 420 milhões, tendo, portanto, tais eventos sido responsáveis por 80% do lucro divulgado nas demonstrações financeiras relativas àquele período, passando, assim, de aproximadamente R\$ 101 milhões para cerca de R\$ 522 milhões, (...)*”. Nesse sentido, informar que a companhia registrou lucro de R\$ 522 milhões não é o mesmo que informar que a companhia auferiu lucro de apenas R\$ 101 milhões. Hipótese excepcional – em que a variação do preço dos valores mobiliários na data da divulgação da informação falsa possa vir a servir de parâmetro para comprovar o nexos causal – é aquela em que a companhia divulga fato relevante sobre evento inexistente. É exemplo dessa situação a hipótese em que a companhia divulga informação mentirosa sobre a aquisição de participação relevante na companhia de determinado investidor institucional. Se não havia informação devida naquele momento, colocar o investidor na posição em que estaria se não tivesse ocorrido o ilícito informacional, seria retirar os efeitos que a divulgação da informação inverídica exerceu na precificação dos valores mobiliários. A indenização deve significar medida em que a informação falsa tenha alterado o preço dos valores mobiliários. Com efeito, nesse tipo de caso – deve-se frisar, ainda que raro⁷⁵⁸ –, a reação do mercado à informação falsa divulgada (data da falha informacional) pode ser um dos parâmetros para aferir o nexos causal entre ilícito e dano.

Quanto à divulgação da descoberta, há três limitações à precisão da prova do nexos causal:

(i) a diferença entre, de um lado, a informação devida e, de outro lado, a descoberta da falha

⁷⁵⁷ PAS CVM n. 07/2002, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 22/11/04 (Caso Banco Mercantil).

⁷⁵⁸ CORNELL, Bradford; MORGAN, Gregory. “Using finance theory to measure damages in fraud on the market cases”, *UCLA Law Review*, vol. 37, 1990, p. 891.

informacional; (ii) a dependência da variação do preço de *nova* informação; e (iii) a divulgação de diversas informações na data da descoberta da falha informacional.

Em primeiro lugar, a informação que deveria ter sido divulgada e a divulgação da descoberta da falha informacional não são idênticas.

A relevância da informação na data devida e na data da descoberta pode ser completamente diferente. Nos casos em que a companhia não divulga informação devida sobre riscos associados aos seus negócios, mas se vier a divulgar apenas informação de que o evento prejudicial se concretizou, não haverá coincidência entre informação devida e divulgada⁷⁵⁹. Por exemplo, no caso *Ludlow v. BP, P.L.C.*⁷⁶⁰, julgado pela Corte de Apelação da Quinta Circunscrição dos Estados Unidos, os requerentes alegaram que BP descumpriu dever de informar, ao não revelar a adequação e a segurança dos seus protocolos relativos à sua sonda petrolífera Deepwater Horizon, no Golfo do México. A informação exigida somente teria sido revelada quando ocorreu o acidente nessa plataforma, que levou ao maior derramamento de óleo, na história das operações de perfuração de petróleo marinho⁷⁶¹. No entanto, a informação de que há risco de derramamento de óleo é bastante diversa da informação de que o maior acidente de perfuração de petróleo marinho ocorreu⁷⁶². Igualmente, tome-se o exemplo de quando a companhia tem o dever de divulgar ao mercado uma expectativa em relação à obtenção de um benefício futuro ou de um negócio, mas não a divulga. A informação subsequente, que pode ser chamada de “divulgação corretiva”, revelando que o benefício esperado foi atingido ou que o negócio foi concluído, é substancialmente diversa daquela informação devida no passado⁷⁶³.

Além disso, a reação do preço dos valores mobiliários após a descoberta da falha informacional irá refletir não apenas a percepção sobre a informação que não havia sido revelada,

⁷⁵⁹ CORNELL, Bradford; MORGAN, Gregory. “Using finance theory to measure damages in fraud on the market cases”, *UCLA Law Review*, vol. 37, 1990, p. 892.

⁷⁶⁰ *Ludlow v. BP, P.L.C.*, 800 F.3d 674 (5th Cir. 2015).

⁷⁶¹ Cf. DEEPWATER HORIZON – BP GULF OF MEXICO OIL SPILL. United States Environmental Protection Agency – EPA. Disponível em: <https://www.epa.gov/enforcement/deepwater-horizon-bp-gulf-mexico-oil-spill>. Acesso em: 06/04/2021.

⁷⁶² A decisão da quinta circunscrição da corte de apelações norte-americana ponderou justamente essa diferença entre o conteúdo da informação devida sobre o risco e o conteúdo da informação divulgada sobre a materialização do risco para não certificar a classe de investidores, cf. *Ludlow v. BP, P.L.C.*, 800 F.3d 674 (5th Cir. 2015).

⁷⁶³ ALEXANDER, Janet Cooper. “The Value of Bad News in Securities Class Actions”, *UCLA Law Review*, vol. 41, n. 6, August 1994, p. 1454.

mas, também, o descumprimento do dever de informar⁷⁶⁴. Parte da variação do preço dos valores mobiliários ocorrida após a descoberta da falha informacional pode ser atribuída não à informação em si, mas à descoberta de um ilícito, o que poderia indicar outros fatores, tais como problemas na gestão da companhia, a possibilidade de ajuizamento de demandas contra a companhia⁷⁶⁵ e o risco de eventual troca de membros da administração da companhia⁷⁶⁶.

Conforme ressalta Janet Alexander, a variação do preço dos valores mobiliários ocorrida logo após a divulgação corretiva possui três componentes: o preço dado pelo mercado à nova informação relevante, a expectativa de custos futuros com a demanda de responsabilidade civil dos investidores e o término do direito dos investidores de demandar a companhia pela falha informacional. Não há como negar que a ação de responsabilidade civil contra a companhia por falha informacional movida pelos investidores afetará o preço dos valores mobiliários da companhia. A demanda trará custos diretos e indiretos à companhia, não apenas pelo pagamento de indenização, mas, também, (i) pela defesa em si; (ii) pelo tempo e pela atenção que seus diretores e executivos dispenderão com a ação de responsabilidade e não com suas atribuições; (iii) pelo dano à imagem da companhia e às suas relações com clientes e com fornecedores; e, eventualmente, (iv) até pelos efeitos que a contingência com a ação de responsabilidade trará à companhia, prejudicando o acesso desta ao crédito⁷⁶⁷.

É o que, no direito alemão, se chama de “danos pelo escândalo” (“*Skandalschaden*”)⁷⁶⁸ e, no direito norte-americano, de “danos incidentais” (“*collateral damages*”)⁷⁶⁹. A esse respeito, há estudos demonstrando que até 66% da variação do preço, ocorrida logo após a descoberta da falha

⁷⁶⁴ DUNBAR, Frederick C.; SEN, Arun, "Counterfactual Keys to Causation and Damages in Shareholder Class-Action Lawsuits," *Wisconsin Law Review* 2009, n. 2 (2009), pp. 231 e ss.; FERRELL, Allen; SAHA, Atanu. "The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Causes-of-Action: The Implication of *Dura Pharmaceuticals v. Broudo*", *The Business Lawyer*, Vol. 63, No. 1 (November 2007), p. 181.

⁷⁶⁵ ALEXANDER, Janet Cooper. "The Value of Bad News in Securities Class Actions", *UCLA Law Review*, vol. 41, n. 6, August 1994, pp. 1435 e ss.

⁷⁶⁶ DUNBAR, Frederick C.; SEN, Arun, "Counterfactual Keys to Causation and Damages in Shareholder Class-Action Lawsuits," *Wisconsin Law Review* 2009, n. 2 (2009), pp. 239-240.

⁷⁶⁷ ALEXANDER, Janet Cooper. "The Value of Bad News in Securities Class Actions", *UCLA Law Review*, vol. 41, n. 6, August 1994, p. 1435.

⁷⁶⁸ HELLGARDT, Alexander. *Kapitalmarktdelikttsrecht*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, p. 544 (defendendo que seria possível isolar a variação atribuída às perdas não atribuídas à informação (*Skandalschaden*) por métodos estatísticos que comparam a variação normal do preço dos valores mobiliários com a variação da divulgação corretiva).

⁷⁶⁹ BOOTH, Richard A. "OOPs! The inherent Ambiguity of Out-of-Pocket Damages in Securities Fraud Class Actions", *The Journal of Corporation Law*, vol 46, n. 2, 2021, p. 322.

informacional, podem ser atribuídos a danos incidentais⁷⁷⁰. Estes refletiriam, por sua vez, a avaliação do mercado de que a própria companhia teria sofrido danos diretos, e não simples correção do preço distorcido, por informação pretérita falsa⁷⁷¹.

Em segundo lugar, o preço tende a variar apenas quando é divulgada nova informação. Em razão disso, se a informação devida apenas confirmar uma informação ou expectativa já existentes, a reação à descoberta da informação pouco contribuirá para avaliação do impacto que a falha informacional exerceu na formação do preço distorcido.

Em terceiro lugar, a divulgação de outras informações, no mesmo dia da descoberta da falha informacional, pode dificultar a identificação do dano. Conforme veremos a seguir no item 3.2.1.2.2., a variável de confusão (“*confounding effects*”) é decorrente da divulgação de informações específicas da companhia (“*firm specific events*”), por sua vez, divulgadas na mesma data da divulgação relacionada à falha informacional. Em razão disso, torna-se mais complexo, ou mesmo impossível, distinguir qual parcela da variação do dia pode ser atribuída a cada um desses eventos⁷⁷². Essa afirmação é comprovada pelo estudo de Barbara Bliss, de Frank Partnoy e de Michael Furchgott⁷⁷³, segundo o qual companhias norte-americanas que tenham compilado a divulgação de informações de diferentes naturezas no mesmo dia da divulgação corretiva estarão menos propensas a responder à ação de responsabilidade civil por falha informacional. Ademais, essas companhias têm mais sucesso nas demandas indenizatórias ajuizadas e obtêm acordos por valores mais baixos do que as demais.

Quanto ao fator tempo, quanto mais longo for o período entre a falha informacional e a sua descoberta, maior será a dificuldade de prova do nexos causal.

A começar, porque tanto a falha informacional quanto a sua descoberta pode ocorrer paulatinamente, com o decurso do tempo. Isso ocorre quando a companhia divulga sucessivas informações imprecisas, que, em conjunto, levam a entendimento enganoso sobre a realidade. Ou, ainda, quando a falha informacional vai sendo descoberta aos poucos – por exemplo, quando a

⁷⁷⁰ LANGEVOORT, Donald C. “Disasters and Disclosures: Securities Fraud Liability in the Shadow of a Corporate Catastrophe”, *The Georgetown Law Journal*, vol. 107, 2019, p. 1010.

⁷⁷¹ FERRELL, Allen; SAHA, Atanu. “The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Causes of Action: The Implications of *DuraPharmaceuticals, Inc. v. Broudo*”, *The Business Lawyer*; Vol. 63, November 2007, pp. 179-183.

⁷⁷² ERDLIN, Andrew M. “Timing Is Everything: Markets, Loss, and Proof of Causation in Fraud on the Market Actions”, *Fordham Law Review*, vol. 80, 2011, p. 905.

⁷⁷³ BLISS, Barbara A.; PARTNOY, Frank; FURCHGOTT, Michael. “Information bundling and securities litigation”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 65(1), 2017, pp. 6-19.

informação ou ao menos parte dela são divulgadas em notícias, ou, ainda, analisadas em relatórios de analistas –, tornando difícil precisar quando efetivamente o preço foi corrigido. Há, ainda, os casos em que a informação é corrigida aos poucos, sem que se perceba, inicialmente, que houve uma falha informacional no passado. Caso se descubra a falha informacional posteriormente, o preço pode não variar, pois já houve a correção “silenciosa” da mentira ou da omissão⁷⁷⁴. Caberá aos investidores identificar quando precisamente houve a correção da informação, para delimitar quem foi lesado, onexo causal e a medida do dano informacional.

Ademais, a informação vai, com o passar do tempo, perdendo a relevância para a precificação dos valores mobiliários⁷⁷⁵. Em razão disso, a influência da informação falsa no preço dos valores mobiliários tende a ser maior, no início do período relevante, em relação à influência da informação no preço, no final do período relevante (*i.e.* período entre a falha informacional e a sua descoberta). Ocorre que, como se verá a seguir, é muito difícil conseguir distinguir, por meio dos métodos econométricos, a influência de uma informação específica sobre a companhia e seus negócios, na precificação dos valores mobiliários, especialmente em longo período temporal. Isso significa que a duração do período relevante pode impactar negativamente na possibilidade de comprovar o dano informacional e onexo de causalidade.

Em suma, o decurso do tempo pode ocultar os efeitos imediatos da descoberta de nova informação – seja da informação falsa, seja da informação corretiva – tornando mais difícil identificar a distorção do preço⁷⁷⁶, e, conseqüentemente, estabelecer a certeza do dano indenizável.

As circunstâncias fáticas acima analisadas não são excepcionais. Pelo contrário, excepcional é o caso em que (i) a eficiência do mercado de valores mobiliários seja incontroversa; (ii) a data da falha informacional e da divulgação corretiva sejam claras e bem definidas; (iii) haja

⁷⁷⁴ EISENHOFER, Jay W.; JARVIS, Geoffrey C.; BANKO, James R. “Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation”, *The Business Lawyer*, v. 59, n. 4, 2004, pp. 1442-1444; CORNELL, Bradford; MORGAN, Gregory. “Using finance theory to measure damages in fraud on the market cases”, *UCLA Law Review*, vol. 37, 1990, pp. 889-894 (apresentando inúmeros casos nos quais a data da falha informacional e da descoberta foi dificultada pela multiplicidade de informações relacionadas divulgadas pela companhia).

⁷⁷⁵ PROROK, Johan. *La responsabilité civile sur les marchés financiers*. Paris: LGDJ, 2019, p. 157; ROOSEVELT, Kermit III. “Defeating Class Certification”, *Review of Litigation*, vol. 22, n. 2, Spring 2003, p. 411.

⁷⁷⁶ ERDLIN, Andrew M. “Timing Is Everything: Markets, Loss, and Proof of Causation in Fraud on the Market Actions”, *Fordham Law Review*, vol. 80, 2011, pp. 908-909; GAUGHAN, Patrick A. *Measuring business interruption losses and other commercial damages: an economic approach*. 3. Ed. New York: John Wiley & Sons, 2020, pp. 378-379; LIPTON, Ann M. “Fact or fiction: flawed approaches to evaluating market behavior in securities litigation”, *The Tennessee Journal of Business Law*, vol. 20, 2019, pp. 759-760; FISCH, Jill E. “Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud”, *Iowa Law Review*, vol. 94, 2009, p. 852.

certeza de que somente a falha informacional e a descoberta desta impactaram a cotação dos valores mobiliários nessas datas. É, portanto, de se esperar que os métodos econométricos, analisados a seguir, nem sempre serão suficientes para comprovar dano enexo causal. É por isso que o regime geral de responsabilidade civil não é suficiente, tampouco adequado, para lidar com hipóteses como essa, dos danos causados por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários.

3.2.1.2.2. Métodos econométricos: a experiência norte-americana com a prova do nexo causal

A análise dos meios de prova do nexo causal terá como ponto de partida o direito norte-americano, dado o amplo desenvolvimento, naquele sistema, de métodos econométricos para demonstrar a influência da informação no preço dos valores mobiliários. Buscaremos demonstrar, nessa parte do trabalho, que os métodos norte-americanos podem auxiliar, no direito brasileiro, na produção da prova do nexo de causalidade na responsabilidade civil por falha informacional. No entanto, pretendemos esclarecer que esses meios de prova são limitados e, portanto, insuficientes, em muitos casos, para comprovar tanto o nexo de causalidade, como o dano informacional certo e direto ao investidor.

Assim, iniciaremos parte do trabalho apresentando as linhas gerais da responsabilidade civil por *fraud*, ou por falha informacional, no direito norte-americano, para que seja possível compreender o escopo e os limites dos métodos econométricos adotados naquele ordenamento jurídico, para comprovar o dano e o nexo de causalidade. Em seguida, nos itens “a” e “b” adiante, discorreremos sobre o método da comparação de índices e do estudo de eventos.

Antes, é preciso fazer uma ressalva para que não se criem expectativas exageradas quanto à suficiência das contribuições do direito comparado que serão analisadas a seguir. Embora o sistema jurídico norte-americano tenha servido como verdadeiro modelo para os recentes debates sobre a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários

brasileiros e nos países de tradição romano-germânica⁷⁷⁷, como se verá, ele está longe de apresentar soluções claras e definitivas para o problema do nexa causal e da medida do dano⁷⁷⁸. Em verdade, a suficiência e a adequação do ordenamento estadunidense têm sido objeto de severas críticas nos últimos anos. Tanto assim que se afirma que “qualquer pessoa pesquisando sobre a questão dos danos da Rule 10b-5 seria imediatamente confrontada com a observação repetida de que esta é uma **área confusa da lei** onde os tribunais, forçados a confiar em seus próprios juízos, **elaboraram uma miríade de abordagens**” (grifo nosso)⁷⁷⁹. Além disso, há de se considerar que poucos casos baseados na Rule 10b-5 da SEC chegam à fase de discussão do mérito e de condenação ao pagamento de indenização. A enorme maioria dos casos termina ou na fase de certificação da classe, ou em acordo, logo após a classe ser certificada⁷⁸⁰. Isso significa que a ampla jurisprudência norte-americana sobre a matéria, como regra, trata de questões atinentes apenas à fase de certificação da classe de investidores.

Nos Estados Unidos, é um dos requisitos da responsabilidade civil no mercado secundário a prova da confiança do investidor nas informações divulgadas⁷⁸¹, o que, como visto, não é exigido

⁷⁷⁷ Vide, por todos, GELTER, Martin. “Global Securities Litigation and Enforcement”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), Global Securities Litigation and Enforcement. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, pp. 5-6.

⁷⁷⁸ Críticas ao modelo norte-americano de responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários sob a perspectiva da sua efetividade para tutela dos investidores serão analisadas no sétimo capítulo.

⁷⁷⁹ Koch v. Koch Industries, Inc., 6 F. Supp. 2d 1192 (D. Kan. 1998).

⁷⁸⁰ FRANCIS, Samuel. “Meet Two-Face: The Dualistic Rule 10b-5 and the Quandry of Offsetting Losses by Gains”, Fordham Law Review, vol. 77, 2009, p. 3048; LIPTON, Ann M. “Fact or fiction: flawed approaches to evaluating market behavior in securities litigation”, The Tennessee Journal of Business Law, vol. 20, 2019, p. 770.

⁷⁸¹ No âmbito do mercado primário, na responsabilidade por falha informacional nas declarações do registro da oferta (*registration statements*) há presunção de causalidade entre a decisão do investidor de investir e a falha informacional (*transaction causation*) ou da confiança do investidor nas informações divulgadas (*reliance*), cabendo ao emissor comprovar que o investidor sabia que a informação era falsa quando adquiriu os valores mobiliários (Section 11, Securities Act de 1933). A única exceção à regra de que o investidor não precisa comprovar a causalidade entre a falha informacional e a sua decisão de investimento são os casos em que as ações foram adquiridas após doze meses da data do registro e o emissor tiver distribuído dividendos nesse período. Ainda assim, a causalidade pode ser estabelecida sem prova de que o investidor realmente leu a declaração de registro. Além disso, há previsão específica de responsabilidade por falha informacional no prospecto ou em comunicações orais relacionadas ao prospecto, a qual é responsabilidade objetiva, inexistindo requisito de causalidade entre a decisão do investidor e a falha informacional ou confiança do investidor nas informações divulgadas (Section 12(a)(2), Securities Act de 1933). Note-se que o prospecto é um documento obrigatório exigido de qualquer vendedor de valores mobiliários, que basicamente reflete todas as informações constantes na primeira parte das declarações do registro da oferta (*registration statements*), cf. COFFEE JUNIOR, John C.; SALE, Hillary A.; HENDERSON, M. Todd. Securities regulation – Cases and materials. 13. Ed. St. Paul: Thomson Reuters, 2015, pp. 937-938, 985, 1008-1015; LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. Fundamentals of Securities Regulation. Vol. 2. 7. Ed. New York: Wolters Kluwer, 2018, p. 1793; EPSTEIN, Catherine Masters. ““Reasonable Care” in Section 12(2) of the Securities Act of 1933”, The University of Chicago Law Review, vol. 48, 1981, p. 376.

no direito brasileiro⁷⁸². Fonte legal norte-americana, a Rule 10b-5 da SEC, é inspirada nas regras do *common law* sobre “*fraud*”. A referida norma exige – além da (i) confiança do investidor na informação divulgada (“*reliance*” ou “*transaction causation*”)⁷⁸³ – (ii) a divulgação de informação falsa ou omissão de informação relevante (“*fraud*”⁷⁸⁴); (iii) a intenção fraudulenta (*scienter*); (iv) o prejuízo patrimonial (*economic loss*); e (v) o nexo causal entre a fraude e o prejuízo (*loss causation*).

A primeira curiosidade – na análise do sistema norte-americano e sob a perspectiva comparatista com o brasileiro – é a identificação de dois tipos de nexo causal⁷⁸⁵: *transaction causation* e *loss causation*⁷⁸⁶. O nexo causal negocial, ou requisito da confiança na informação prestada (“*transaction causation*” ou “*reliance*”), explica-se pela origem. A “*fraudulent misrepresentation*”, no *common law*, foi pensada para regular o dever de informar nas relações bilaterais privadas (“*privity*”⁷⁸⁷), a fim de tutelar a parte que teve seu consentimento afetado pela confiança nas informações prestadas pela contraparte⁷⁸⁸. Em razão disso, é pressuposto da responsabilidade civil, nesses casos, que a parte lesada comprove que foi enganada pela outra parte, ao ter confiado, de forma razoável e justificada, nas informações prestadas. Assim, o que no direito

⁷⁸² Vide itens 2.2.1.2.1 e 3.2.1.2, acima.

⁷⁸³ LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. *Fundamentals of Securities Regulation*. Vol. 2. 7. Ed. New York: Wolters Kluwer, 2018, pp. 1837-1838 (referindo que seria razoável a imposição do requisito de *reliance* nas ações baseada na Rule 10b-5, pois o objetivo seria qualificar a doutrina do *caveat emptor* entre os *insiders* e *outsiders*).

⁷⁸⁴ É importante ressaltar que o conceito de *fraud* é muito mais amplo do que apenas o descumprimento de dever de informar. Com efeito, a própria Rule 10b-5 agrega também o emprego de qualquer dispositivo, esquema ou artifício para fraudar (a) ou a realização de qualquer ato, prática ou negócio que ocasionou ou ocasionaria fraude (*fraud*) ou engano (*deceit*) a qualquer pessoa. No entanto, dados os limites deste trabalho, iremos nos restringir à análise dos casos de falha informacional abarcados pela Rule 10b-5

⁷⁸⁵ Embora no direito norte-americano *transaction causation* e *loss causation* sejam tratados como dois requisitos de causalidade entre o ilícito e o dano, entendemos que no direito brasileiro a confiança na informação enganosa prestada por outrem não seria qualificada como nexo de causalidade. Exemplificativamente, a confiança na informação falsa da parte enganada é requisito do dolo (arts. 145 a 150, CC), porém não seria requisito do nexo causal, mas qualificação do próprio ilícito.

⁷⁸⁶ Nem sempre foi exigido dos investidores a prova de dois tipos diferentes de nexo causal. Como observa Andrew Erdlen, até o julgamento do caso Schlick em 1974 (*Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp.*, 507 F.2d 374, 380–81 (2d Cir. 1974)), exigia-se apenas a prova da confiança na informação falsa (*transaction causation* ou *reliance*), cf. ERDLEN, Andrew. *Timing Is Everything: Markets, Loss, and Proof of Causation in Fraud on the Market Actions*. *Fordham Law Review*, v. 80, n. 2, p. 886. A exigência de dois tipos diferentes de nexo causal é criticada pela doutrina, cf. FOX, Merritt. “*After Dura Causation in Fraud-on-the-Market Actions*”. (in) KIEFF, F. Scott; PAREDES, Troy (coord.). *Perspectives on Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010, pp. 236, 246-248.

⁷⁸⁷ De acordo com o *Black Law Dictionary*, *privity* significa “a conexão ou relacionamento entre duas partes, cada uma tendo um interesse juridicamente reconhecível no mesmo assunto (como negócio jurídico, processo ou parte de uma propriedade); reciprocidade de interesses (...)” (tradução da candidata), cf. GARNER, Bryan A. *Black’s Law Dictionary*. 10ed. St. Paul: Thomson Reuters, 2014.

⁷⁸⁸ VICENTE, Dario Moura. *Da responsabilidade pré-contratual em Direito Internacional Privado*. Coimbra: Almedina, 2001, p. 334.

brasileiro foi exigido, para os casos de dolo na formação do negócio jurídico, foi adotado, no direito norte-americano, para os casos de “*fraud*”.

Em que pese a Rule 10B-5 ter origem na regulação de “*fraud*” do *common law*, nos negócios jurídicos realizados no mercado de valores mobiliários, não há relação direta e pessoal entre parte compradora e vendedora. A falha informacional tem como origem a companhia aberta, que não é parte nos negócios jurídicos realizados no mercado secundário. Torna-se, portanto, muito difícil a prova da confiança individual de cada investidor na informação divulgada, especialmente em uma ação coletiva, *i.e.*, *class action*. Em vista disso, a jurisprudência norte-americana, ao longo do tempo, passou a flexibilizar o requisito da *transaction causation*.

Foi com a decisão da Suprema Corte dos Estados Unidos no caso *Basic v. Levinson*⁷⁸⁹, que a prova da causalidade entre a falha informacional e a decisão do investidor foi definitivamente facilitada. Naquele caso, os investidores pleitearam aplicação de presunção relativa de confiança nas informações divulgadas pela companhia, pois, ao negociarem no mercado secundário, teriam confiado na integridade do preço estabelecido pelo mercado⁷⁹⁰. Essa presunção relativa está fundamentada na chamada “*fraud-on-the-market theory*”⁷⁹¹, segundo a qual “(...) em um mercado de valores mobiliários aberto e desenvolvido, o preço dos valores mobiliários é determinado pelas informações relevantes disponíveis relativas à companhia e seus negócios (...)”. Em razão disso, “falhas informacionais irão, portanto, defraudar compradores de valores mobiliários mesmo se os investidores não confiarem diretamente nas falhas informacionais (...)”. A teoria propõe que o

⁷⁸⁹ *Basic, Inc. v. Levinson*, 108 S. Ct. 978, 982-83 (1988).

⁷⁹⁰ Embora essa teoria da *fraud-on-the-market* teria tido amplo campo para debate na Alemanha, o BGH não a aplicou nos principais precedentes da matéria tratando sobre responsabilidade civil por falha informacional no mercado secundário, cf. BGH II ZR 218/03, julgado em 19/07/2004 (“Infomatec II”), BGH, II ZR 153/05, 26/06/2006 (“ComROAD III”). Por outro lado, a lei especial que rege a responsabilidade por falha informacional no prospecto de emissão de valores mobiliários no direito alemão pressupõe que o investidor confiou nas informações divulgadas pela companhia, cf. §12 (2), n. 1, WpPG. Vide a respeito, HELLGARDT, Alexander. *Kapitalmarktdelikttsrecht*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, p. 353.

⁷⁹¹ A presunção de confiança estabelecida pela teoria da *fraud on the market* tem basicamente três pressupostos: (i) a informação omitida ou falseada precisa ser relevante (*material*), (ii) os valores mobiliários precisam ser negociados em um mercado de valores mobiliários eficiente, (iii) a falha informacional precisa ter sido publicamente disseminada, cf. ERDLEN, Andrew M. “Timing Is Everything: Markets, Loss, and Proof of Causation in Fraud on the Market Actions”, *Fordham Law Review*, vol. 80, 2011, p. 895.

nexo causal entre a falha informacional e a compra dos valores mobiliários não é menos relevante do que a confiança específica na informação falsa divulgada.⁷⁹².

A Suprema Corte, nos Estados Unidos, chegou à conclusão, no caso, de que os negócios realizados no mercado secundário seriam substancialmente diferentes daqueles realizados “face a face”, motivo pelo qual o requisito da “confiança” na informação não poderia ser idêntico nos dois casos. Ademais, exigir a confiança de cada investidor na informação falsa impediria a certificação de qualquer *class action*, pois as questões individuais se sobreporiam às coletivas⁷⁹³, nos termos da Rule 23, Federal Rules of Civil Procedure⁷⁹⁴. Em vista disso, ainda no caso *Basic v. Levinson*, a Suprema Cortes dos Estados Unidos, ao final chegou à conclusão de que, em um mercado eficiente⁷⁹⁵, “*um investidor que compra ou vende valores mobiliários pelo preço estabelecido pelo mercado o faz em confiança na integridade de tal preço*”⁷⁹⁶. Isso porque a maior parte das informações públicas estaria refletida no preço, de modo que poderia ser presumida a confiança do investidor nas informações divulgadas. Ainda assim, será preciso comprovar que os valores mobiliários se desvalorizaram, ou foram vendidos, com prejuízo, em decorrência da falsidade das informações que levou à compra pelo preço distorcido (*loss causation*)⁷⁹⁷.

Também nos casos de omissão informacional, aplica-se presunção relativa de confiança, caso as informações omitidas fossem relevantes, no sentido de que um investidor razoável as

⁷⁹² Todas as transcrições nesse parágrafo são parte da decisão do caso *Peil v. Speiser*, referido pela Suprema Corte norte-americana no caso *Basic v. Levinson*, cf. *Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154, 1160-1161 (CA3 1986).

⁷⁹³ COFFEEE JUNIOR, John C.; SALE, Hillary A.; HENDERSON, M. Todd. *Securities regulation – Cases and materials*. 13. Ed. St. Paul: Thomson Reuters, 2015, p. 930; CORNELL, Bradford; MORGAN, Gregory. “Using finance theory to measure damages in fraud on the market cases”, *UCLA Law Review*, vol. 37, 1990, p. 917.

⁷⁹⁴ As *class actions* nos Estados Unidos possuem uma longa fase preliminar até a sua certificação, na qual discute-se se a demanda atende aos requisitos processuais da *class action* e se possui os elementos mínimos de fato e de direito para justificar uma demanda com base na Rule 10b-5. Como os custos são muito altos para a companhia quando a *class action* é certificada, a maior parte dos casos resolvem-se até a certificação da *class action*, seja por ser negada, seja por ser deferida levando à companhia a propor acordo para encerrar o litígio, cf. COFFEE JUNIOR, John C., “Causation by presumption? Why the Supreme Court should reject phantom losses and reverse Broudo”, *The Business Lawyer*, Vol. 60, No. 2 (February 2005), p. 540.

⁷⁹⁵ Embora esse seja o entendimento prevaletente nos precedentes norte-americanos, a doutrina o critica afirmando que a teoria da *fraud on the market* não exigiria a comprovação de que o mercado é eficiente, cf. BEBCHUK, Lucian A.; FERRELL, Allen. “Rethinking Basic”, *The Business Lawyer*; Vol. 69, May 2014, p. 689; FISCH, Jill E., “The Trouble with Basic: Price Distortion after Halliburton”, *Washington University Law Review*, vol. 90, 2013, p. 898; MACEY, Jonathan R.; MILLER, Geoffrey P.; MITCHELL, Mark L.; NETTER, Jeffrey M. “Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of *Basic v. Levinson*”, *Virginia Law Review*, v. 77, n. 5, 1991, pp. 1017-1018.

⁷⁹⁶ *Basic, Inc. v. Levinson*, 108 S. Ct. 978, 982-83 (1988).

⁷⁹⁷ FOX, Merritt. “Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions”, *The Business Lawyer*, Vol. 60, No. 2 (February 2005), p. 511.

consideraria importantes para tomar a sua decisão. Conforme observaram Louis Loss, Joel Seligman e Troy Paredes, no caso *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, foi reconhecida a presunção relativa da confiança na integralidade do preço, por ser impossível comprovar a confiança do investidor em informação que não foi divulgada⁷⁹⁸. Dessa forma, exigir que o investidor comprove estado especulativo de fatos (*i.e.* como o investidor teria agido, caso as informações devidas tivessem sido divulgadas ao mercado) significaria imputar um ônus probatório excessivo ao investidor que negociou em mercado de valores mobiliário impessoal.

As decisões quanto à presunção de confiança dos investidores acima referidas não resolveram, porém, a questão quanto à prova da causalidade entre ilícito e dano, a chamada “*loss causation*”. Foi somente no caso *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*⁷⁹⁹ que essa questão foi expressamente enfrentada pela Suprema Corte norte-americana. Como já foi analisado no item 2.2.1.2.2. acima, naquele caso, os investidores alegaram apenas que sofreram dano ao comprar valores mobiliários inflacionados, confiando na integridade do mercado e sem correlacionar a alegação com posterior queda do preço das ações pela descoberta da falha informacional. A Suprema Corte decidiu que a presunção da *fraud-on-the-market* serviria apenas para satisfazer o requisito da *transaction causation*⁸⁰⁰. No mesmo caso, porém, não foi esclarecido que tipo de prova seria suficiente para demonstrar a causalidade entre a falha informacional (ilícito) e o dano sofrido pelos investidores (“*loss causation*”)⁸⁰¹. Coube às cortes inferiores estabelecer o grau de suficiência probatória que os investidores devem cumprir para que a *class action* avance para a fase de *discovery* e, sendo certificada, proceda, finalmente, à fase de discussão do mérito.

A questão da prova do nexos causal voltou a ser discutida no caso *Erica P. John Fund v. Halliburton Co.*⁸⁰². Nesse caso, a Suprema Corte precisou decidir se seria requisito, para a certificação da *class action*, que os investidores comprovassem o nexos causal entre ilícito e dano.

⁷⁹⁸ LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. *Fundamentals of Securities Regulation*. Vol. 2. 7. Ed. New York: Wolters Kluwer, 2018, pp. 1839-1840.

⁷⁹⁹ *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* (544 U.S. 336), 125 S. Ct. 1627 (2005).

⁸⁰⁰ FOX, Merritt. “After Dura Causation in Fraud-on-the-Market Actions”. (in) KIEFF, F. Scott; PAREDES, Troy (coord.). *Perspectives on Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010, p. 240 (tradução da candidata).

⁸⁰¹ FOX, Merritt. “After Dura Causation in Fraud-on-the-Market Actions”. (in) KIEFF, F. Scott; PAREDES, Troy (coord.). *Perspectives on Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010, p. 240; COFFEE JUNIOR, John C.; SALE, Hillary A.; HENDERSON, M. Todd. *Securities regulation – Cases and materials*. 13. Ed. St. Paul: Thomson Reuters, 2015, p. 1157.

⁸⁰² *Erica P. John Fund v. Halliburton Co.*, 131 S. Ct. 2179 (2011) (“Halliburton I”).

A questão é da maior relevância, sobretudo em um contexto no qual a certificação da *class action* leva a maior parte das companhias a propor acordo aos investidores para encerrar o litígio, em vista dos riscos relacionados ao julgamento da questão pelo júri⁸⁰³. A Suprema Corte decidiu que apenas o requisito da confiança, ou donexo causal negocial, precisaria ser provado na fase de certificação. Isso porque, na certificação da *class action*, seria apenas preciso demonstrar que os fatos e o direito são comuns a todos os membros da classe. Como o nexocausal entre ilícito e dano é questão de mérito, não seria exigido dos autores a prova do nexo e causalidade nessa fase processual. Posteriormente, porém, no caso *Halliburton v. Erica P. Johnson Fund*⁸⁰⁴, a Suprema Corte decidiu que, na fase de certificação das *class actions*, os réus poderiam produzir prova para refutar a aplicação da teoria *fraud-on-the-market*, para exigir dos investidores a prova da confiança nas informações falsas. Em virtude disso, a prova da influência da falha informacional no preço poderia ser discutida antes da certificação da *class action*. Ainda, após *Halliburton v. Erica P. Johnson Fund*, a Suprema Corte teve ainda a oportunidade de reiterar, por maioria⁸⁰⁵, no caso *Goldman Sachs Group, Inc., et al. v. Arkansas Teacher Retirement System, et al*⁸⁰⁶ que, quando é aplicada a *fraud-on-the-market theory*, cabe, exclusivamente, ao réu o ônus da prova quanto à falta de impacto no preço dos valores mobiliários pela falha informacional.

Esse cenário “pós-Halliburton II” provocou verdadeira “batalha de experts”⁸⁰⁷ na fase de certificação da *class action*. Especialistas passaram a ser contratados pelos réus para apresentar laudos periciais, os quais visam a demonstrar a inexistência de impacto da falha informacional no preço. Outros especialistas passaram a ser contratados pelos autores, apresentando laudos em resposta, visando a demonstrar justamente o contrário.

⁸⁰³ COFFEE JUNIOR, John C., “Causation by presumption? Why the Supreme Court should reject phantom losses and reverse Broudo”, *The Business Lawyer*, Vol. 60, No. 2 (February 2005), p. 540.

⁸⁰⁴ *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398 (2014) (“Halliburton II”).

⁸⁰⁵ Vencidos Justice Gorsuch, Thomas e Alito, os quais consideraram que o réu somente tem o ônus de *produzir* prova contrária à presunção relativa de confiança dos investidores na falha informacional, concedida por meio da teoria *fraud-on-the-market*. Na fase de certificação, no seu entendimento, não seria necessário *convencer* a corte de que não houve influência da informação na formação do preço, para afastar a presunção relativa da *fraud-on-the-market*.

⁸⁰⁶ *Goldman Sachs Grp., Inc. v. Ark. Teachers Ret. Sys.*, No. 20-222, 594 U.S. ____ (2021).

⁸⁰⁷ EISENHOFER, Jay W.; JARVIS, Geoffrey C.; BANKO, James R. “Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation”, *The Business Lawyer*, Vol. 59, No. 4 (August 2004), pp. 1427-1428 (observando que os experts do réu normalmente elaboram estudos de eventos minuciosos, por meio do qual analisam cada divulgação de informações feita pela companhia para buscar isolar os fatores que afetaram o preço, mas que não tem relação com a falha informacional, ao passo que os experts dos autores buscam definir a falha informacional da forma mais ampla possível para tentar relacioná-los com reações negativas do mercado).

Há, ao menos, dois métodos tradicionais de demonstração donexo causal entre falha informacional e dano no mercado de valores mobiliários norte-americano e, conseqüentemente, de cálculo dos danos: (i) método da comparação com índices (“*comparable index approach*”); e (ii) método do estudo de eventos (“*event studies approach*”)⁸⁰⁸. Embora o primeiro tenha sido muito utilizado no passado, atualmente as *class actions* norte-americanas não sobrevivem sem a realização do chamado estudo de evento (“*event study*”)⁸⁰⁹. Em comum, ambos os métodos partem da determinação das datas de início e de término do período relevante (data da falha informacional e data da descoberta da falha informacional) e da variação do preço dos valores mobiliários na data da descoberta da falha informacional, a qual representaria a “correção” do preço dos valores mobiliários. Ambos os métodos se utilizam, ainda, do procedimento linha de valor.

O procedimento linha de valor visa a identificar, por cálculos econométricos e durante todo o período relevante, qual teria sido o preço hipotético, se não tivesse ocorrido a falha informacional, comparando essa variável com os preços “reais” formados no mercado de valores mobiliários no período⁸¹⁰. Com isso, o gráfico desenhado terá duas linhas comparativas⁸¹¹: linha do preço real e linha do valor, ou, mais precisamente, linha do preço hipotético, conforme abaixo. A área entre as duas linhas, portanto, representaria a medida do dano indenizável.

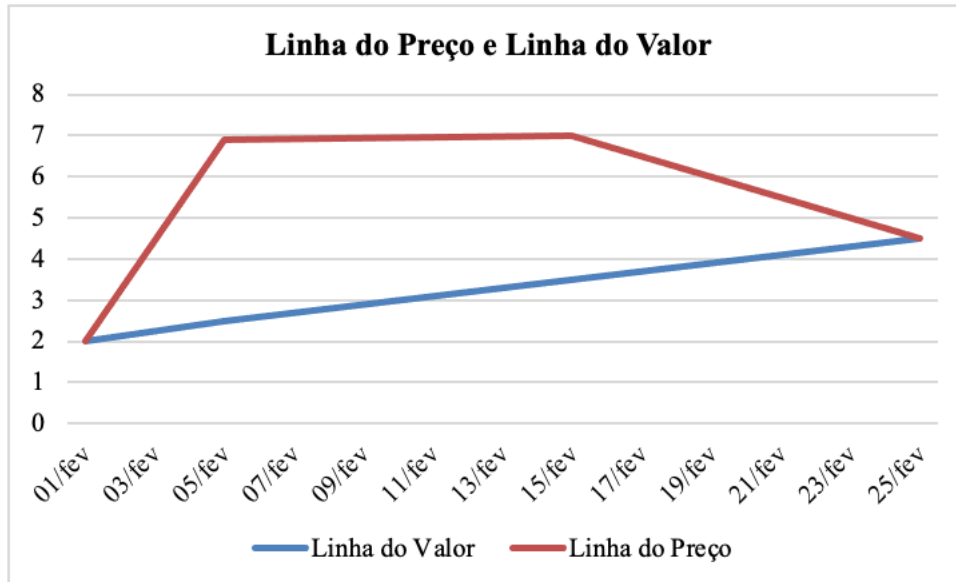
⁸⁰⁸ GAUGHAN, Patrick A. *Measuring business interruption losses and other commercial damages: an economic approach*. 3. Ed. New York: John Wiley & Sons, 2020, pp. 380-394; CORNELL, Bradford; MORGAN, Gregory. “Using finance theory to measure damages in fraud on the market cases”, *UCLA Law Review*, vol. 37, 1990, pp. 897-911.

⁸⁰⁹ ERDLIN, Andrew M. “Timing Is Everything: Markets, Loss, and Proof of Causation in Fraud on the Market Actions”, *Fordham Law Review*, vol. 80, 2011, p. 905; KAUFMAN, Michael J.; WUNDERLICH, John M. “Regressing: The Troubling Dispositive Role of Event Studies in Securities Fraud Litigation”, *Stanford Journal Law, Business & Finance*, vol. 15, issue 1, 2010, p. 187; BURCH, Elizabeth Chamblee. “Reassessing Damages in Securities Fraud Class Actions”, *Maryland Law Review*, vol. 66, 2007, p. 392; FISCH, Jill E.; GELBACH, Jonah B.; KLICK, Jonathan, “The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation” *Texas Law Review*, vol. 96, 2018, p. 555.

⁸¹⁰ Embora a denominação “value line” faça referência à noção de valor, e não de preço hipotético, o sentido da expressão indiscutivelmente é de preço hipotético, cf. ALEXANDER, Janet Cooper, “The Value of Bad News in Securities Class Actions”, *UCLA Law Review*, vol. 41, n. 6, August 1994, p. 1429.

⁸¹¹ “(...) torna-se necessário estabelecer, para o período compreendido entre a data da divulgação das informações falsas e a data da divulgação [*corretiva*], dados que quando dispostos em gráfico formarão, por um lado, uma “linha de preços” e, por outro lado, uma “linha de valor”. A linha de preço refletirá, entre outras coisas, o efeito da conduta ilícita do réu. O estabelecimento dessas duas linhas permitirá que cada comprador membro da classe que não se desfez de suas ações antes da revelação da falha informacional calcule seus danos simplesmente subtraindo o valor real de suas ações na data de sua compra do preço que pagou por elas. Fixar a linha de valor para todo o período envolvido neste caso é obviamente uma tarefa mais difícil e complexa do que estabelecer o preço na data da revelação da falha informacional e o preço em todas as datas relevantes antes da revelação”, cf. *Green v. Occidental Petroleum Corp.*, 541 F.2d 1335, 1341 (9th Cir. 1976) (tradução da candidata).

Figura 5 - Linha de preço e linha de valor



Fonte: A autora

Considerando que a falha informacional tenha ocorrido no dia 05 de fevereiro e a descoberta tenha ocorrido no dia 25 de fevereiro, o nexos causal entre falha informacional e dano estaria configurado pela discrepância entre as duas variáveis. Dessa forma, o dano consistiria na inflação no preço verificada pela diferença entre as duas variáveis identificadas no gráfico.

O procedimento linha de valor, no entanto, não é propriamente método de determinação do nexos causal e medida do dano indenizável. É apenas uma representação gráfica da diferença entre o preço real e o preço hipotético, que dependerá principalmente do método econométrico para determinação dos dados da linha de valor, conforme se verá a seguir.

a. Método da comparação com índices

O método da comparação de índices visa a estimar qual teria sido o retorno esperado dos valores mobiliários se não tivesse ocorrido a falha informacional e, portanto, a variação do preço

dos valores mobiliários da companhia no período determinado⁸¹². É estabelecida a relação entre o retorno histórico dos valores mobiliários da companhia, aquele do mercado e aquele do segmento de atuação da companhia⁸¹³. Para precisar o retorno histórico do mercado e da indústria, são utilizados índices que consistem em carteira teórica de valores mobiliários de determinadas companhias representativas de cada segmento, tal como o Ibovespa⁸¹⁴ ou o Índice Financeiro da B3 (IFNC).

Com base na relação entre essas duas variáveis (retorno histórico dos valores mobiliários da companhia e dos índices escolhidos), seria possível segregar o percentual de variação durante todo o período relevante que seria atribuído a variações também ocorridas no mercado e no segmento específico de atuação da companhia. Isso porque a premissa do método de comparação com índices é a de que informações que afetam o mercado em geral e o setor de atuação da companhia também afetam, de forma constante, o preço dos valores mobiliários de dada companhia, com base nessa relação entre cada variável. Ao final, a variação remanescente seria considerada como causada pela falha informacional.

Assim, o primeiro passo do método da comparação de índices é coletar dados históricos do retorno (i) dos valores mobiliários da companhia, (ii) do mercado e (iii) do setor de atuação da companhia, dentro de determinado período histórico anterior ao período relevante, em que não tivesse ocorrido falha informacional. Será preciso escolher qual índice será utilizado para coletar os dados do retorno do mercado e do setor de atuação da companhia. A escolha deve visar a índice que inclua todos os fatores sistemáticos que afetem o preço dos valores mobiliários da companhia em análise⁸¹⁵.

⁸¹² CORNELL, Bradford; MORGAN, Gregory. “Using finance theory to measure damages in fraud on the market cases”, *UCLA Law Review*, vol. 37, 1990, p. 897.

⁸¹³ Se o retorno pode ser definido como um ganho ou perda de um determinado investimento dentro de certo período, o retorno de uma carteira de ativos, ainda que teórica, como no caso dos índices, “(...) é definido pela média ponderada do retorno de cada ativo em relação a sua participação no total da carteira”, cf. ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 14. Ed. São Paulo: Atlas, 2019, pp. 268, 275.

⁸¹⁴ Conforme descrição da B3 S.A., “o Ibovespa é o resultado de uma carteira teórica de ativos, elaborada de acordo com os critérios estabelecidos nesta metodologia”, o qual tem por objetivo “ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro”, cf. B3, “Metodologia do índice Bovespa (IBOVESPA)”, disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/ibovespa.htm. Acesso em: 03/04/2021.

⁸¹⁵ CORNELL, Bradford; MORGAN, Gregory. “Using finance theory to measure damages in fraud on the market cases”, *UCLA Law Review*, vol. 37, 1990, p. 898.

O segundo passo será estimar o chamado modelo de mercado (“*market model*”), que seria propriamente a equação matemática para estabelecer o percentual de retorno dos valores mobiliários da companhia atribuído a fatores externos à companhia. Por exemplo, as companhias abertas brasileiras tendem a sofrer variação parecida, na cotação dos seus valores mobiliários, por notícias relacionadas às políticas do governo federal brasileiro que afetam a economia brasileira de modo geral. Da mesma forma, as companhias abertas do ramo do petróleo tendem a sofrer variações parecidas no preço dos valores mobiliários, por alterações no preço do barril do petróleo no mercado internacional.

Com base nisso, seria possível avançar para o terceiro passo, em que seria calculado o retorno esperado dos valores mobiliários da companhia. O retorno esperado para cada dia do período relevante será utilizado para determinar a linha de valor⁸¹⁶.

A determinação da linha de valor por meio do método da comparação com índices não visa a determinar qual seria o valor econômico ou fundamental dos valores mobiliários⁸¹⁷, mas, sim, a estimar qual teria sido o preço de mercado dos valores mobiliários no período relevante, se não tivesse ocorrido a fraude, por meio de análises altamente técnicas dos padrões na negociação e precificação dos valores mobiliários em questão⁸¹⁸.

Quando o método da comparação com índices é utilizado, a principal crítica realizada decorre do modo como o perito define a relação entre as duas ou três variáveis referentes ao retorno: o dos valores mobiliários, o do mercado e o do segmento de atuação da companhia. A depender do período analisado e do índice escolhido, essa relação pode variar significativamente⁸¹⁹.

Outra fragilidade do método é que este não leva em consideração a reação do mercado à informação na data da descoberta da falha informacional. O cálculo do dano se baseia apenas na reação que seria esperada, caso não houvesse falha informacional, com base nas variações do preço que ocorreram no passado, quando não havia falha informacional.

⁸¹⁶ CORNELL, Bradford; MORGAN, Gregory. “Using finance theory to measure damages in fraud on the market cases”, *UCLA Law Review*, vol. 37, 1990, p. 898.

⁸¹⁷ BRATTON, William W.; WACHTER, Michael L., “The Political Economy of Fraud on the Market”, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 160, 2011, p. 88.

⁸¹⁸ MULLANEY, Thomas J. “Theories of Measuring Damages in Security Cases and the Effects of Damages on Liability”, *Fordham Law Review*, vol. 46, 1977, p. 288.

⁸¹⁹ GAUGHAN, Patrick A. *Measuring business interruption losses and other commercial damages: an economic approach*. 3. Ed. New York: John Wiley & Sons, 2020, p. 381; CORNELL, Bradford; MORGAN, Gregory. “Using finance theory to measure damages in fraud on the market cases”, *UCLA Law Review*, vol. 37, 1990, p. 903.

Ademais, o método de comparação com índices não permite uma análise da influência de outras informações específicas da companhia no preço dos valores mobiliários, o que acaba aumentando, artificialmente, os danos⁸²⁰. Por fim, mesmo que a determinação da relação entre retorno dos valores mobiliários da companhia e fatores sistêmicos fosse perfeita, ainda assim, a taxa esperada de retorno não diferencia a influência das diversas informações específicas da companhia que afetam, diariamente, o preço dos valores mobiliários.

É o método do estudo de evento – que veremos a seguir – que permite maior precisão quanto à causalidade entre a variação do preço dos valores mobiliários e dada informação.

b. Método do estudo de evento

O denominado “estudo de eventos” é prova probabilística muito utilizada nos litígios por falha informacional, no mercado de valores mobiliários norte-americano. Esse tipo de prova serve para comprovar não apenas o nexos causal entre falha informacional e dano, mas também a eficiência do mercado de valores mobiliários⁸²¹, a relevância da informação e a medida dos danos⁸²². O estudo de eventos visa a analisar os efeitos econômicos da informação no preço dos valores mobiliários⁸²³.

A moderna teoria das finanças sustenta que o preço dos valores mobiliários é reflexo da expectativa quanto aos rendimentos futuros descontados, a valor presente, do valor mobiliário em

⁸²⁰ CORNELL, Bradford; MORGAN, Gregory. “Using finance theory to measure damages in fraud on the market cases”, *UCLA Law Review*, vol. 37, 1990, p. 900.

⁸²¹ No caso *Basic v. Levinson*, a Suprema Corte norte-americana presumiu que mercados com negociação ativa em larga quantidade, tal qual na bolsa de valores norte-americana New York Stock Exchange – NYSE, seriam eficientes. Após o aprofundamento do debate econômico sobre a tese dos mercados eficientes, contudo, a eficiência do mercado de valores mobiliários para aplicação da teoria *fraud-on-the-market* passou a ser bastante controversa nos Estados Unidos, cf. GAUGHAN, Patrick A. *Measuring business interruption losses and other commercial damages: an economic approach*. 3. Ed. New York: John Wiley & Sons, 2020, p. 367.

⁸²² ERDLIN, Andrew M. “Timing Is Everything: Markets, Loss, and Proof of Causation in Fraud on the Market Actions”, *Fordham Law Review*, vol. 80, 2011, p. 905; KAUFMAN, Michael J.; WUNDERLICH, John M. “Regressing: The Troubling Dispositive Role of Event Studies in Securities Fraud Litigation”, *Stanford Journal Law, Business & Finance*, vol. 15, issue 1, 2010, p. 187.

⁸²³ CAMPBELL, John Y.; LO, Andrew W.; MACKINLAY, A. Craig. *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton: Princeton University Press, 1997, p. 149.

questão⁸²⁴. Partindo desse pressuposto, caso o mercado de valores mobiliários seja eficiente (ao menos semi-eficiente, na concepção de Fama), espera-se que os preços dos valores mobiliários reflitam as informações públicas disponíveis. Eventual nova informação relevante para avaliação das perspectivas futuras de rentabilidade estaria, em tese, refletida no preço. Consequentemente, seria possível medir o efeito econômico de um evento, analisando os preços dentro de um período delimitado⁸²⁵. No entanto, o estudo de eventos não presume que o mercado de valores mobiliários seja eficiente. Tampouco se presume que a informação relevante alterará o preço dos valores mobiliários. Esse método serve para avaliar se a nova informação relevante alterou o preço dos valores mobiliários⁸²⁶.

O estudo de eventos busca identificar qual parcela da variação da cotação dos valores mobiliários em data previamente definida pode ser atribuída a determinado evento atípico. O método adotado é a análise probabilística sobre a variação esperada no preço do valor mobiliário, na data do evento e com base no seu retorno histórico. Graças à identificação, com base na linha de valor e de preço, de qual teria sido o preço esperado na data do evento previamente determinado, é possível identificar a parcela da variação do preço na data do evento atribuída a fatores exógenos e não relacionados ao evento. A variação na cotação dos valores mobiliários atribuída ao evento é obtida pela exclusão da parcela da variação que seria esperada por fatores usuais. Diferentemente do método de comparação com índices, o ponto de partida do estudo de eventos é, portanto, a variação do preço dos valores mobiliários na data da descoberta da falha informacional.

É central, portanto, em qualquer metodologia de estudo de eventos, o conceito de “*abnormal return*” que nada mais seria do que o retorno anormal dos valores mobiliários⁸²⁷. Assim, com base em diversos métodos⁸²⁸, busca-se verificar se a variação do preço dos valores mobiliários na janela do evento – normalmente entre o dia da correção da falha informacional e o dia seguinte

⁸²⁴ BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. Principles of corporate finance. 10 ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, 2010, pp. 77-78; BRAV, Alon; HEATON, J. B. “Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias”, Washington University Law Review, v. 93, n. 2, 2015, p. 589.

⁸²⁵ KLIGER, Doron; GUREVICH, Gregory. Event Studies for Financial Research: a comprehensive guide. New York: Palgrave Macmillan, 2014, p. 20.

⁸²⁶ GAUGHAN, Patrick A. Measuring business interruption losses and other commercial damages: an economic approach. 3. Ed. New York: John Wiley & Sons, 2020, p. 369.

⁸²⁷ CAMPBELL, John Y.; LO, Andrew W.; MACKINLAY, A. Craig. The Econometrics of Financial Markets. Princeton: Princeton University Press, 1997, p. 150.

⁸²⁸ ERDLIN, Andrew M. “Timing Is Everything: Markets, Loss, and Proof of Causation in Fraud on the Market Actions”, Fordham Law Review, vol. 80, 2011, pp. 906-907.

– é anormal. A variação anormal é superior, ou inferior, àquela que seria esperada, considerando análise comparativa dos preços em período anterior ao evento⁸²⁹.

Dito isso, cabe detalhar as quatro etapas pelas quais o estudo de eventos é conduzido⁸³⁰.

Em primeiro lugar, é estabelecida a definição do evento e delimitada a janela do evento, a qual equivaleria ao tempo que o mercado levou para reagir ao evento. Tradicionalmente usa-se a data da descoberta da falha informacional como evento. Conforme Campbell, Lo e Mackinlay, na prática, a janela do evento é normalmente expandida para dois dias – o primeiro é o dia da revelação da informação ao mercado; e o segundo, o dia seguinte à mesma revelação. Com isso, é possível identificar os efeitos da informação sobre o preço, após o fechamento do mercado e no dia da revelação⁸³¹.

Em segundo lugar, é preciso estimar o modelo de mercado, para que seja identificada qual seria a variação do preço daqueles valores mobiliários; esta, no caso, a normalmente esperada por influência de fatores de mercado e específicos do setor de atuação da companhia⁸³². Para tanto, é comparada a variação percentual diária no preço dos valores mobiliários da companhia com a variação percentual diária nos preços de determinado portfólio de companhias no mercado⁸³³, dentro do ano anterior à janela do evento⁸³⁴. Índices de mercado podem ser utilizados nessa comparação. O modelo de mercado indicará a “relação normal” entre a variação dos preços dos valores mobiliários da companhia e aquela do mercado em geral, ou das companhias pertencentes ao mesmo setor da companhia⁸³⁵.

⁸²⁹ KLIGER, Doron; GUREVICH, Gregory. *Event Studies for Financial Research: a comprehensive guide*. New York: Palgrave Macmillan, 2014, p. 21; CAMPBELL, John Y.; LO, Andrew W.; MACKINLAY, A. Craig. *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton: Princeton University Press, 1997, p. 151.

⁸³⁰ CAMPBELL, John Y.; LO, Andrew W.; MACKINLAY, A. Craig. *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton: Princeton University Press, 1997, p. 150-152; TORCHIO, Frank C. “Proper Event Study Analysis in Securities Litigation”, *Journal of Corporation Law*, vol. 35, n. 1, 2009, p. 159-161.

⁸³¹ CAMPBELL, John Y.; LO, Andrew W.; MACKINLAY, A. Craig. *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton: Princeton University Press, 1997, p. 151.

⁸³² EISENHOFER, Jay W.; JARVIS, Geoffrey C.; BANKO, James R. “Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation”, *The Business Lawyer*, Vol. 59, No. 4 (August 2004), pp. 1427-1428.

⁸³³ CAMPBELL, John Y.; LO, Andrew W.; MACKINLAY, A. Craig. *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton: Princeton University Press, 1997, pp. 155-156.

⁸³⁴ FOX, Merritt. “Halliburton II: It all depends on what defendants need to show to establish no impact on price”, *The Business Lawyer*, vol. 70, Spring 2015, p. 443.

⁸³⁵ TORCHIO, Frank C. “Proper Event Study Analysis in Securities Litigation”, *Journal of Corporation Law*, vol. 35, n. 1, 2009, p. 160.

Isolar, dentro da variação total do preço dos valores mobiliários, aquela parcela atribuída a fatores gerais, tanto de mercado, como do setor de atuação da companhia, é fundamental para a credibilidade do estudo de eventos. No caso *In Re Executive Telecard, Ltd. Securities Litigation*⁸³⁶, por exemplo, o estudo de eventos apresentado pelos investidores foi desconsiderado, justamente porque não foi excluída da variação do preço final a parcela devida a outras informações específicas da companhia. Além disso, o expert confiou exclusivamente no índice Telecom da Standard & Poor's, para isolar a parcela da variação atribuída a fatores do mercado específico de telecomunicações. No entanto, esse índice não era adequado para comparar com a variação do preço das ações da companhia, pois estas eram muito mais voláteis do que as ações de outras companhias que faziam parte do índice Telecom⁸³⁷.

Em terceiro lugar, identifica-se qual seria a variação esperada, na janela do evento, no preço dos valores mobiliários de dada companhia, com base na influência apenas dos fatores gerais, de mercado e do setor específico, de atuação da companhia. Quando se subtrai – dentro da variação total real ocorrida na janela do evento – a variação esperada pelos fatores gerais de mercado e específicos setoriais, obtém-se o que seria a variação atribuída apenas a fatores específicos da companhia ou à sorte⁸³⁸. Essa variação restante é denominada de “*abnormal return*”, ou, “variação anormal do preço”⁸³⁹.

Tendo-se em consideração que a informação descoberta na data do evento é específica da companhia, a informação deveria estar abrangida na variação anormal do preço. Ocorre que, nessa mesma janela do evento, outras informações específicas da companhia podem ter sido divulgadas. Em razão dessa possibilidade, é preciso, ainda, realizar uma última etapa do método.

Em quarto lugar e último lugar, portanto, é feita comparação entre (i) a variação anormal obtida nas primeiras etapas do estudo e (ii) o registro histórico diário da variação do preço dos valores mobiliários da companhia atribuída apenas a informações específicas da companhia. Para

⁸³⁶ *In Re Executive Telecard, Ltd. Securities Litigation*, 979 F. Supp. 1021 (S.D.N.Y. 1997).

⁸³⁷ EISENHOFER, Jay W.; JARVIS, Geoffrey C.; BANKO, James R. “Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation”, *The Business Lawyer*, Vol. 59, No. 4 (August 2004), p. 1427.

⁸³⁸ TORCHIO, Frank C. “Proper Event Study Analysis in Securities Litigation”, *Journal of Corporation Law*, vol. 35, n. 1, 2009, p. 161; FOX, Merritt. “Halliburton II: It all depends on what defendants need to show to establish no impact on price”, *The Business Lawyer*, vol. 70, Spring 2015, p. 443.

⁸³⁹ BRAV, Alon; HEATON, J. B. “Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias”, *Washington University Law Review*, v. 93, n. 2, 2015, pp. 590-591.

isso, são coletados dados compreendidos no período de observação de um ano, que termine antes da falha informacional. De forma bastante sintética, essa parte do método busca identificar o quão atípico seria que o preço dos valores mobiliários daquela companhia tivesse uma variação da magnitude daquela identificada na janela do evento, comparando-se com o que normalmente ocorre em relação às divulgações de informações específicas da companhia⁸⁴⁰.

Se o teste estatístico exceder um valor considerado como “crítico”, a variação do preço dos valores mobiliários será considerada como estatisticamente significativa. Isso significa que uma variação dessa magnitude tem uma probabilidade bastante pequena de ocorrer, caso um evento extraordinário não tenha ocorrido⁸⁴¹. A partir disso, é possível construir a chamada “linha de valor” para que sejam comparados, de um lado, o preço real a cada dia do período relevante e, de outro, o preço que supostamente se teria formado sem a falha informacional⁸⁴². Quanto maior for a magnitude da variação do preço ocorrida na data da descoberta da falha informacional, mais fácil será a identificação da correção do preço distorcido pela falha informacional.

Para ilustrar como ocorre essa etapa final do estudo de eventos, Merritt Fox⁸⁴³ propõe que seja analisada a variação diária no preço de determinado valor mobiliário atribuída exclusivamente

⁸⁴⁰ FOX, Merritt. “Halliburton II: It all depends on what defendants need to show to establish no impact on price”, *The Business Lawyer*, vol. 70, Spring 2015, pp. 443-444.

⁸⁴¹ BRAV, Alon; HEATON, J. B. “Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias”, *Washington University Law Review*, v. 93, n. 2, 2015, p. 591.

⁸⁴² BURCH, Elizabeth Chamblee. “Reassessing damages in securities fraud class actions”, *Maryland Law Review*, vol. 66, 2007, p. 390-391.

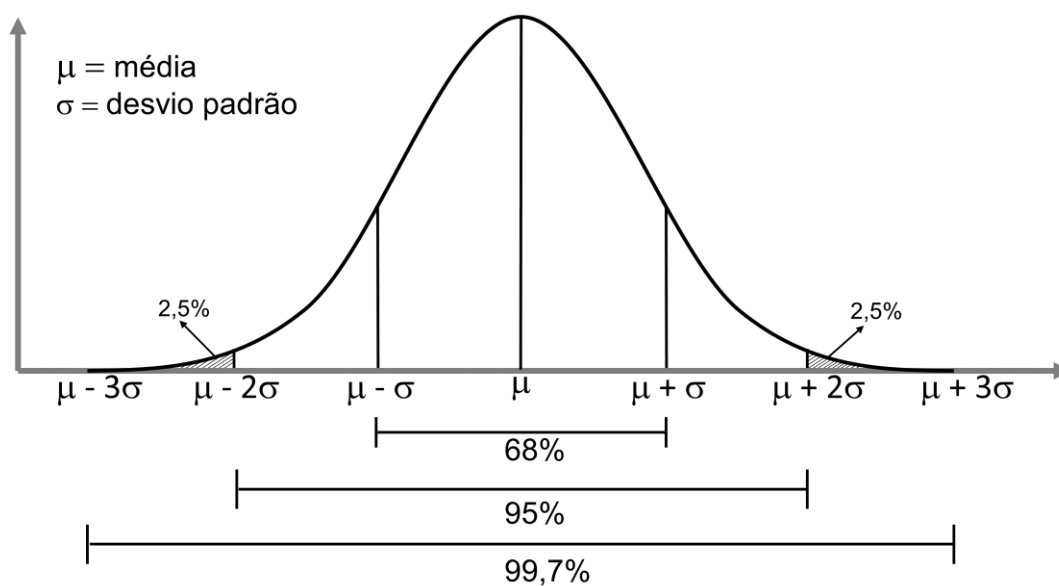
⁸⁴³ “Algumas dessas, aproximadamente, 250 variações de preços ajustados pelo mercado observadas, para mais ou menos, serão relativamente grandes e outras relativamente pequenas, mas sua média será muito próxima de zero. Pode-se calcular estatisticamente um desvio padrão das variações diárias de preços ajustados pelo mercado observadas a partir dessa média. Por exemplo, suponha que esse desvio padrão seja 1%.

Como uma questão geral, as variações de preços ajustados pelo mercado, para cima e para baixo, são distribuídas em um padrão muito semelhante ao que seria produzido por uma distribuição normal de probabilidade (curva em forma de sino) com uma média zero. Com essa distribuição, a variação do preço, para mais ou menos, por informações específicas da companhia em qualquer dia será com muito mais frequência relativamente pequeno do que relativamente grande. O estudo de evento tradicional pressupõe que a mesma distribuição de probabilidade gera cada uma das aproximadamente 250 variações de preço ajustadas ao mercado durante o período de observação, assim como a variação do preço de todas as informações ordinárias, diárias específicas da companhia no dia da divulgação corretiva, que não sejam aquelas específicas da divulgação corretiva. Sob essas premissas, o desvio padrão das 250 variações diárias de preços ajustadas pelo mercado durante o período de observação (em nosso exemplo 1%) é, por causa do tamanho da amostra, uma estimativa bastante precisa do desvio padrão desta distribuição de probabilidade. Como essa função de probabilidade é uma distribuição normal, ela nos diz que, no dia de uma divulgação corretiva, o impacto do preço de todas as outras notícias específicas da companhia do dia ficará dentro de 1,96 desvios padrão da média 95% do tempo. Em nosso exemplo, isso significaria que o impacto do preço de outras notícias específicas da empresa seria algo entre + 1,96% e -1,96%, estando fora dessa faixa no lado positivo 2,5% do tempo e no lado negativo 2,5% do tempo. Assim, mesmo que a divulgação corretiva não tivesse efeito no preço, ainda é possível observarmos uma variação de preço mais negativa que -1,96%, mas ocorreria apenas 2,5% das vezes”, cf. FOX, Merritt. “Halliburton II:

a informações específicas da companhia durante 250 dias úteis. Com essas informações, é possível identificar a média da variação no período, a qual normalmente é próxima de zero. Com base na média da variação do período, estatisticamente é determinado o desvio padrão, o qual, no exemplo de Fox, seria de 1%. Com a média da variação e com o desvio padrão, efetua-se a distribuição normal de probabilidade. Esta, por sua vez, indicará qual é a probabilidade de determinada variação de preço diária situar-se dentro de determinada faixa de variação. Em suma, a distribuição normal de probabilidade indica qual seria a chance para a ocorrência de variação de determinada magnitude.

Na Figura 6, abaixo, é possível identificar a curva de distribuição normal de probabilidade do exemplo analisado por Merritt Fox. Nesse exemplo, o desvio padrão é de 1%, e a média é próxima de zero.

Figura 6 - Curva de distribuição normal de probabilidade



Fonte: A autora

It all depends on what defendants need to show to establish no impact on price”, *The Business Lawyer*, vol. 70, Spring 2015, pp. 444-445 (tradução da candidata).

Se a variação ajustada do preço na janela do evento do exemplo analisado for de -2%, a variação terá magnitude superior à variação média normalmente encontrada em 95% dos casos. Uma variação dessa magnitude negativa teria probabilidade de apenas 2,5% de ocorrência, em circunstâncias normais. Caso a variação ajustada do preço na janela do evento supere dois desvios padrões positivos ou dois desvios padrões negativos, considera-se que a variação é estatisticamente significativa, pois haveria uma probabilidade muito pequena de ser atribuída a fatores normais. Nas *class actions* norte-americanas, considera-se que o nível de confiança de 95% de probabilidade da ocorrência do evento seja suficiente para comprovação do fenômeno⁸⁴⁴.

No entanto, o método de estudo de evento não isola a variação causada pela falha informacional da variação causada por outros fatores específicos da companhia, na mesma janela de evento⁸⁴⁵.

Como observam Jill Fisch e Jonah Gelbach⁸⁴⁶, o estudo de eventos “(...) *destina-se a determinar algo sobre se a queda observada no preço das ações está dentro da faixa normal para a ação em questão, para um dia em que nada de incomum aconteceu*”. Assim, o estudo de evento é mais preciso do que o método da comparação com índices, pois não pressupõe que qualquer diferença entre o retorno esperado e aquele observado na janela do evento seja anormal. Apenas quando houver relevância estatística na diferença entre o retorno esperado e aquele encontrado, o resultado do estudo será indicativo da existência de informações extraordinárias. Trata-se de análise do que normalmente acontece, a fim de identificar movimentos na cotação que possam indicar a existência de informação nova e relevante, com impacto significativo na precificação dos valores mobiliários.

⁸⁴⁴ FISCH, Jill E.; GELBACH, Jonah B., “Power and Statistical Significance in Securities Fraud Litigation”, *Harvard Business Law Review*, vol. 11, 2021, p. 57.

⁸⁴⁵ “(...) quando um estudo de evento de uma companhia detecta um impacto no preço, ele reflete a variável de confusão que não estão relacionados à suposta fraude. Infelizmente, não há uma maneira totalmente confiável e matematicamente precisa de decompor um retorno de evento observado em um SFES em partes componentes: a parte relacionada à suposta fraude e a parte não relacionada à suposta fraude. Os economistas financeiros há muito entenderam que nossa capacidade de explicar os movimentos de preços observados é bastante limitada; muitos movimentos de preços ocorrem por razões não relacionadas a novas informações, incluindo aquelas decorrentes de negociações de liquidez de investidores no mercado que buscam levantar fundos para outros fins e o impacto (pelo menos de curto prazo) de “investidores barulhentos” que negociam por razões irracionais”, cf. BRAV, Alon; HEATON, J. B. “Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias”, *Washington University Law Review*, v. 93, n. 2, 2015, pp. 587 (tradução da candidata).

⁸⁴⁶ FISCH, Jill E.; GELBACH, Jonah B., “Power and Statistical Significance in Securities Fraud Litigation”, *Harvard Business Law Review*, vol. 11, 2021, p. 70.

Diante disso, há ao menos três fatores que limitam a precisão e confiabilidade do estudo de evento: (i) o baixo poder estatístico, (ii) a variável de confusão, e (iii) a estimativa enviesada.

O baixo poder estatístico do estudo de evento, para identificar o nexos causal entre a falha informacional e o dano sofrido pelo investidor, é causado basicamente pelos chamados erros de “tipo I” e de “tipo II”, relativos à distribuição normal de probabilidade.

O chamado “erro de tipo I”, típico da distribuição normal de probabilidade, ocorre quando o estudo não consegue identificar que determinada hipótese não se enquadra nas especificações do teste. No caso do estudo de evento para falhas informacionais no mercado de valores mobiliários, seria quando o estudo indica que determinada variação é estatisticamente significativa, quando, na verdade, essa variação não é atribuída ao evento da falha informacional. Para evitar a ocorrência do erro de tipo I, estabelece-se um nível alto para exigência de probabilidade de que uma variação do preço não seja de magnitude normal. Nos Estados Unidos, as cortes costumam exigir que, em 95% dos casos, não seria observada variação da magnitude encontrada⁸⁴⁷.

O “erro de tipo II”, por sua vez, ocorre quando o estudo não identifica uma variação de determinada magnitude como estatisticamente significativa, mas essa pequena variação foi causada pela falha informacional. O poder da distribuição normal consiste justamente na habilidade de detectar um efeito verdadeiro, quando este existe. Dessa forma, se o estudo de evento não consegue identificar variações decorrentes da falha informacional, ele tem baixo poder estatístico⁸⁴⁸. Toda vez que a variação do preço dos valores mobiliários causada pela falha informacional tiver magnitude entre os dois desvios padrões positivo e negativo (vide Figura 6, acima), ocorrerá erro de tipo II. Curiosamente, a exigência de alto nível de significância estatística é a causa do baixo poder estatístico do estudo de evento, pois este é eficiente apenas para identificar variações do preço de enorme magnitude⁸⁴⁹.

O baixo poder estatístico é especialmente problemático, pois estudos demonstram que a falha informacional normalmente exerce impacto de pequena magnitude no preço⁸⁵⁰. Ademais, a

⁸⁴⁷ BRAV, Alon; HEATON, J. B. “Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias”, *Washington University Law Review*, v. 93, n. 2, 2015, pp. 592-593.

⁸⁴⁸ BRAV, Alon; HEATON, J. B. “Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias”, *Washington University Law Review*, v. 93, n. 2, 2015, p. 593.

⁸⁴⁹ BRAV, Alon; HEATON, J. B. “Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias”, *Washington University Law Review*, v. 93, n. 2, 2015, p. 594.

⁸⁵⁰ BRAV, Alon; HEATON, J. B. “Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias”, *Washington University Law Review*, v. 93, n. 2, 2015, pp. 597-598.

imposição de teste com nível de confiança de, pelo menos, 95% gera incoerências entre companhias com perfis diversos. Como apontam Fisch e Gelbach, uma mesma variação de preço causada por falha informacional de mesma natureza, pode ser descartada como variação atípica, a depender da volatilidade dos valores mobiliários da companhia. Uma companhia com baixa volatilidade terá um desvio padrão mais baixo (*i.e.*, 1%), de modo que haverá mais chance de uma variação pequena no preço atribuída à falha informacional ser identificada como atípica. De modo diverso, uma companhia com alta volatilidade terá um desvio padrão mais alto (*i.e.*, 3%), tornando mais propensa a ocorrência de erros de tipo II nos estudos de evento⁸⁵¹.

Dessa forma, o nível de confiança de, pelo menos, 95% pode ser mais adequado para as companhias com baixa volatilidade do que para aquelas com alta volatilidade. Se o nível de confiança mínimo exigido é reduzido, aumenta-se o poder estatístico do estudo de evento, reduzindo os erros de tipo II, mas podendo aumentar os erros de tipo I⁸⁵².

Outra inconsistência do estudo de eventos ocorre na sua utilização para comprovar a eficiência do mercado. Alon Brav e J. B. Heaton observam que, se o mercado for efetivamente eficiente e refletir rapidamente alteração pequena diante de uma informação, o estudo de eventos não identificará a variação, o que enfatiza que esse tipo de teste não é adequado para comprovar a eficiência do mercado⁸⁵³.

Além do problema de baixo poder estatístico, um dos maiores limitadores do estudo de eventos é a chamada “variável de confusão”. A variável de confusão (“*confounding effects*”) ocorre quando são divulgadas outras informações específicas sobre a companhia na mesma data da janela do evento em análise no estudo, que costuma ser a data da divulgação corretiva.

Serão três os principais desafios impostos pela variável de confusão. O primeiro desafio será a identificação de quais outras informações da companhia foram divulgadas durante a janela do evento analisado. Por estar eivada de subjetividade, essa análise estará naturalmente sujeita a críticas, podendo tornar ainda mais controversa a prova donexo causal e do dano indenizável. O

⁸⁵¹ FISCH, Jill E.; GELBACH, Jonah B., “Power and Statistical Significance in Securities Fraud Litigation”, Harvard Business Law Review, vol. 11, 2021, pp. 77-78.

⁸⁵² FISCH, Jill E.; GELBACH, Jonah B., “Power and Statistical Significance in Securities Fraud Litigation”, Harvard Business Law Review, vol. 11, 2021, pp. 88, 110-111 (ao final os autores propõem que o nível de confiança seja fixado de acordo com as características da companhia).

⁸⁵³ BRAV, Alon; HEATON, J. B. “Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias”, Washington University Law Review, v. 93, n. 2, 2015, p. 602.

segundo desafio será realizar uma análise técnica intradiária bem-sucedida da variação do preço dos valores mobiliários dentro da janela de evento⁸⁵⁴. O terceiro desafio será segregar, na variação encontrada na janela do evento, aquela atribuída à descoberta do ilícito informacional e aquela atribuída à perspectiva de ações de responsabilidade civil contra a companhia.

Uma técnica para auxiliar a resolver essa dificuldade seria a “análise de conteúdo”, por meio da qual, após a conclusão do estudo de eventos, o expert analisaria a variação a cada minuto dentro da janela do evento (“*intraday stock price analysis*”)⁸⁵⁵, a fim de identificar as demais informações específicas da companhia que influenciaram na variação do preço⁸⁵⁶. Posteriormente, o expert poderia efetuar ou análise de conteúdo subjetiva qualitativa de cada informação, ou análise de conteúdo quantitativa.

Na análise subjetiva qualitativa, o expert atribui, conforme seu conhecimento técnico na área, percentuais de relevância para cada informação, a fim de distinguir qual parcela da variação do preço teria sido causada por cada informação. Dada a subjetividade dessa análise, esse tipo de técnica não é considerado como uma solução definitiva para o problema, até mesmo porque nem sempre há uma notícia, ou divulgação clara, de cada informação que influencia no preço⁸⁵⁷. A análise quantitativa, por sua vez, tem por escopo identificar, por meio da quantidade de notícias divulgadas na mídia durante a janela do evento, qual notícia seria mais relevante. Seria possível sugerir, sob perspectiva objetiva, o percentual que cada informação representou na formação do preço, com base na quantidade de vezes que a informação foi relatada, comentada ou divulgada na mídia⁸⁵⁸.

⁸⁵⁴ BRAV, Alon; HEATON, J. B. “Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias”, *Washington University Law Review*, v. 93, n. 2, 2015, p. 605; FERREL, Allen; SAHA, Atanu. “The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Causes of Action: The Implications of *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*”, *The Business Lawyer*, Vol. 63, No. 1, 2007, p. 170.

⁸⁵⁵ KHOTARI, S. P.; WARNER, Jerold B. “Econometrics of Event Studies”, *SSRN Electronic Journal*, 2004.

⁸⁵⁶ BRAV, Alon; HEATON, J. B. “Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias”, *Washington University Law Review*, v. 93, n. 2, 2015, p. 607; BRUEGGER, Esther; DUNBAR, Frederick C. “Estimating Financial Fraud Damages with Response Coefficients”, *The Journal of Corporation Law*, vol. 35, 2009, p. 25; TABAK, David. “Making Assessments About Materiality Less Subjective Through the Use of Content Analysis”, Working Paper, 13 de março de 2007, pp. 10-14; FISCH, Jill E.; GELBACH, Jonah B.; KLICK, Jonathan, “The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation” *Texas Law Review*, vol. 96, 2018, pp. 615-616.

⁸⁵⁷ BRAV, Alon; HEATON, J. B. “Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias”, *Washington University Law Review*, v. 93, n. 2, 2015, pp. 607-608.

⁸⁵⁸ TABAK, David. “Making Assessments About Materiality Less Subjective Through the Use of Content Analysis”, Working Paper, 13 de março de 2007, pp. 10-14.

Em relação à parcela da variação do preço na janela do evento potencialmente atribuída à avaliação que os investidores fazem quanto à descoberta de que a companhia deixou de cumprir com o dever de informar no passado ou, principalmente, quanto à expectativa de custos diretos e indiretos relacionados a potencial ação de responsabilidade, sustenta-se o cabimento de uma avaliação casuística, baseada em suposições ou em deduções sobre o valor de mercado de cada informação⁸⁵⁹. Janet Alexander indica, a título de como exemplo desse tipo de análise individualizada de cada componente informativo da divulgação corretiva, o estudo das perspectivas de sucesso da ação de responsabilidade, bem como dos custos diretos e indiretos dessa ação, com base em precedentes judiciais semelhantes, ou, ainda, com base em informações públicas sobre o pagamento médio de indenização nesse tipo de litígio⁸⁶⁰. Ao final, a autora alerta que “(...) *seria preciso levar em conta a diferença entre como um economista avaliaria esses fatores à luz das informações empíricas disponíveis e como o mercado realmente reage, com base nas crenças dos investidores, o que pode não corresponder aos achados de pesquisas empíricas rigorosas*”⁸⁶¹. Em síntese, os métodos existentes para segregar as diversas informações específicas da companhia, na janela de evento, são ainda bastante limitados e subjetivos, ensejando dificuldade na determinação do nexo causal.

As limitações do estudo de eventos geram precisamente o que a Suprema Corte norte-americana buscou evitar, ao exigir a prova da correção do preço dos valores mobiliários na data da descoberta da falha informacional: subjetividade⁸⁶². No caso *Dura Pharmaceuticals v. Broudo*, a Suprema Corte sustentou que a relevância da informação e a prova de que a informação influenciou o preço somente poderiam ser feitas pela reação do mercado à informação⁸⁶³. Com isso, foi evitado deixar-se ao júri a decisão final sobre a prova do nexo causal em vista da relevância da informação. No entanto, o estudo de eventos depende de decisões subjetivas feitas pelo expert, bem como da correção, quando se busca distinguir as variáveis de confusão.

⁸⁵⁹ ALEXANDER, Janet Cooper. "The Value of Bad News in Securities Class Actions", *UCLA Law Review*, vol. 41, n. 6, August 1994, p. 1452.

⁸⁶⁰ ALEXANDER, Janet Cooper. "The Value of Bad News in Securities Class Actions", *UCLA Law Review*, vol. 41, n. 6, August 1994, pp. 1452-1453.

⁸⁶¹ ALEXANDER, Janet Cooper. "The Value of Bad News in Securities Class Actions", *UCLA Law Review*, vol. 41, n. 6, August 1994, p. 1452.

⁸⁶² KANTROW, Jacob M. "Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo: Not Really a Loss Causation Case", *Louisiana Law Review*, vol. 67, n. 1, 2006, pp. 285-286.

⁸⁶³ *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* (544 U.S. 336), 125 S. Ct. 1627 (2005), pp. 5-9.

Varição do mesmo problema são os casos em que a companhia realiza série de falhas informacionais durante o período relevante. Nessas hipóteses, a distorção do preço causada pela falha informacional pode ir mudando ao longo do período. Nem sempre, porém, a descoberta da falha informacional ocorrerá de forma separada⁸⁶⁴. Exemplo típico é o caso de retificação de erro nas demonstrações financeiras de dois exercícios sociais anteriores. Aqui, a divulgação corretiva aproveitará ambas as informações falsas pretéritas, mas poderá conter outras informações financeiras da companhia, ainda são desconhecidas, na data da divulgação original. Ainda que a divulgação corretiva diga respeito estritamente à correção daqueles erros pretéritos, ela conterà mais informações negativas daquelas que se verificariam apenas na data da divulgação da primeira demonstração financeira.

A abordagem típica para a resolução desse tipo de problema é usar a construção da distorção do preço por valor mobiliário durante o período relevante, que seja proporcional à variação financeira cumulativa. Conforme esclarecem Esther Bruegger e Frederik Dunbar⁸⁶⁵, seria possível estimar, com base na própria correção contábil, a fração da variação do preço atribuída ao primeiro ano de erro. O ano seguinte, porém, teria a sobreavaliação cumulativa do primeiro e do segundo anos; e o terceiro, de modo semelhantes, seria a soma da sobreavaliação cumulativa do segundo ano e da sobreavaliação do terceiro ano; e assim a sobreavaliação se cumularia sucessivamente. Com isso, seria possível – para calcular o dano sofrido – identificar a data em que cada investidor adquiriu ou vendeu seus valores mobiliários com preço distorcido. O problema dessa abordagem, porém, é que, se as informações tivessem sido tempestivamente divulgadas, no segundo ano não haveria a mesma expectativa do mercado quanto aos resultados da companhia naquele ano – e assim sucessivamente.

Outro potencial mecanismo de correção da variável de confusão, quando a falha informacional é relativa a informações financeiras, são os denominados “coeficientes de resposta dos resultados” (“*earnings response coefficients*”). Com base no conjunto total de informações financeiras disponíveis publicamente, os investidores vão formando expectativas sobre as informações financeiras e resultados da companhia. Dessa forma, o preço dos valores mobiliários

⁸⁶⁴ BRUEGGER, Esther; DUNBAR, Frederick C. “Estimating Financial Fraud Damages with Response Coefficients”, *The Journal of Corporation Law*, vol. 35, 2009, p. 26.

⁸⁶⁵ BRUEGGER, Esther; DUNBAR, Frederick C. “Estimating Financial Fraud Damages with Response Coefficients”, *The Journal of Corporation Law*, vol. 35, 2009, pp. 28-29.

sofre pouca variação, caso a divulgação oficial das informações financeiras apenas confirme expectativas pretéritas sobre os resultados financeiros da companhia. De modo distinto, quando a divulgação revela informação diferente da expectativa criada, estudos acadêmicos demonstram que o preço dos valores mobiliários tende a ter uma reação mais evidente, e que é, portanto, possível estimar o coeficiente de resposta aos resultados⁸⁶⁶. Esse coeficiente – conforme divulgação dos resultados – seria a relação entre, de um lado, o percentual de variação do preço por ação e, de outro, o percentual de variação de rentabilidade por ação. A partir desse coeficiente seria possível identificar qual seria a variação atribuída à descoberta da falha informacional sobre informações financeiras; no caso, diante de uma janela de eventos com variável de confusão.

Por fim, quando o baixo poder estatístico se une à variável de confusão, o resultado do estudo de eventos são estimativas enviesadas⁸⁶⁷. Em outras palavras, quando o poder estatístico do estudo de eventos for baixo, a falha informacional somente será identificada como causa da variação do preço dos valores mobiliários, quando houver variável de confusão que infla a variação do preço. Ou seja, como a variação do preço decorrente da falha informacional é pequena, essa mesma variação, normalmente, não seria notada no estudo de evento. No entanto – como, no mesmo dia, foram divulgadas outras informações que reforçaram a tendência de queda ou de alta iniciada pela falha informacional – o estudo de evento passa a conseguir identificar a anormalidade da variação na janela do evento.

Dessa forma, se houver variável de confusão de tamanha magnitude, que torne a variação do preço no dia da divulgação corretiva mais alta do que dois desvios padrões, o resultado do estudo de eventos apontará que a variação foi de magnitude excepcional, podendo ser atribuída à falha informacional. Esse tipo de resultado impacta na precisão da quantificação dos danos indenizáveis.

Não há, portanto, fórmula matemática perfeita para isolar – não em todo e qualquer caso, ao menos – a parcela da variação do preço do valor mobiliário causada especificamente pela falha informacional⁸⁶⁸.

⁸⁶⁶ BRUEGGER, Esther; DUNBAR, Frederick C. “Estimating Financial Fraud Damages with Response Coefficients”, *The Journal of Corporation Law*, vol. 35, 2009, p. 33.

⁸⁶⁷ BRAV, Alon; HEATON, J. B. “Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias”, *Washington University Law Review*, v. 93, n. 2, 2015, p. 608.

⁸⁶⁸ BRAV, Alon; HEATON, J. B. “Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias”, *Washington University Law Review*, v. 93, n. 2, 2015, p. 612.

O estudo de evento deve ser compreendido e adaptado conforme as particularidades de cada caso, servindo como o principal, mas não como o único meio de prova⁸⁶⁹. Dessa forma, caberá ao julgador ponderar – para a formação do próprio convencimento – o peso do estudo na avaliação da totalidade das provas produzidas. A depender das circunstâncias do caso, será possível precisar, com alto grau de probabilidade, a causalidade entre falha informacional e dano, bem como a este mensurar. Em outros casos, porém, não haverá elementos mínimos para assegurar grau mínimo de certeza sobre o dano indenizável.

3.2.2. Valoração da prova

O nexos causal deve ser demonstrado com base no modelo contemporâneo de prova, o qual visa, em última instância, a alcançar a verdade provável, ou processual. Trata-se da verdade mais próxima da realidade, dentro dos limites do processo⁸⁷⁰. A verdade processual não será verdade absoluta, mas verdade decorrente da decisão quanto à veracidade ou à falsidade dos enunciados sobre os fatos alegados no processo e submetidos ao contraditório⁸⁷¹.

Considerando que o conceito de verdade relativa ou de processual é muito vago, a decisão quanto à veracidade ou à falsidade dos enunciados fáticos dependerá do grau de probabilidade – grau que deve ser determinado pela produção probatória⁸⁷². É aceito que a prova de elevado grau de probabilidade da causalidade entre ilícito e dano é suficiente, na responsabilidade civil, para demonstrar o nexos causal⁸⁷³.

A probabilidade a ser avaliada pelo julgador, em cada caso concreto, deve ser a probabilidade lógica, e não a probabilidade quantitativa – ou seja, deve ser aquela que visa a estabelecer conexão lógica entre as provas produzidas e as alegações de fato. Os cálculos

⁸⁶⁹ Assim também já vem sendo reconhecido nos Estados Unidos, cf. FISCH, Jill E.; GELBACH, Jonah B., “Power and Statistical Significance in Securities Fraud Litigation”, *Harvard Business Law Review*, vol. 11, 2021, pp. 90-92.

⁸⁷⁰ MARINONI, Luiz Guilherme; ARENHART, Sérgio Cruz. *Prova e convicção*. 5. Ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, pp. 56-28.

⁸⁷¹ TARUFFO, Michele. *A prova*. Trad. João Gabriel Couto. São Paulo: Marcial Pons, 2014, p. 29.

⁸⁷² CARPES, Artur. *A prova do nexos de causalidade na responsabilidade civil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 91.

⁸⁷³ CRUZ, Gisela Sampaio da. *O problema do nexos causal na responsabilidade civil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 260.

quantitativos de probabilidade não devem ser o parâmetro da verdade processual, mas, sim, os modelos lógicos de argumentação que atuarão para determinar as inferências baseadas na prova produzida⁸⁷⁴. Consequentemente, o grau de probabilidade da veracidade da alegação será o grau de confirmação por inferência lógica das provas produzidas⁸⁷⁵. Não estão sendo propostas, porém, nenhuma facilitação, nem flexibilização, do requisito da causalidade. Pelo contrário, busca-se propor critérios para identificar como o nexos causal deve ser comprovado.

O grau de exigência da probabilidade da ocorrência dos fatos para alcançar-se a verdade processual deve ser definido a partir de *standards* probatórios. Os chamados “*standards* probatórios”, ou “modelos de constatação”, têm por propósito definir o grau de suficiência da prova a ser produzida, para que seja reconhecido o pressuposto fático da norma jurídica a ser aplicada⁸⁷⁶. Tais qual o ônus probatório, os *standards* de prova buscam proporcionar critérios para a valoração da prova e, consequentemente, para a resolução da crise de incerteza típica do litígio jurisdicional, mesmo diante da dúvida (vedação do *non liquet*)⁸⁷⁷. Em suma, o *standard* probatório atua para que o julgador consiga identificar se a parte conseguiu atingir o nível mínimo de suficiência probatória para comprovar suas alegações. Caso não o atinja, o julgador deverá – para proferir o julgamento – aplicar a regra do ônus da prova⁸⁷⁸.

Embora o tema dos *standards* de prova não tenha sido desenvolvido no Brasil com a mesma profundidade verificada em sistemas jurídicos estrangeiros, tem-se clara distinção entre, de um lado, o *standard* probatório no processo penal, pautado no princípio da presunção de inocência, e, de outro, o mesmo *standard* no processo civil⁸⁷⁹. No processo penal, para evitar um resultado

⁸⁷⁴ TARUFFO, Michele. A prova. Trad. João Gabriel Couto. São Paulo: Marcial Pons, 2014, p. 32.

⁸⁷⁵ COHEN, Jonathan L. The probable and the provable. Oxford: Clarendon Press, 1977, pp. 13-17; CRUZ, Gisela Sampaio da. O problema do nexos causal na responsabilidade civil. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 261.

⁸⁷⁶ COSTA, Guilherme Recena. “Livre convencimento e standards de prova”, (in) ZUFELATO, Camilo; YARSHELL, Flávio Luiz (coord.). 40 anos da teoria geral do processo civil no Brasil: passado, presente e futuro. São Paulo: Malheiros, 2013, pp. 357-359.

⁸⁷⁷ COSTA, Guilherme Recena. “Livre convencimento e standards de prova”, (in) ZUFELATO, Camilo; YARSHELL, Flávio Luiz (coord.). 40 anos da teoria geral do processo civil no Brasil: passado, presente e futuro. São Paulo: Malheiros, 2013, pp. 366-367.

⁸⁷⁸ PEIXOTO, Ravi. Standards probatórios no Direito Processual Brasileiro. Salvador: JusPodivm, 2021, pp. 64-65.

⁸⁷⁹ KNIJNIK, Danilo. “Os standards de convencimento judicial: paradigmas para o seu possível controle”, Revista Forense, vol. 353, separata, jan-fev/2001, pp. 33-35; TARUFFO, Michele. A prova. Trad. João Gabriel Couto. São Paulo: Marcial Pons, 2014, pp. 135-137; CARPES, Artur. A prova do nexos de causalidade na responsabilidade civil. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, pp. 132 e ss.; COSTA, Guilherme Recena. “Livre convencimento e standards de prova”, (in) ZUFELATO, Camilo; YARSHELL, Flávio Luiz (coord.). 40 anos da teoria geral do processo civil no Brasil: passado, presente e futuro. São Paulo: Malheiros, 2013, pp. 367 e ss.; PEIXOTO, Ravi. Standards probatórios no Direito Processual Brasileiro. Salvador: JusPodivm, 2021, pp. 240 e ss.

falso positivo, que levaria à condenação de um inocente, prefere-se elevar o grau de exigência probatório, mesmo que isso aumente o risco de mais resultados falsos negativos. No processo civil, se o litígio envolve direitos patrimoniais, há absoluta neutralidade em relação aos interesses em jogo, inexistindo interesse jurídico prevalecente que justifique norma processual de valoração da prova diferenciada⁸⁸⁰. Dessa forma, o grau de certeza da prova em relação à veracidade do enunciado fático, no processo civil, deve ser mais brando do que aquele verificado no processo penal⁸⁸¹.

Para maior esclarecimento sobre o tema, faremos referência ao modelo norte-americano e ao modelo alemão sobre *standards* probatórios, para, então, apresentar as conclusões sobre os modelos de constatação da prova no direito brasileiro.

No direito norte-americano, adota-se, no processo penal, o *standard* probatório da prova além da dúvida razoável (“*beyond reasonable doubt*”). No processo civil, o critério adotado é o da probabilidade preponderante (“*preponderance standard*”), a qual pode ser explicada como “*mais provável que sim do que não*”⁸⁸². Se há absoluta neutralidade em relação aos interesses patrimoniais envolvidos no processo civil, bastando apenas a prova de que seria mais provável a veracidade do enunciado fático do que a sua falsidade, passou-se a defender que a probabilidade prevalente seria aquela superior a 50%⁸⁸³. Há de se ponderar, contudo, como observa Guilherme Recena Costa, que outros fatores circunstanciais do caso concreto deverão ser sopesados para a valoração da prova no *standard* da probabilidade prevalente, tais como as regras de imputação de ônus probatório, as presunções legais ou judiciais, bem como a finalidade subjacente à norma jurídica aplicável⁸⁸⁴.

No direito alemão, diferentemente, o *standard* da probabilidade preponderante foi rechaçado no processo civil, por ser considerado como insuficiente para atender ao requisito do §286 do Código de Processo Civil alemão. Segundo o referido artigo, o órgão julgador decidirá

⁸⁸⁰ PEIXOTO, Ravi. *Standards probatórios no Direito Processual Brasileiro*. Salvador: JusPodivm, 2021, pp. 289-290.

⁸⁸¹ COSTA, Guilherme Recena. “Livre convencimento e standards de prova”, (in) ZUFELATO, Camilo; YARSHELL, Flávio Luiz (coord.). *40 anos da teoria geral do processo civil no Brasil: passado, presente e futuro*. São Paulo: Malheiros, 2013, pp. 367-368. No mesmo sentido, vide WALTER, Gerhard. *Libre apreciación de la prueba*. Santiago: Olejnik, 2019, pp. 156 e ss.

⁸⁸² CLERMONT, Kevin M., “Standards of Proof Revisited”, *Vermont Law Review*, vol. 33, 2008-2009, p. 469. (tradução da candidata).

⁸⁸³ CLERMONT, Kevin M.; SHERWIN, Emily. *A Comparative View of Standards of Proof*. *The American Journal of Comparative Law*, v. 50, n. 2, 2002, p. 268.

⁸⁸⁴ COSTA, Guilherme Recena. “Livre convencimento e standards de prova”, (in) ZUFELATO, Camilo; YARSHELL, Flávio Luiz (coord.). *40 anos da teoria geral do processo civil no Brasil: passado, presente e futuro*. São Paulo: Malheiros, 2013, pp. 370-371.

livremente se uma alegação deve ser considerada, ou não, verdadeira, tendo em conta todo o conteúdo das audiências e o resultado das provas produzidas. Não há exigência de certeza, tampouco probabilidade próxima da certeza, mas, exige-se, sim, grau de veracidade que seja necessário à vida prática e que silencie as dúvidas, sem excluí-las totalmente⁸⁸⁵. Em especial, embora a prova do ilícito e da causalidade entre ilícito e decisão do investidor (“*haftungsbegründende Kausalität*”) deva seguir os requisitos do §286 do Código de Processo Civil alemão, a prova do nexo causal entre a falha informacional e o dano (“*haftungsausgefüllende Kausalität*”) deve obedecer ao nível de exigência de probabilidade mais brando previsto no § 287 do mesmo código, por meio do qual o julgador decide pelo seu livre convencimento, ponderando todas as circunstâncias⁸⁸⁶.

No direito brasileiro, o Código de Processo Civil textualmente prevê, no art. 374, que “*o juiz apreciará a prova constante dos autos, independentemente do sujeito que a tiver promovido, e indicará na decisão as razões da formação de seu convencimento*”. Portanto, a prova processual volta-se, ao fim e ao cabo, ao convencimento do julgador. A verdade provável ou processual é aquela alcançada pelo convencimento do julgador, baseado na valoração das provas. É o que se denomina como “parâmetro da persuasão racional”⁸⁸⁷. Além disso, o julgador deve aplicar “*as regras de experiência comum subministradas pela observação do que ordinariamente acontece e, ainda, as regras de experiência técnica, ressalvado, quanto a estas, o exame pericial*”, conforme a literalidade do art. 375 do Código de Processo Civil.

Com base nos preceitos fundamentais para valoração da prova produzida no processo civil brasileiro, pode-se apresentar quatro constatações.

Em primeiro lugar, o princípio do livre convencimento do juiz não determina implicitamente qual *standard* de prova deva ser adotado para valoração da prova e para convencimento do julgador⁸⁸⁸.

⁸⁸⁵ AHRENS, Hans-Jürgen. Der Beweis im Zivilprozess. Köln: Otto Schmidt, 2015, p. 350; WALTER, Gerhard. Libre apreciación de la prueba. Santiago: Olejnik, 2019, pp. 151-154.

⁸⁸⁶ HELLGARDT, Alexander. Kapitalmarktdeliktsrecht. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, p. 541; WALTER, Gerhard. Libre apreciación de la prueba. Santiago: Olejnik, 2019, pp. 196-200.

⁸⁸⁷ PEIXOTO, Ravi. Standards probatórios no Direito Processual Brasileiro. Salvador: JusPodivm, 2021, p. 240.

⁸⁸⁸ Nesse sentido, KNIJNIK, Danilo. “Os standards de convencimento judicial: paradigmas para o seu possível controle”, Revista Forense, vol. 353, separata, jan-fev/2001, pp. 16 e ss.; COSTA, Guilherme Recena. “Livre convencimento e standards de prova”, (in) ZUFELATO, Camilo; YARSHELL, Flávio Luiz (coord.). 40 anos da teoria geral do processo civil no Brasil: passado, presente e futuro. São Paulo: Malheiros, 2013, p. 373; TARUFFO, Michele.

Em segundo lugar, considerando que a produção da prova deve visar à verdade provável, é inadequado definir critério matemático absoluto como *standard* probatório único (*i.e.*, acima de 50%). Esse tipo de cálculo matemático é incompatível com a interpretação e com a valoração tanto de distintos meios de prova, como de circunstâncias fáticas, próprias de cada caso⁸⁸⁹.

Em terceiro lugar, discorda-se de que o *standard* da probabilidade preponderante significaria desvio da finalidade da prova de encontrar a verdade, como sustentam alguns⁸⁹⁰. Trata-se de reconhecimento das limitações cognitivas do julgador no processo para descobrimento da verdade por meio da prova. A probabilidade preponderante deve ser qualificada com base no convencimento do julgador.

Conclui-se, assim, ser incabível presunção judicial de causalidade entre a falha informacional e o dano, lastreada no simples fato de a informação devida ser relevante para a precificação dos valores mobiliários.

As presunções judiciais nada mais são do que a dedução da ocorrência de um fato pela prova de outro fato, o que se baseia em raciocínio de probabilidade lógica de coexistência de ambos os fatos⁸⁹¹. Ocorre que a inferência do fato primário (fato probando) fundamentada na prova do fato secundário (prova indiciária) depende tanto da precisão da premissa utilizada para basear a conclusão, quanto do grau de vinculação entre a ocorrência do fato secundário e a existência do fato primário⁸⁹².

Para aplicar a presunção judicial, em relação ao dano por distorção do preço dos valores mobiliários, a premissa deveria ser aquela de que uma informação relevante impactaria na precificação dos valores mobiliários. Já quanto ao dano residual por dolo principal, a premissa seria aquela de que o investidor levou em consideração a falha informacional para a tomada de decisão

“Rethinking the Standards of Proof”, *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 51, No. 3 (Summer, 2003), p. 670.

⁸⁸⁹ Imagine-se como seria possível ao julgador avaliar o peso de um depoimento de uma testemunha e contrapô-lo em termos de peso de prova aos resultados de uma prova pericial. Não é possível atribuir um valor numérico a cada prova produzida, dada suas diferenças naturais em cada caso. Nesse sentido também, vide MARINONI, Luiz Guilherme; ARENHART, Sérgio Cruz. *Prova e convicção*. 5. Ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 103. Essa crítica também foi feita por WALTER, Gerhard. *Libre apreciación de la prueba*. Santiago: Olejnik, 2019, pp. 179 e ss.

⁸⁹⁰ MARINONI, Luiz Guilherme; ARENHART, Sérgio Cruz. *Prova e convicção*. 5. Ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, pp. 102-103.

⁸⁹¹ MARINONI, Luiz Guilherme; ARENHART, Sérgio Cruz. *Prova e convicção*. 5. Ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 155.

⁸⁹² MARINONI, Luiz Guilherme; ARENHART, Sérgio Cruz. *Prova e convicção*. 5. Ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 155.

individual. No entanto, essas premissas não são precisas. Há casos em que uma informação relevante não é considerada pelo investidor na tomada da decisão individual. Como visto no primeiro capítulo, a realidade é que os investidores não profissionais não leem todas as informações divulgadas pela companhia aberta, havendo inúmeros outros fatores de ordem pessoal que influenciam nessa decisão⁸⁹³. Da mesma forma, há casos em que a informação relevante, dentro de determinado contexto fático, não surte efeitos imediatos no preço dos valores mobiliários, seja porque o mercado não é eficiente, seja porque o mercado já tinha indiretamente recebido essa informação, seja, ainda, porque vigora situação extraordinária de bolha de mercado⁸⁹⁴.

Ademais, a prova da relevância da informação, como defendemos neste estudo, depende de como a informação é avaliada pelos investidores no decurso do tempo. Consequentemente, a relevância da informação muda com o tempo e depende da implicação da própria informação na totalidade das demais informações disponíveis aos investidores⁸⁹⁵. Não há, portanto, como presumir o nexo de causalidade apenas com base na apreciação subjetiva sobre a relevância da informação.

Como já foi visto no item 3.2.1.2.2. acima, nem nos Estados Unidos – onde o tema já foi objeto de lei especial e desenvolvimento jurisprudencial – se aplica presunção relativa de que a informação relevante causou danos aos investidores, como foi reconhecido nos casos *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*⁸⁹⁶, *Erica P. John Fund v. Halliburton Co.*⁸⁹⁷ e *Halliburton u. Erica P. Johnson Fund*⁸⁹⁸.

Entende-se, ainda, que o grau de probabilidade lógica exigido para a comprovação do nexo causal na responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários deve ser inferior àquele que ultrapassa qualquer dúvida razoável (“*beyond reasonable doubt*”), mas deve ser, também, superior à probabilidade preponderante, ao menos aquela meramente

⁸⁹³ PROROK, Johan. *La responsabilité civile sur les marchés financiers*. Paris: LGDJ, 2019, p. 347.

⁸⁹⁴ GAUGHAN, Patrick A. *Measuring business interruption losses and other commercial damages: an economic approach*. 3. Ed. New York: John Wiley & Sons, 2020, p. 370.

⁸⁹⁵ ROOSEVELT, Kermit III. “Defeating Class Certification”, *Review of Litigation*, vol. 22, n. 2, Spring 2003, p. 411.

⁸⁹⁶ *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* (544 U.S. 336), 125 S. Ct. 1627 (2005), pp. 8-9.

⁸⁹⁷ *Erica P. John Fund v. Halliburton Co.*, 131 S. Ct. 2179 (2011) (“Halliburton I”).

⁸⁹⁸ *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398 (2014) (“Halliburton II”).

matemática. Na avaliação sobre a prova, o julgador deve identificar, por meio de cada prova produzida, qual o grau de corroboração das alegações⁸⁹⁹.

Parte essencial do processo de avaliação sobre a prova produzida é identificar quais informações se pode inferir da prova. No caso das provas diretas, a informação fornecida é de fácil acesso. No caso das provas indiretas ou circunstanciais, contudo, é preciso inferir, com base no fato provado, outras informações. A inferência probatória pode ser obtida tanto pelas leis da ciência, como pela estatística, mas, também, pelas máximas da experiência – portanto, o valor da prova indireta dependerá da validade e credibilidade do próprio *standard* de inferência adotado⁹⁰⁰. Outro fator relevante na avaliação das provas é a consideração acerca da convergência, ou da divergência, das diversas provas produzidas em relação à alegação. Havendo divergência entre as provas, o julgador deverá basear sua avaliação em escolha racional de qual seria a prova com maior probabilidade lógica⁹⁰¹.

Ao final, no momento da tomada de decisão, os diversos elementos probatórios (provas diretas e inferências), em conjunto, devem convencer o julgador sobre a preponderância qualificada de provas, a fim de demonstrar a causalidade entre falha informacional e perda patrimonial. Não basta que o enunciado fático seja mais provável que outra versão: é preciso, também, que seja mais provável do que a sua negação⁹⁰². Os critérios de valoração da prova atuam em relação às inferências probatórias para identificar o seu grau de confirmação⁹⁰³, ao passo que o *standard* probatório, nesse tipo de litígio civil, deve servir como “*exigência probatória mínima da racionalidade para justificar a alteração da realidade pelo direito*”⁹⁰⁴.

⁸⁹⁹ “Uma vez que a extensão e a qualidade das provas referentes à hipótese podem variar de acordo com as circunstâncias, a confirmação da hipótese é um conceito de *grau*: uma afirmação pode ser mais ou menos confirmada de acordo com as provas que se referem a ela em um determinado momento, ou de acordo com o grau de sustentação que a prova possui em relação a essa hipótese. Portanto, o grau de confirmação depende de quantas e quais evidências estão disponíveis com relação a todas as evidências possíveis, uma vez que se houver poucas evidências – e houver uma falta de informações que seriam relevantes – a confirmação da hipótese pode ser fraca ou duvidoso. Além disso, qualquer evidência adicionada às outras aumenta o grau de confirmação da hipótese. Na verdade, pode-se dizer que qualquer outra evidência confirmando o resultado de evidência já adquirida acrescenta um grau decrescente de confirmação, e pode até mesmo chegar ao ponto em que uma nova evidência pode parecer supérflua porque apenas confirmaria o que já é conhecido com um grau suficiente de confirmação”, cf. TARUFFO, Michele. “La valutazione dele prove”. (in) TARUFFO, Michele (org.). *La prova nel Processo Civile*. Milão: Giuffrè, 2012, p. 223 (tradução da candidata).

⁹⁰⁰ TARUFFO, Michele. *A prova*. Trad. João Gabriel Couto. São Paulo: Marcial Pons, 2014, p. 138.

⁹⁰¹ TARUFFO, Michele. *A prova*. Trad. João Gabriel Couto. São Paulo: Marcial Pons, 2014, p. 139.

⁹⁰² TARUFFO, Michele. *A prova*. Trad. João Gabriel Couto. São Paulo: Marcial Pons, 2014, p. 136.

⁹⁰³ PEIXOTO, Ravi. *Standards probatórios no Direito Processual Brasileiro*. Salvador: JusPodivm, 2021, p. 67.

⁹⁰⁴ PEIXOTO, Ravi. *Standards probatórios no Direito Processual Brasileiro*. Salvador: JusPodivm, 2021, p. 290.

Dito isso, e considerando que a prova do nexa causal deve demonstrar a validade da lei científica ou máxima da experiência e a sua adequação ao caso concreto, propõe-se que a prova do nexa causal seja considerada em duas etapas. Cada etapa deve satisfazer grau qualificado de probabilidade lógica de veracidade. A primeira etapa consiste na validade da lei de cobertura, que pode ocorrer, inclusive, pelo estudo de evento, a depender do dano pleiteado. A segunda etapa, derradeiramente, deve demonstrar que os fatos do caso concreto seguiram o modelo da lei de cobertura.

Diante da necessidade do procedimento bifásico, o julgador deve avaliar casuisticamente se o estudo de evento contribui, ou não, para a demonstração do nexa causal, em vista das alegações das partes e das circunstâncias fáticas subjacentes, pois essa é precisamente a ponderação que o julgador deve fazer, ao apreciar a prova pericial (art. 479, CPC)⁹⁰⁵.

O estudo de evento não é prova puramente estatística e não tem por objetivo demonstrar a causalidade geral ou a “causalidade probabilística”⁹⁰⁶ – ou melhor, a probabilidade estatística de que, ocorrendo determinado evento, certo resultado ocorrerá no futuro⁹⁰⁷.

A denominada “causalidade probabilística” vem sendo mencionada em teses e em artigos, para justificar a presunção de causalidade em determinados tipos de responsabilidade civil, quando, por sua vez, há estatísticas relativas a outros eventos, relacionando um acontecimento e certo resultado⁹⁰⁸. Esse tipo de construção foi utilizada na responsabilidade por danos à saúde, bem como quando há dados estatísticos associando, de um lado, determinado medicamento, ou produto, e, de

⁹⁰⁵ KNIJNIK, Danilo. Prova pericial e seu controle no Direito Processual Brasileiro. São Paulo: RT, 2017, pp. 87-94 (defendendo a utilização dos critérios Daubert, estabelecidos no precedente da Suprema Corte norte-americana (Daubert v. Merrell Dow Pharmaceuticals, Inc., 509 U.S. 579 (1993)) para valoração da prova técnica pelo juiz no Brasil, quais sejam (i) cabimento da perícia para esclarecer a questão *sub judice*, (ii) testabilidade e falseabilidade da tese, (iii) consideração da possibilidade de erros na perícia, (iv) identificação da existência de confiabilidade nos resultados da perícia, (v) possibilidade de o método adotado ser revisado e testado pelos pares e comunidade científica).

⁹⁰⁶ Expressão corretamente criticada por parte da doutrina, cf. RODRIGUES JÚNIOR, Otávio Luiz. “Nexo causal probabilístico: elementos para a crítica de um conceito”, Revista de Direito Civil Contemporâneo, vol. 8, jul-set/2016, pp. 115-137, DTR\2016\23933; MARTINS-COSTA, Judith. “A linguagem da responsabilidade civil”. (in) BIANCHI, José Flávio; PINHEIRO, Rodrigo Gomes de Mendonça; ALVIM, Teresa Arruda (coord.). Jurisdição e Direito Privado - Estudos em homenagem aos 20 anos da Ministra Nancy Andrighi no STJ. São Paulo: RT, 2020, p. 412 e ss.

⁹⁰⁷ CARPES, Artur. A prova do nexa de causalidade na responsabilidade civil. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 53.

⁹⁰⁸ Apresentando fundamentada crítica à adoção da causalidade probabilística na responsabilidade civil, vide RODRIGUES JÚNIOR, Otávio Luiz. “Nexo causal probabilístico: elementos para a crítica de um conceito”, Revista de Direito Civil Contemporâneo, vol. 8, jul-set/2016, pp. 115-137, DTR\2016\23933.

outro, a frequência em dada população de desenvolvimento de doença (*i.e.*, causalidade epidemiológica)⁹⁰⁹.

O estudo de evento, diferentemente, utiliza-se da probabilidade para estimar qual seria a parcela da variação ocorrida na janela do evento e atribuída a fatores, gerais, de mercado e fatores, específicos, do setor de atuação da companhia. Essa probabilidade está baseada na relação histórica entre, de um lado, a variação do preço dos valores mobiliários da companhia e, de outro, a variação, no mesmo período, nos preços de diversas outras companhias. A partir disso, é possível estimar qual parcela da variação na janela do evento seria atribuída a fatores específicos da companhia. Nessa medida, o estudo de evento resulta de uma distribuição normal de probabilidade, comparada com determinados detalhes específicos do caso concreto, tais como o dia e a hora da divulgação corretiva, a imediata alteração do preço à vista da nova informação, a identificação de outras informações na data da divulgação do evento que possam ter impactado no preço e assim por diante.

Isso não quer dizer que o estudo de evento seja capaz de comprovar a causalidade adequada e necessária entre a falha informacional e o dano sofrido pelo investidor. Como visto no item 3.2.1.2.2., o estudo de evento apresenta inúmeras limitações que podem impedir a preponderância qualificada para comprovar o nexo causal.

Em determinados casos, esse tipo de prova pericial pode alcançar excelentes resultados em precisar baixíssimo grau de probabilidade de que uma variação do preço da magnitude daquela identificada na janela do evento ocorreria em circunstâncias normais. Haverá maior utilidade e precisão nesse tipo de prova, quando⁹¹⁰ (i) houver uma divulgação de informação bem definida; (ii) for conhecido o momento em que a informação chega ao mercado; (iii) não houver motivos para entender que o mercado já sabia, ou esperava, a ocorrência de determinado evento revelado pela divulgação; e (iv) for possível isolar os efeitos da nova informação, em relação a outros fatores gerais do mercado e da indústria, bem como em relação a outros fatores específicos da companhia, o que afeta, simultaneamente, o preço dos valores mobiliários⁹¹¹.

⁹⁰⁹ TARUFFO, Michele. A prova. Trad. João Gabriel Couto. São Paulo: Marcial Pons, 2014, pp. 98-99; CARPES, Artur. A prova do nexo de causalidade na responsabilidade civil. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, pp. 17-18.

⁹¹⁰ TORCHIO, Frank C. “Proper Event Study Analysis in Securities Litigation”, *Journal of Corporation Law*, vol. 35, n. 1, 2009, p. 161; BRUEGGER, Esther; DUNBAR, Frederick C. “Estimating Financial Fraud Damages with Response Coefficients”, *The Journal of Corporation Law*, vol. 35, 2009, p. 25.

⁹¹¹ Discute-se se em caso de alegado preço inflacionado por falha informacional seria preciso exigir que após a descoberta da falha informacional o preço dos valores mobiliários sofresse queda. Fox sustenta que não, pois como outros fatores podem estar impactando no preço dos valores mobiliários, o fato de o preço dos valores mobiliários

Esse cenário ideal, porém, é raro de encontrar. Ademais, normalmente, todos esses elementos são de difícil definição⁹¹². Em razão de tantas dificuldades, na prática, o estudo de evento não é utilizado sozinho, mas com outros métodos periciais, a fim de que assim se calcule o preço equivalente ao hipotético. O perito parte de determinadas premissas factuais hipotéticas, para determinar o por que se verificou aquela determinada a reação dos investidores na data da divulgação, diante de inúmeras informações específicas da companhia, que influenciavam a cotação dos valores mobiliários⁹¹³. No entanto, em litígios de elevada complexidade, será altamente controversa qualquer questão importante que dependa dessas inferências factuais hipotéticas. Assim, as suposições dos especialistas refletirão as posições das partes que os contrataram⁹¹⁴.

Se as inúmeras incertezas e limitações fáticas do caso impedem inferência baseada nas provas produzidas sobre a ocorrência, no caso concreto, de causalidade entre a falha informacional e o dano, há de se concluir que o dano é incerto e que a prova do nexos causal não foi produzida pelo investidor – o que incide, portanto, é a regra do ônus da prova⁹¹⁵.

Deve-se, com efeito, ter clareza de quais informações são possíveis de inferir pelo estudo de evento, não bastando apenas afirmar que a ciência econômica já evoluiu o suficiente para poder precisar o nexos causal entre a informação e a variação do preço de determinado valor mobiliário. No mercado de valores mobiliários, os métodos econométricos para determinar tanto o nexos causal como a certeza sobre o dano são tão limitados, que se tornou essencial a previsão de responsabilidade civil especial, para que assim se possa lidar com casos específicos de falha

subir não significaria por si só que não há nexos causal e dano (FOX, Merritt. “After Dura Causation in Fraud-on-the-Market Actions”. (in) KIEFF, F. Scott; PAREDES, Troy (coord.). Perspectives on Corporate Governance. Cambridge: Cambridge University Press, 2010, pp. 261 e ss.). No mesmo sentido, vide EISENHOFER, Jay W.; JARVIS, Geoffrey C.; BANKO, James R. “Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation”, *The Business Lawyer*, v. 59, n. 4, 2004, p. 1420; BURCH, Elizabeth Chamblee. “Reassessing damages in securities fraud class actions”, *Maryland Law Review*, vol. 66, 2007, p. 390. A Suprema Corte dos Estados Unidos deixou a questão em aberto no caso *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* (544 U.S. 336), 125 S. Ct. 1627 (2005).

⁹¹² ALEXANDER, Janet Cooper. “The Value of Bad News in Securities Class Actions”, *UCLA Law Review*, vol. 41, n. 6, August 1994, p. 1455.

⁹¹³ CORNELL, Bradford; MORGAN, Gregory. “Using finance theory to measure damages in fraud on the market cases”, *UCLA Law Review*, vol. 37, 1990, pp. 895-897; ALEXANDER, Janet Cooper. “The Value of Bad News in Securities Class Actions”, *UCLA Law Review*, vol. 41, n. 6, August 1994, p. 1455.

⁹¹⁴ ALEXANDER, Janet Cooper. “The Value of Bad News in Securities Class Actions”, *UCLA Law Review*, vol. 41, n. 6, August 1994, p. 1455.

⁹¹⁵ A distribuição do ônus da prova pode ser aplicada, a depender das circunstâncias do caso, cf. art. 373, §§ 1º e 2º, CPC.

informativa. É o que se verifica em diversos mercados de valores mobiliários: nos Estados Unidos, na Alemanha, na Itália, em Portugal e no Reino Unido⁹¹⁶, mas não no Brasil.

O estudo do nexo de causalidade na responsabilidade civil por falha informativa conclui a primeira parte do trabalho, na qual apresentamos os pressupostos da responsabilidade civil. Configurados os pressupostos, há de se definir os efeitos da responsabilidade civil na esfera jurídica das partes afetadas pela falha informativa, como faremos a seguir.

⁹¹⁶ CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019.

PARTE II – EFEITOS DA RESPONSABILIDADE CIVIL

CAPÍTULO 4 – O *quantum indenizatório*

“*Le responsable doit réparer ‘tout le dommage’, mais ‘rien que le dommage’*”⁹¹⁷

O problema do cálculo do dano está diretamente interligado com o da causalidade. Embora, em responsabilidade civil, muito se discuta sobre o conceito do dano e do nexa causal, pouco se aprofunda a análise da quantificação dos danos.

Não raro encontra-se sobre o assunto apenas a menção de que a indenização *deverá reparar a totalidade do dano* ou *deverá ser fixada de forma equitativa pelo juiz*⁹¹⁸ ou *por aproximação*⁹¹⁹, ou, ainda, que a indenização deve observar o *princípio da razoabilidade*⁹²⁰. Nesse sentido, segundo o art. 946 do Código Civil, caso a obrigação for indeterminada e o julgador não a puder mensurar, deve-se remeter a questão à liquidação por arbitramento ou pelo procedimento comum, nos termos dos arts. 509 e seguintes do Código de Processo Civil⁹²¹.

Haverá casos, porém, em que a dificuldade ou impossibilidade de prova do nexa causal colocará a própria certeza do dano em xeque, motivo pelo qual – ressalte-se, uma vez mais – nem sempre será possível comprovar a existência de dano indenizável. Em relação aos danos por distorção do preço dos valores mobiliários, não basta, para comprovar a certeza do dano, a mera queda da cotação dos valores mobiliários logo após a descoberta da falha informacional, tampouco basta a compra de valores mobiliários por preço inflacionado durante o período entre a falha informacional e a sua descoberta.

⁹¹⁷ “A pessoa responsável deve reparar ‘todo o dano’, mas ‘nada mais que os danos’” (tradução da candidata), cf. VINEY, Geneviève; JOURDAIN, Patrice; CARVAL, Suzanne. *Traité de Droit Civil – Les effets de la responsabilité*. 4. Ed. Paris: LGDJ, 2017, p. 156.

⁹¹⁸ DIREITO, Carlos Alberto Menezes; FILHO, Sergio Cavalieri. *Comentários ao Novo Código Civil*. Vol. XIII. Rio de Janeiro: Forense, 2011, pp. 378-379.

⁹¹⁹ GOMES, Orlando. *Responsabilidade Civil*. Atual. Edvaldo Brito. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 121.

⁹²⁰ AGUIAR DIAS, José de. *Da responsabilidade civil*. 12. Ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, pp. 874 e ss.; CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. 13. Ed. São Paulo: Atlas, 2019, pp. 180-183.

⁹²¹ A necessidade de o julgador empregar todos os meios para liquidação do dano comprovado é assente na doutrina brasileiro, cf. “(...) o Código não admite que se deixe de reparar o dano sob pretexto de que não ficou provado o seu *quantum*. Provada a existência do dano e a relação de causalidade com o ato atribuído ao responsável, não se pode deixar de indenizá-lo, ainda que sua extensão não fique demonstrada. Estabelecido que houve um dano, não pode o juiz, por exemplo, julgar extinta a execução, mas deve empregar todos os recursos de seu prudente arbítrio, examinando até os indícios e presunções, para outorgar a reparação ao prejudicado”, cf. AGUIAR DIAS, José de. *Da responsabilidade civil*. 12. Ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 875.

Dessa forma, para adentrar na análise da quantificação dos danos, parte-se do pressuposto de que há certeza de dano indenizável, ou seja, de que todos os pressupostos da responsabilidade civil estão configurados (Parte I, acima). Nesses casos, a partir da identificação da violação de interesse juridicamente tutelado que levou à perda patrimonial ao investidor, é preciso que se proponham critérios para a quantificação dos danos indenizáveis.

O desafio que se propõe a seguir é precisamente definir critérios jurídicos a serem adotados por eventuais peritos na liquidação do montante da indenização, a depender do tipo de dano que se pretende reparar.

4.1. Quantificação dos danos residuais decorrentes do dolo principal

A indenização dos danos decorrentes da anulação da subscrição de valores mobiliários deve buscar colocar o investidor lesado na situação, em que estaria, se não tivesse subscrito os valores mobiliários em oferta pública de emissão (interesse negativo). Em razão dessa necessidade, os danos indenizáveis são aqueles ocorridos em decorrência da confiança na validade da subscrição⁹²². Considerando, ainda, que o dano em si é consequência da anulação da subscrição a restituição dos valores mobiliários e do preço, o dano não consistirá na diferença entre o preço real e o preço hipotético dos valores mobiliários⁹²³. O investidor terá, assim, pretensão indenizatória aos danos emergentes e lucros cessantes sofridos em decorrência da subscrição de valores mobiliários inválida. Terá, ademais, direito à restituição do preço mediante “devolução” dos valores mobiliários subscritos.

Os danos emergentes consistem em despesas desembolsadas e inutilizadas⁹²⁴ em decorrência da anulação da subscrição. Como danos emergentes, poderiam ser citados,

⁹²² MOTA PINTO, Paulo. Interesse contratual positivo e interesse contratual negativo. Vol. II. Coimbra: Coimbra Editora, 2008, p. 1076; ACKERMANN, Thomas. Der Schutz des negative Interesses. Tübingen: Mohr Siebeck, 2007, p. 297.

⁹²³ ACKERMANN, Thomas. Der Schutz des negative Interesses. Tübingen: Mohr Siebeck, 2007, p. 262 (tratando sobre a *Naturalrestitution* prevista no §249 (1) BGB, equiparável ao direito à restituição no direito brasileiro).

⁹²⁴ JHERING, Rudolf von. “Culpa in contrahendo oder Schadensersatz bei nichtigen oder nicht zur Perfektion gelangten Verträgen”, in *Jahrbücher für die Dogmatik des heutigen römischen und deutschen Privatrechts*. Bd. 4, 1861, p. 2; MOTA PINTO, Paulo. Interesse contratual positivo e interesse contratual negativo. Vol. II. Coimbra: Coimbra Editora, 2008, p. 1075; STEINER, Renata. Reparação de danos: interesse positivo e interesse negativo. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 236, 239-243.

exemplificativamente, os custos em que o investidor incorreu, para realizar a subscrição defeituosa, tais como os custos de corretagem e eventuais honorários de assessores⁹²⁵. A medida do dano emergente será o montante das despesas incorridas pelo investidor, para concretizar a subscrição inválida de valores mobiliários, que se tenham tornado inúteis após a anulação. A esse montante nominal devem-se acrescentar a atualização monetária, juros de mora e, se cabível, honorários de advogados, desde o dispêndio desses recursos até o pagamento da indenização (arts. 389 e 398, CC)⁹²⁶.

Em relação aos lucros cessantes, é preciso que o investidor comprove, com base em juízo de probabilidade lógica, que, dentro do curso normal das coisas e em vista das circunstâncias do caso concreto, o investidor teria utilizado os recursos aportados em outro negócio jurídico ou tipo de investimento⁹²⁷. Como observa Thomas Ackermann, o que o lesado deixou de ganhar em virtude da confiança no negócio jurídico inválido pode consistir tanto nos ganhos com negócio jurídico alternativo de mesma natureza, quanto nos ganhos decorrentes da utilização dos recursos para outra finalidade⁹²⁸. A mera alegação de que o investidor poderia ter investido os recursos utilizados na subscrição dos valores mobiliários em outro tipo de investimento é insuficiente para comprovar a certeza dos lucros cessantes. É preciso demonstrar qual teria sido o curso normal das coisas, se o investidor não tivesse sido enganado pela falha informacional.

Como ainda alerta Ackermann, os lucros cessantes – na qualidade de danos residuais e em caso de anulação do negócio jurídico – são pautados pelo interesse contratual negativo, e não pelo interesse contratual positivo. Dessa forma, busca-se indenizar, ao final, o custo de oportunidade perdido pelo lesado em decorrência da confiança na validade do negócio jurídico desfeito (“*Opportunitätskosten*”). Assim, o autor propõe que os lucros cessantes sejam calculados pela

⁹²⁵ ASSMANN, Heinz-Dieter. *Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht*. Köln: Carl Heymanns Verlag, 1985, p. 367; VERSE, Dirk A. “Germany: Liability for Incorrect Capital Market Information”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, p. 379; LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. *Fundamentals of Securities Regulation*. Vol. 2. 7. Ed. New York: Wolters Kluwer, 2018, p. 1782.

⁹²⁶ Nos termos das Súmulas 43 e 54 do STJ, a correção monetária e os juros moratórios devem incidir desde o evento danoso.

⁹²⁷ ACKERMANN, Thomas. *Der Schutz des negative Interesses*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2007, pp. 297-298; ALVIM, Agostinho. *Da inexecução das obrigações e suas consequências*. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 1972, p. 189; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. *Lucros Cessantes – Do bom-senso ao postulado normativo da razoabilidade*. São Paulo: RT, 2011, pp. 89-91.

⁹²⁸ ACKERMANN, Thomas. *Der Schutz des negative Interesses*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2007, p. 298.

diferença entre o que o lesado ganharia, com os recursos investidos no negócio jurídico viciado, e o que ganharia com seus recursos disponíveis, mas sem o negócio jurídico viciado⁹²⁹. Essa nos parece ser, efetivamente, a medida correta da indenização na espécie.

Como exemplos de lucros cessantes por falha informacional, no mercado de valores mobiliários, em caso de desconstituição da compra ou venda, a doutrina estrangeira⁹³⁰ cita os rendimentos que o investidor deixou de auferir por não ter podido aplicar seus recursos em investimento alternativo⁹³¹. Caso o investidor pleiteasse lucros cessantes, seria preciso demonstrar que, pelo “curso normal das coisas” ou, ainda, pelo curso das “circunstâncias especiais do caso concreto”⁹³², razoavelmente poderia ser esperado que, não fosse a subscrição dos valores mobiliários, o investidor teria alocado seus recursos em outro tipo de rendimento. Não basta, porém, alegação genérica de que o investidor teria auferido rendimentos superiores, se comparado *ex post* com rendimentos de tais ou quais investimentos⁹³³.

A medida dos lucros cessantes devidos, portanto, corresponde ao montante que o investidor razoavelmente teria auferido, com o negócio jurídico alternativo. Para tanto, deve-se exigir do investidor lesado a demonstração de parâmetros objetivos para a quantificação dos lucros cessantes razoavelmente esperados com o negócio jurídico alternativo⁹³⁴. Note-se, porém, como adverte Claudio Turco⁹³⁵, que os lucros cessantes se baseiam no que teria ocorrido no futuro – portanto, não é possível exigir prova de absoluta certeza do quanto o investidor teria auferido. Com

⁹²⁹ ACKERMANN, Thomas. Der Schutz des negative Interesses. Tübingen: Mohr Siebeck, 2007, pp. 297-301, em especial 300 e 301.

⁹³⁰ ASSMANN, Heinz-Dieter; KUMPAN, Christoph. „§5. Prospekthaftung“, (in)ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHÜTZE, Rolf A.; BUCK-HEEB, Petra (org.). Handbuch des Kapitalanlagerechts. 5. Ed. München: C.H. Beck, 2020, p. 300-301, Rn. 108; SETHE, Rolf. “Haftung für falsche und unterlassene Kapitalmarktinformationen”. (in) ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHNEIDER, Uwe H. (org.). Wertpapierhandelsgesetz Kommentar. 6. Ed. Köln: Dr. Otto Verlag, 2012, p. 1867, Rn. 151 (Sethe, Assmann e Kumpan afirmam existir pretensão aos lucros cessantes em caso de indenização rescisória, conforme previsto no regime geral dos §§249(1) e 826 BGB); ALMEIDA, Margarida Azevedo de. A responsabilidade civil por prospecto no Direito dos Valores Mobiliários – O bem jurídico protegido. Coimbra: Almedina, 2018, pp. 312-325; FERRARINI, Guido. La responsabilità da prospetto – Informazione societaria e tutela degli investitori. Milano: Giuffrè, 1986, p. 128; BRUNO, Sabrina. L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario. Nápoles: Edizioni Scientifiche Italiane, 2000, p. 215.

⁹³¹ “Lucro adiado não é lucro perdido”, cf. MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. “Perdas e danos”, (in) LOTUFO, Renan; NANNI, Giovanni Ettore (coord.). Obrigações. São Paulo: Atlas, 2011, p. 672.

⁹³² LARENZ, Karl. Derecho de obligaciones. Tomo I. Trad. Jaime Santos Briz. Madrid: Revista de Derecho Privado, 1958, pp. 208-209; ALVIM, Agostinho. Da inexecução das obrigações e suas consequências. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 1972, p. 189; CHAVES, Antônio. Responsabilidade pré-contratual. Rio de Janeiro: Forense, 1959, p. 230.

⁹³³ TURCO, Claudio. Interesse negativo e responsabilità precontrattuale. Milão: Giuffrè, 1990, p. 345.

⁹³⁴ STEINER, Renata. Reparação de danos: interesse positivo e interesse negativo. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 252.

⁹³⁵ TURCO, Claudio. Interesse negativo e responsabilità precontrattuale. Milão: Giuffrè, 1990, p. 349.

efeito, a prova da medida dos lucros cessantes deve ter por objetivo apenas demonstrar, com suficiente grau de probabilidade, o quanto era esperado que o investidor auferisse com o negócio alternativo⁹³⁶.

Por fim, muito se discutiu, no direito estrangeiro, se a medida do dano por interesse negativo decorrente de ruptura ilícita das negociações contratuais, ou por celebração de contrato inválido, deveria estar limitado à indenização que seria cabível pelo interesse positivo. Na Alemanha, essa limitação à quantificação dos danos por interesse negativo foi consagrada expressamente no §122 (1), BGB⁹³⁷, para os casos de invalidação por erro ou por declaração não séria, embora relevantes vozes tenham se oposto a essa perspectiva⁹³⁸. A questão veio a ser debatida também na Itália e em Portugal, onde expressamente a lei não restringiu, nesses casos, o montante dos danos à indenização pelo interesse positivo, tendo prevalecido o entendimento doutrinário de que não há limitação, portanto, ao montante do dano pelo interesse negativo⁹³⁹.

No direito brasileiro, não há, em caso de anulação do contrato, limitação legal à medida dos danos pelo interesse negativo. Deve-se seguir a regra geral de que a indenização deve abarcar a integralidade tanto dos danos emergentes como dos lucros cessantes, ambos diretamente causados pelo ilícito, nos termos do art. 944 do Código Civil. Dessa forma, a indenização pelo interesse negativo poderá superar a medida da indenização pelo interesse positivo no cumprimento do contrato que se pretende anular, especialmente caso haja lucros cessantes a serem indenizados⁹⁴⁰.

⁹³⁶ GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Lucros cessantes - Do bom senso ao postulado normativo da razoabilidade. São Paulo: RT, 2011, p. 90.

⁹³⁷ “Seção 122 Responsabilidade do declarante

(1) Se uma declaração de intenções nos termos do §118 for nula ou contestada com base nos §§ 119, 120, a parte declarante, se a declaração for feita a outra pessoa, deve compensar a outra pessoa, ou de outra forma, qualquer terceiro, pelos danos causados, que a outra pessoa ou o terceiro sofreram porque confiaram na validade da declaração, mas não além do montante da indenização que o outro ou terceiro teria sofrido na validade da declaração” (tradução da candidata).

⁹³⁸ JHERING, Rudolf von. “Culpa in contrahendo oder Schadensersatz bei nichtigen oder nicht zur Perfektion gelangten Verträgen”, in *Jahrbücher für die Dogmatik des heutigen römischen und deutschen Privatrechts*. Bd. 4, 1861, pp. 20-22; FISCHER, Hans Albrecht. A reparação dos danos no direito civil. Trad. António de Arruda Ferrer Correia. São Paulo: Livraria Acadêmica Saraiva, 1938, p. 106.

⁹³⁹ Vide a respeito, BENATTI, Francesco. A responsabilidade pré-contratual. Trad. Adriano Vera Jardim e Miguel Caiero. Coimbra: Almedina, 1970, pp. 170-174; TURCO, Claudio. Interesse negativo e responsabilità precontrattuale. Milão: Giuffrè, 1990, pp. 371-375; GALLO, Paolo. “Responsabilità Precontrattuale: Il quantum”, *Rivista di diritto civile*, CEDAM, n. 3, parte 1, 2004, pp. 502 e ss.; MOTA PINTO, Paulo. Interesse contratual positivo e interesse contratual negativo. Vol. II. Coimbra: Coimbra Editora, 2008, pp. 1035-1065.

⁹⁴⁰ Nesse sentido também, vide CHAVES, Antônio. Responsabilidade pré-contratual. Rio de Janeiro: Forense, 1959, p. 219; ZANETTI, Cristiano de Sousa. Responsabilidade pela ruptura das negociações. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005, pp. 156-157; STEINER, Renata. Reparação de danos: interesse positivo e interesse negativo. São Paulo: Quartier

4.2. Quantificação do dano informacional pela distorção do preço dos valores mobiliários

As respectivas determinações do dano, do nexo causal entre o ilícito e o dano e da quantificação do dano indenizável são, por natureza, três noções intrinsecamente relacionadas, nos termos do art. 944, Código Civil. Tratando-se do dano causado pela distorção do preço de subscrição, compra ou venda de valores mobiliários, no mercado primário ou secundário, é ainda mais complexa a inter-relação entre as noções. Isso porque, como visto até aqui, o dano tem sua medida definida com base na atribuição de qual parcela da variação do preço dos valores mobiliários foi causada pela falha informacional.

Em virtude da sobreposição da prova do dano e do nexo causal, ao tratarmos do dano pela distorção no preço dos valores mobiliários (item 2.2.1.2., acima) e da prova do seu nexo causal (item 3.2.1.2., acima), já adiantamos qual seria a “fórmula” para identificar a relação de reparação e, conseqüentemente, como alcançar a medida do dano individual indenizável.

Assim, ao definirmos o dano informacional, sustentamos que este consistiria na diferença entre, de um lado, o preço pago, ou recebido, e, de outro, o preço hipotético que teria sido pago, ou recebido, se as informações tivessem sido divulgadas adequadamente. Além disso, propusemos critérios para comprovação do nexo causal entre a falha informacional e o dano pela distorção do preço dos valores mobiliários durante o período relevante. Com efeito, ao se demonstrar o quanto a informação impactou na cotação dos valores mobiliários durante o período relevante, seriam comprovados não apenas o nexo causal entre falha informacional e dano, mas principalmente a medida do dano indenizável. Ao final, sustentou-se que, conquanto a “fórmula” da relação de reparação possa parecer simples, a determinação do dano pela distorção do preço dos valores mobiliários é complexa, diante das dificuldades de prova de qual teria sido o “preço hipotético”, caso não tivesse ocorrido o ilícito⁹⁴¹.

Latin, 2018, pp. 254-256; PEREIRA, Regis Fichtner. A responsabilidade civil pré-contratual. Rio de Janeiro: Renovar: 2001, p. 390.

⁹⁴¹ Remete-se à leitura dos itens 2.2.1.2 e 3.2.1.2, acima. A respeito das dificuldades probatórias do que seria o preço hipotético, vide também EISENHOFER, Jay W.; JARVIS, Geoffrey C.; BANKO, James R. “Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation”, *The Business Lawyer*, Vol. 59, No. 4 (August 2004), pp. 1424-1425; ERDLIN, Andrew M. “Timing Is Everything: Markets, Loss, and Proof of Causation in Fraud on the Market Actions”, *Fordham Law Review*, vol. 80, 2011, p. 901.

Os critérios de quantificação dos danos ora propostos partem do pressuposto de que todos os desafios para comprovação do nexo causal foram superados, havendo sido comprovado dano certo e direto a ser indenizado. Além disso, como se verá ao final a tutela indenizatória dos investidores é viabilizada não apenas pela ação individual, mas também por ação coletiva. Inclusive, não raro somente a ação coletiva será economicamente viável, haja vista a magnitude dos custos processuais em comparação com o diminuto dano individual de investidor de pequena monta. A quantificação da indenização global traz desafios ainda maiores, se antes de se saber quais investidores irão se habilitar para receber a indenização for preciso determinar a soma do dano de todos os investidores lesados.

Como detalhadamente já foi analisado⁹⁴², sustentou-se que o critério para determinação de qual teria sido o preço hipotético é a precificação dos valores mobiliários da companhia no mercado secundário ao ser revelada a informação devida⁹⁴³. Contudo, quando há falha informacional, não ocorre a avaliação da informação pelos investidores no tempo e modo devidos para precificação dos valores mobiliários. Em razão disso, a comprovação da medida do dano indenizável sofrido dependerá de provas inferenciais. A exata variação do preço dos valores mobiliários na data da descoberta da informação devida, não necessariamente corresponde ao dano sofrido pelos investidores. É preciso identificar qual parcela da variação do preço é atribuível à informação em questão.

Como regra geral, a descoberta da falha informacional ou a divulgação corretiva revelará aos investidores a informação devida. A data da descoberta da falha informacional será, portanto, como regra, o parâmetro para análise da influência daquela informação na precificação dos valores mobiliários. Conseqüentemente, a determinação dessa medida é a forma de quantificação dos danos sofridos pelos investidores que adquiriram valores mobiliários por preço inflacionado, ou os venderam por preço deflacionado pela falha informacional.

Contudo, diversas circunstâncias fáticas dificultarão ou impossibilitarão a prova da medida da influência da informação na precificação dos valores mobiliários. São circunstâncias relativas (i) à capacidade de incorporação da informação no preço, (ii) à divulgação da falha informacional, (iii) à descoberta da falha informacional e (iv) ao tempo. Em determinados casos,

⁹⁴² Itens 2.2.1.2 e 3.2.1.2, acima.

⁹⁴³ No mesmo sentido, vide ALEXANDER, Janet Cooper. "The Value of Bad News in Securities Class Actions", *UCLA Law Review*, vol. 41, n. 6, August 1994, p. 1432.

por exemplo, o mercado de valores mobiliários não é eficiente, ou passa por bolha, o que impede a demonstração de que a informação foi incorporada ao preço.

Em determinados casos, a reação do mercado à falha informacional pode auxiliar na prova de que a falha informacional distorceu o preço dos valores mobiliários. Por exemplo, caso não fosse devida nenhuma informação ao mercado, mas a companhia divulgasse informação inverídica publicamente, eventual alteração da cotação dos valores mobiliários na data da divulgação da informação falsa poderia ser utilizada como meio de prova da distorção do preço dos valores mobiliários pela falha informacional. Em outros casos, porém, a informação divulgada, quando da revelação da falha informacional, destoa da informação devida, motivo pelo qual nem sempre a precificação dos valores mobiliários na data da descoberta da falha informacional será parâmetro para que sejam determinados os danos indenizáveis. Ademais, há casos em que, pela incerteza quanto ao momento em que a informação verdadeira foi divulgada, não há efetivamente avaliação do mercado à informação a ser analisada.

Iniciaremos a análise considerando que é possível identificar o momento em que foi descoberta a informação devida. Nesses casos, o método mais avançado para quantificação dos danos é o estudo de eventos⁹⁴⁴. Por meio desse método de quantificação de danos, a variação do preço dos valores mobiliários dentro da denominada “janela de evento” será analisada, a fim de determinar qual parcela da variação pode ser atribuída à informação nova e relevante.

O detalhamento de como o estudo de eventos é realizado já foi abordado⁹⁴⁵ – importando, por ora, apenas ressaltar quais as quatro principais etapas desse método, as quais levarão à identificação do dano indenizável.

Em primeiro lugar, é preciso determinar não apenas o evento objeto de análise – normalmente a data da descoberta da falha informacional –, mas também a janela do evento. Trata-se do período decorrido, para incorporar a nova informação ao preço dos valores mobiliários. Normalmente, a janela de evento consiste em dois dias – o primeiro é a data da divulgação; e o segundo, o dia subsequente – período quando se espera que a informação do dia anterior ainda

⁹⁴⁴ LIPTON, Ann M. “Fact or fiction: flawed approaches to evaluating market behavior in securities litigation”, *The Tennessee Journal of Business Law*, vol. 20, 2019, p. 770 (ressaltando que a quantificação dos danos nas ações de responsabilidade civil por falha informacional necessariamente depende do estudo de evento, embora esse método econométrico tenha suas fragilidades).

⁹⁴⁵ Remete-se o leitor ao item 3.2.1.2.2., acima.

possa exercer algum impacto. Por exemplo, tendo-se em consideração a descoberta da falha informacional como o evento objeto de análise, a janela do evento começa com a descoberta da falha informacional e termina no fechamento da bolsa no dia seguinte. De qualquer modo, será preciso demonstrar, casuisticamente, a medida da janela de evento, que pode ser maior ou menor do que os dois dias indicados.

Em segundo lugar, o estudo de eventos apresenta cálculo – no caso, para identificar qual é a parcela da variação do preço nos valores mobiliários daquela companhia que normalmente é atribuída a fatores externos, os quais afetam todo o mercado de valores mobiliários ou companhias do mesmo segmento de atividade empresária. Para tanto, é analisada (i) a relação histórica sobre o retorno dos valores mobiliários da companhia, (ii) os índices de mercado e (iii) os índices do setor de atividade da companhia. Trata-se de técnica que fornece elementos para a construção de raciocínio nomológico-dedutivo, com base em uma lei de cobertura (*i.e.*, determinadas informações afetam todo o mercado de valores mobiliários e todas as companhias abertas de determinado setor), para inferir, no caso concreto, qual é a relação histórica entre o retorno daquela companhia e o do mercado e o da indústria.

Em terceiro lugar, na janela do evento, do percentual de variação no preço dos valores mobiliários da companhia é retirado o percentual atribuído aos fatores externos à companhia. A variação remanescente seria considerada como a variação “anormal”. Com base nessa variação, será realizada distribuição normal de probabilidade, a fim de precisar a probabilidade de que ocorra a variação encontrada na janela de evento, caso inexista qualquer informação nova e relevante extraordinária.

Por fim, caberá avaliar se, dentro da janela de evento, houve qualquer outra informação que tenha sido divulgada e que seja relacionada à companhia. Em caso positivo, caberá precisar quais informações foram divulgadas e, com base em análise intradiária da variação no preço dos valores mobiliários, será preciso identificar qual parcela da variação na janela de eventos poderia ser atribuída exclusivamente a outras informações específicas da companhia.

Não raro, essa análise não conseguirá precisar a parcela da variação atribuída à falha informacional e às demais informações específicas da companhia. A possibilidade de quantificação do dano indenizável depende, portanto, do sucesso da análise e da segregação dos efeitos no preço

de cada informação específica da companhia. Caso contrário, não haveria dano certo e direto indenizável a quantificar.

Chegando-se ao final do estudo de evento, com a demonstração do percentual da variação do preço que seria atribuído à informação nova, relevante e extraordinária na janela do evento, é possível utilizar o percentual para construir o gráfico da linha de valor e linha de preço. A diferença entre a linha do preço e a do valor representa a inflação, ou deflação, do preço de compra, ou de venda, dos valores mobiliários durante o período relevante. Somente os investidores que adquiriram ou venderam valores mobiliários, no período relevante determinado no gráfico da linha de valor e de preço, podem ter sofrido danos indenizáveis. Não basta, porém, apenas comprovar a aquisição ou a venda dos valores mobiliários por preço distorcido.

Como visto no item 2.2.1.2. acima, o dano informacional ocorre quando a descoberta da falha informacional corrige o preço dos valores mobiliários adquiridos ou vendidos por preço distorcido. Isso porque, somente a partir daquele momento, a aquisição ou a venda dos valores mobiliários passa ter o preço pago ou recebido em discrepância com o respectivo preço de mercado. Isso significa que quem adquiriu, durante o período relevante, valores mobiliários por preço inflacionado, mas os revendeu no mesmo período em que o preço estava distorcido, não sofre nenhum dano. Da mesma forma, o investidor que, tendo adquirido valores mobiliários anteriormente à falha informacional, vende-os por preço deflacionado pela falha informacional e os recompra durante o preço relevante também por preço distorcido, não sofre quaisquer danos. Isso porque o investidor realiza negócios em sentidos contrários, neutralizando a própria situação patrimonial em relação ao ilícito. Veja-se o investidor que comprou e revendeu por preço inflacionado durante o período relevante e que chega, à data da descoberta, sem valores mobiliários da companhia. De outra maneira, o investidor que vendeu e recomprou por preço deflacionado chega à data da descoberta com valores mobiliários valorizados pela descoberta da falha informacional, já que, nessa hipótese, a correção do preço importa no aumento do preço de mercado até aquele momento deflacionado.

Com efeito, o fato de as compras, e vendas, durante o período relevante, poderem neutralizar a posição do investidor, em relação aos efeitos da falha informacional, também é observado no direito norte-americano. Naquele ordenamento jurídico, os investidores chamados de

“*ins-and-outs*”⁹⁴⁶ ou “*active traders*”⁹⁴⁷ – assim denominados, por adotarem como estratégia de investimento justamente a compra e venda em curtos períodos dos valores mobiliários da mesma companhia – têm suas perdas patrimoniais abatidas pelos ganhos, se as compras e vendas ocorreram no período relevante⁹⁴⁸. Conforme ressaltado por Samuel Francis, embora haja cortes norte-americanas que não aplicam a regra da compensação dos ganhos com prejuízos em ações de responsabilidade por falha informacional no mercado de valores mobiliários, a medida é decorrência do Securities Exchange Act, 15 U.S.C. §78bb(a). Esta, por sua vez, prevê que “*nenhuma ‘pessoa’ deve recuperar um valor total que exceda ‘seus’ danos reais por conta do ato reclamado, referente a danos em relação ao investidor como um todo*”⁹⁴⁹. Ainda para Francis, as perdas patrimoniais deverão ser compensadas com os ganhos auferidos no período relevante, se ambos decorrerem da estratégia de investimento escolhida pelo investidor⁹⁵⁰. Seria, portanto, preciso demonstrar relação entre a cadeia de decisões de investimento, de modo que cada compra ou venda se inter-relacione. Assim, se, durante o período relevante, o investidor realizasse compras e vendas por “*motivos diferentes*”, sem que as decisões tivessem qualquer relação, não haveria uma estratégia de investimento comum; e, conseqüentemente, não caberia a compensação das perdas com os ganhos auferidos⁹⁵¹.

A nosso ver, contudo, não cabe perquirir os motivos de cada investidor na decisão de investimento. Se a premissa é a de que, durante todo o período relevante, a falha informacional distorceu o preço dos valores mobiliários, então – em qualquer compra e em qualquer venda por preço distorcido – a medida do dano informacional de um investidor será idêntica à medida do ganho de outro investidor. Essa concepção ora defendida tem respaldo na qualificação dos danos por distorção no preço dos valores mobiliários, bem como no método de demonstração do nexo causal e da medida do dano indenizável. É irrelevante, portanto, aferir os motivos que levaram o

⁹⁴⁶ ALEXANDER, Janet Cooper. "The Value of Bad News in Securities Class Actions", *UCLA Law Review*, vol. 41, n. 6, August 1994, p. 1431.

⁹⁴⁷ LANGEVOORT, Donald C. "Capping damages for open-market securities fraud", *Arizona Law Review*, vol. 38, 1996, pp. 646 e ss.

⁹⁴⁸ ALEXANDER, Janet Cooper. "The Value of Bad News in Securities Class Actions", *UCLA Law Review*, vol. 41, n. 6, August 1994, pp. 1431-1432; LIPTON, Ann M., "Fact or fiction: flawed approaches to evaluating market behavior in securities litigation", *The Tennessee Journal of Business Law*, vol. 20, 2019, p. 770.

⁹⁴⁹ FRANCIS, Samuel. "Meet Two-Face: The Dualistic Rule 10b-5 and the Quandry of Offsetting Losses by Gains", *Fordham Law Review*, vol. 77, 2009, p. 3062.

⁹⁵⁰ FRANCIS, Samuel. "Meet Two-Face: The Dualistic Rule 10b-5 and the Quandry of Offsetting Losses by Gains", *Fordham Law Review*, vol. 77, 2009, pp. 3084-3089.

⁹⁵¹ FRANCIS, Samuel. "Meet Two-Face: The Dualistic Rule 10b-5 and the Quandry of Offsetting Losses by Gains", *Fordham Law Review*, vol. 77, 2009, pp. 3085-3086.

investidor a tomar determinada decisão de investimento, se a tutela pretendida é aquela em benefício do patrimônio investido em valores mobiliários que depende da higidez do mecanismo de formação de preços. Em suma, deve-se avaliar a situação patrimonial do investidor na data da descoberta da falha informacional, tendo-se em consideração se a falha informacional inflacionou ou deflacionou ilicitamente o preço dos valores mobiliários.

Também não sofrem dano informacional os investidores que, ao mesmo tempo, adquirem no mercado à vista valores mobiliários de emissão da mesma companhia e negociam com os valores mobiliários do mesmo emissor no mercado, a termo, ou no mercado futuro, a fim de delimitar os riscos diante da variação do preço desse valor mobiliário. Se o preço da compra, no mercado à vista, e o preço da venda, no mercado a termo ou no mercado futuro, sofrerem influência da mesma falha informacional, o investidor estará protegido de quaisquer perdas patrimoniais que poderia sofrer em decorrência da aquisição dos valores mobiliários por preço inflacionado. Por meio dessa estratégia de *hedge*, o investidor adquire espécie de seguro pela variação do preço do valor mobiliário; e, no caso da ocorrência de falha informacional, o *hedge* serve como seguro ao dano informacional.

No caso das ofertas públicas de emissão de valores mobiliários, é preciso levar em consideração que a avaliação dos investidores, diante da descoberta da informação, é um dos elementos de prova sobre a determinação do preço hipotético. Com efeito, considerando que o preço da oferta de emissão de valores mobiliários é determinado pelo emissor, é preciso avaliar quais foram os critérios adotados pelo emissor, para a fixação do preço por valor mobiliário. Com efeito, embora o estudo de evento seja ferramenta fundamental na quantificação dos danos no mercado primário, o cálculo final do dano deverá ponderar qual foi o papel exercido por esse tipo de informação, ou por essas categorias de informações, na fixação do preço da oferta.

Nos casos em que há incerteza quanto ao momento em que a informação foi divulgada, não sendo possível precisar qual foi a avaliação dada pela coletividade de investidores no mercado à informação que não foi divulgada no tempo e modo devidos, a nosso ver, não há como determinar a existência de dano certo. Discordamos da posição segundo a qual, nesses casos, caberia utilização do método de comparação com índices para determinação do preço hipotético. O método da comparação com índices pode apenas indicar qual seria o retorno esperado dos valores mobiliários da companhia à vista do retorno no período de índices de mercado e do setor de atividade da

companhia. Esse método não visa, por si só, a precisar a influência de determinado evento, ou determinada informação, na formação do preço dos valores mobiliários, como ocorre com o estudo de evento.

Em verdade, o método de comparação com índices permite – considerando a influência de fatores de mercado e do setor de atividade da companhia – apenas identificar a diferença entre, de um lado, o retorno observado e, de outro, aquele esperado. Não há meios de distinguir qual parcela da diferença identificada entre retorno esperado e observado poderia ser atribuída à falha informacional e qual parcela deveria ser atribuída a qualquer outra informação específica da companhia.

Em nosso entendimento, nos casos em que não seja possível identificar o momento ou os momentos em que a informação foi divulgada ao mercado, não há como determinar, com o mínimo de certeza, a influência que a informação exerceu na formação do preço dos valores mobiliários – e, conseqüentemente, não há certeza de dano indenizável. Ademais, concluímos, na primeira parte deste estudo, que a variação no preço dos valores mobiliários atribuída a outras informações e demais eventos ocorridos depois da correção do preço dos valores mobiliários não faz parte da quantificação dos danos informacionais. Conforme definimos, no dano informacional específico – aqui, entendido como aquele sofrido quando da correção do preço dos valores mobiliários adquiridos ou vendidos pelo investidor por preço distorcido, a partir do momento em que o preço de mercado é corrigido – o investidor não terá como reverter a perda patrimonial decorrente da falha informacional.

Assim, com base na correção do preço de mercado dos valores mobiliários, o investidor, que adquiriu os valores mobiliários por preço inflacionado e os manteve até a data da correção, passa a estar definitivamente em situação patrimonialmente pior daquela em que poderia estar, se não houvesse a falha informacional. Ainda que pouco tempo depois da descoberta da falha informacional novas informações positivas sobre a companhia venham a ser divulgadas, aumentando o preço dos valores mobiliários de sua titularidade, o investidor continuará com perda patrimonial. Isso porque, se a falha informacional não tivesse ocorrido, essa valorização igualmente teria ocorrido; e o investidor não teria tido seu patrimônio reduzido por pagar preço superior ao devido por aqueles valores mobiliários.

Diferentes são os casos em que o interesse relativo à decisão de investimento é tutelado pela via indenizatória, tal como ocorre no direito alemão e no direito norte-americano. Como visto no item 2.2.1.1.1., acima, naqueles ordenamentos jurídicos, a falha informacional na emissão pública de valores mobiliários pode ensejar o direito do investidor ao desfazimento da subscrição ou da compra de valores mobiliários. Caso, porém, o investidor revenda os valores mobiliários após a descoberta da falha informacional, com a consequente correção do preço distorcido, o investidor não tem mais os valores mobiliários a restituir. Desse modo, é concedida a indenização rescisória ao investidor. Nesse caso, porém, já que se busca restituir o investidor na posição em que estaria sem o negócio jurídico (*i.e.*, a da subscrição ou a da compra dos valores mobiliários), se o investidor revendeu os valores mobiliários por preço superior ao que pagou, não há dano rescisório a indenizar⁹⁵².

Em síntese, a indenização do dano informacional busca colocar o investidor na posição em que estaria sem a falha informacional, mas mantendo a subscrição, a compra, ou a venda, de valores mobiliários. Dessa forma, a medida da indenização será o montante que o investidor pagou a mais, ou recebeu a menos, pelos valores mobiliários, o que não teria ocorrido, se o preço não tivesse sido distorcido pela falha informacional. Qualquer variação no preço dos valores mobiliários posterior à correção do preço pela descoberta da falha informacional não afeta, portanto, a medida da indenização devida ao investidor.

Ainda, em decorrência do princípio da reparação integral, não há limitação ao montante da indenização sofrida pelo investidor. Isso porque, segundo o art. 944 do Código Civil, a indenização é a medida – e apenas a medida – do dano causado pelo ilícito. Assim, no direito brasileiro, não se aplica, por meio do regime geral de responsabilidade civil, limitação ao montante do preço da oferta⁹⁵³ ou mesmo do preço dos valores mobiliários na data do ajuizamento da ação

⁹⁵² MAYNARD, Therese H. “Liability Under Section 12(2) of the Securities Act of 1933 for Fraudulent Trading in Postdistribution Markets”, *William and Mary Law Review*, Vol. 32, Issue 4, 1991, pp. 886-887; COFFEE JUNIOR, John C.; SALE, Hillary A.; HENDERSON, M. Todd. *Securities regulation – Cases and materials*. 13. Ed. St. Paul: Thomson Reuters, 2015, p. 989 (observando, porém, que de acordo com a Section 11 do Securities Act de 1933, se o investidor vender os valores mobiliários após o ajuizamento da ação judicial, mas antes da decisão final, somente receberá a diferença entre o preço pago e o preço dos valores mobiliários na data do ajuizamento da ação); VERSE, Dirk A. “Germany: Liability for Incorrect Capital Market Information”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, p. 380.

⁹⁵³ § 9, WpPG.

jurisdicional⁹⁵⁴ ou, ainda, do preço de mercado, em 90 dias a contar da descoberta da falha informacional, diferindo o ordenamento brasileiro de outros sistemas jurídicos⁹⁵⁵.

Por fim, na ação coletiva para tutela indenizatória dos investidores, é preciso considerar que pode ser preciso comprovar a medida dos danos totais sofridos pelos investidores (*i.e.*, a somatória da indenização devida a cada investidor lesado pela falha informacional). Nessa hipótese, é útil se socorrer dos ensinamentos do direito norte-americano para a quantificação de danos globais. A referência ao direito norte-americano se justifica porque, nesse sistema, houve amplo desenvolvimento dos métodos econométricos para quantificação de danos causados a investidores por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários. No entanto, ainda assim, a quantificação dos danos globais é marcada pela imprecisão. A inutilidade e impreciso da quantificação dos danos globais, juntamente com outros critérios de interpretação das normas legais, demonstraram a necessidade de rechaçar, no direito brasileiro, a condenação por danos globais em ações coletivas para tutela indenizatória de investidores.

Com efeito, no âmbito de *securities class actions* nos Estados Unidos, é preciso quantificar o valor total dos danos sofridos pelos membros da classe. Para tanto, em um primeiro momento, é calculado o dano individual do representante da classe a partir da metodologia já analisada. Com base na linha de valor calculada para o dano individual, seria possível calcular os danos individuais de cada membro da classe.

O principal problema é determinar a quantidade de ações que integra a classe. Como muitos valores mobiliários são adquiridos e vendidos enquanto durar a falha informacional, o número de valores mobiliários da classe não é simplesmente a soma do volume diário de ordens de compra e de venda no período. Em virtude disso, seria preciso ter uma metodologia para excluir as compras, e as vendas, durante o período, feitas pelo mesmo investidor que não incorreu em danos. No entanto, a doutrina norte-americana alerta que *é impossível* reconstruir o histórico de compra e venda de cada valor mobiliário no período, por isso seria preciso adotar modelo estatístico, que

⁹⁵⁴ Section 11 (e), Securities Act de 1933.

⁹⁵⁵ Nos Estados Unidos foi instituído pelo Private Securities Litigation Reform Act de 1995, §21D(e)(1), que a indenização não deve exceder a diferença entre o preço de compra ou de venda e média do preço das ações nos 90 dias após a divulgação corretiva. A limitação à indenização nesses termos recebeu críticas da doutrina por ter repellido a moderna economia financeira, cf. LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. *Fundamentals of Securities Regulation*. Vol. 2. 7. Ed. New York: Wolters Kluwer, 2018, p. 2041.

estima o padrão de fluxo de ordens de compra e de venda de determinado valor mobiliário⁹⁵⁶. Como os resultados desse cálculo estatístico dependem significativamente de pressupostos sobre fatos desconhecidos, a liquidação da indenização global pode ser bastante imprecisa⁹⁵⁷. Segundo Janet Alexander⁹⁵⁸, é possível que o modelo mais usado nesse tipo de liquidação superestime os danos globais em mais de 100%.

Como se verá no item 7.1.2. abaixo, entendemos que, nas ações coletivas, o julgador não deve condenar os responsáveis ao pagamento de indenização global, por diversos fundamentos jurídicos. De todo modo, a depender de inúmeros fatores circunstanciais de cada caso, os obstáculos à quantificação serão maiores ou menores. Caberá ao julgador avaliar a precisão do método econométrico para quantificação dos danos informacionais, a fim de determinar o grau de certeza da prova do dano. Não basta apenas quantificar os danos informacionais para que a responsabilidade civil surta efeitos, é preciso determinar as partes do polo ativo e passivo da relação de reparação, como se verá a seguir no quinto capítulo.

⁹⁵⁶ ALEXANDER, Janet Cooper. “Rethinking damages in securities class actions”, *Stanford Law Review*, vol. 48, n. 6, jul/1996, pp. 1491-1493.

⁹⁵⁷ KOSLOW, Jon. “Estimating Aggregate Damages in Class-Action Litigation Under Rule 10b-5 for Purposes of Settlement”, *Fordham Law Review*, vol. 59, 1991, p. 842; TOPOL, David; SCHWARZ, Jody. “‘Aggregate damages’ calculations in securities class actions”, *Plus Journal*, Maio/2005, p. 1; BOOTH, Richard A. “The End of the Securities Fraud Class Action as We Know It”, *Berkeley Business Law Journal*, Vol. 4.1, 2007, p. 7.

⁹⁵⁸ ALEXANDER, Janet Cooper. “Rethinking damages in securities class actions”, *Stanford Law Review*, vol. 48, n. 6, jul/1996, pp. 1491-1493.

CAPÍTULO 5 – Os sujeitos ativo e passivo da relação de indenização

“(...) it is the function of the law of tort to determine when the victim ought to be able to shift on to the shoulders of another the harm to which he has been exposed”⁹⁵⁹

Estabelecidos os pressupostos da responsabilidade civil e os critérios para quantificação dos danos, há que se determinar os critérios para identificação dos sujeitos responsáveis e dos sujeitos lesados pela falha informacional. É o que se verá a seguir.

5.1. Quem deve indenizar?

A ausência de funções mentais ou psicológicas das sociedades anônimas, na condição de pessoas jurídicas não impede o reconhecimento da sua personalidade jurídica e consequente capacidade de legitimação subjetiva e de imputação jurídica⁹⁶⁰. No entanto, para exercer sua personalidade, as companhias dependem de pessoas físicas para quaisquer ação, omissão ou desenvolvimento de atividade. Há que se analisar, portanto, o tema objeto desse estudo tendo como premissa a necessária multiplicidade de sujeitos de direito atuando para a realização da falha informacional⁹⁶¹.

A determinação de quem é responsável pelo dever de indenizar investidores por falhas informacionais é um dos aspectos mais debatidos, na doutrina nacional, sobre o tema deste estudo. A controvérsia no direito brasileiro, em larga medida, pode ser atribuída à complexidade do fenômeno da pessoa jurídica, em especial da sociedade anônima, como sujeito de direito, com personalidade jurídica e com patrimônio próprios. Embora essas noções, há muito conhecidas, possam parecer conceitualmente estabelecidas, fato é que nem a legislação, nem a jurisprudência

⁹⁵⁹ ZWEIGERT, Konrad; KÖTZ, Hein. An introduction to Comparative Law. 3. Ed. Trad. Tony Weir. Oxford: Oxford University Press, 1998, p. 597.

⁹⁶⁰ FALZEA, Angelo. Il soggetto nel sistema dei fenomeni giuridici. Milano: Giuffrè, 1939, pp. 162-168.

⁹⁶¹ Como observa Fábio Comparato, a problemática da pessoa jurídica gira em torno da atribuição a um grupo de indivíduos dos efeitos do comportamento de um deles, considerado órgão ou representante, cf. COMPARATO, Fábio Konder. O poder de controle na sociedade anônima. 3. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983, pp. 263-264.

brasileira se ocuparam, de forma expressa e clara, dos critérios para imputação da responsabilidade civil à sociedade anônima ou ao administrador por danos causados a terceiros.

Pretende-se demonstrar, a seguir, que tanto a companhia aberta como seus administradores podem ser responsáveis pelo dever de indenizar investidores lesados pela falha informacional no mercado de valores mobiliários. Trata-se de decorrência do conceito de pessoa jurídica e dos limites impostos pelo nosso sistema jurídico à atuação dos administradores na qualidade de membros de órgãos sociais. Será apresentada, portanto, interpretação com base nas normas legais vigentes, que, ao nosso ver, não merecem nenhuma alteração, para estabelecer os efeitos da falha informacional, no mercado de valores mobiliários, em dupla imputação, tanto à pessoa jurídica, como aos administradores.

Para tanto, o quinto capítulo será dividido em duas partes. Na primeira parte, fixaremos alguns pressupostos teóricos relativos à noção de pessoa jurídica. Na segunda parte, analisaremos os critérios para imputação do dever de informar à companhia aberta e aos seus administradores, para, em seguida, apresentarmos a nossa conclusão sobre a dupla imputação do dever de indenizar danos informacionais no mercado de valores mobiliários tanto à companhia aberta, como a determinados administradores.

5.1.1. Pressupostos teóricos

5.1.1.1. Análise histórico-dogmática da noção de pessoa jurídica

Embora a personificação de realidades “inumanas” exista, na cultura jurídica continental, há séculos⁹⁶², as facetas e as delimitações do complexo conceito de “pessoa jurídica” ainda ensejam perplexidade. Não sem razão, percebe-se a renúncia à procura de substrato material uno a toda e qualquer pessoa jurídica, considerando a amplitude do conceito de “pessoa jurídica” para abarcar tipos tão diversos⁹⁶³. De todo modo, é imprescindível⁹⁶⁴ analisar as principais teorias da pessoa

⁹⁶² GONÇALVES, Diogo Costa. Pessoa coletiva e sociedades comerciais. Coimbra: Almedina, 2016, p. 33; CORDEIRO, António Menezes. O levantamento da personalidade colectiva. Coimbra: Almedina, 2000, pp. 23 e ss.

⁹⁶³ GONÇALVES, Diogo Costa. Pessoa coletiva e sociedades comerciais. Coimbra: Almedina, 2016, p. 36.

⁹⁶⁴ SCHMIDT, Karsten. Gesellschaftsrecht. Köln: Carl Heymanns, 1986, pp. 143-144.

jurídica, bem como sua influência no direito posto, para que se possa tratar o tema deste estudo. Alerta-se, de antemão, que não se tem a pretensão de aprofundar o estudo sobre a natureza das pessoas jurídicas, mas tão somente o intento de identificar as consequências da influência de uma ou outra teoria da pessoa jurídica no direito posto. A análise histórica sobre o desenvolvimento da noção de pessoa jurídica permitirá delimitar os contornos da imputação de situações jurídicas às sociedades anônimas ou seus administradores.

Conquanto o conceito de “pessoa jurídica” seja precedente⁹⁶⁵, foi somente com a obra de Savigny que houve verdadeira sistematização da teoria da pessoa jurídica. Tendo sido reconhecido como o expoente da teoria da ficção, Savigny qualificou a pessoa jurídica como sujeito de direito que não é ser humano, mas que é reconhecido juridicamente como pessoa por meio de “mera ficção” (“*bloße Fiktion*”) ⁹⁶⁶. No entanto, como apontam estudos mais recentes⁹⁶⁷, quando Savigny afirmava que a pessoa jurídica seria “pura ficção”, o pensador não visava a indicar que seria uma artificialidade desprovida de conteúdo real, mas apenas a sustentar que a personalidade e a capacidade da pessoa jurídica seriam diversas daquelas “naturais” da pessoa física⁹⁶⁸. Posteriormente, diversos autores inspirados por Savigny defenderam que a pessoa jurídica seria ficção jurídica, desprovida de uma “real” personalidade e de vontade própria, eis que somente o ser humano seria apto a dispor de personalidade e de vontade⁹⁶⁹. Esse pensamento se explica pela influência do direito romano, do direito canônico e do contexto filosófico, verificada à época na pandectística alemã do século XIX. Sob influência da filosofia kantiana, a substância da pessoa jurídica, no plano do ser, é tida como incognoscível, importando apenas a ficção jurídica, no plano do dever ser⁹⁷⁰. Assim, para a teoria da ficção, a pessoa jurídica teria sua existência meramente

⁹⁶⁵ Como bem documentado e descrito pelo próprio jurista alemão, cf. SAVIGNY, Friedrich Carl von. System des heutigen Römischen Rechts. Vol. 2. Berlin: Veit, 1840, pp. 246-274.

⁹⁶⁶ SAVIGNY, Friedrich Carl von. System des heutigen Römischen Rechts. Vol. 2. Berlin: Veit, 1840, p. 236.

⁹⁶⁷ FLUME, Werner. Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts: Die juristische Person. Vol. 1. Parte 2. Berlin: Springer, 1983, pp. 3-11; SCHMIDT, Karsten. Gesellschaftsrecht. Köln: Carl Heymanns, 1986, pp. 145, 147-148.

⁹⁶⁸ SAVIGNY, Friedrich Carl von. System des heutigen Römischen Rechts. Vol. 2. Berlin: Veit, 1840, pp. 1-3; SCHMIDT, Karsten. Gesellschaftsrecht. Köln: Carl Heymanns, 1986, p. 147.

⁹⁶⁹ Foram sucessores de Savigny, que desenvolveram o que ficou conhecido como teoria da ficção, entre outros, Georg Friedrich Puchtas, Ernst Immanuel Bekker, Bernhard Windscheid, Eduard Otto Hölder, cf. JOHN, Uwe. Die organisierte Rechtsperson. Berlin: Duncker & Humblot, 1977, pp. 27-31, 39. Lista dos clássicos partidários da teoria da ficção pode ser encontrada em GIERKE, Otto von. Die Genossenschaftstheorie und die Deutsche Rechtsprechung. Berlin: Weidmannsche Buchhandlung, 1887, p. 8, nota de rodapé n. 1.

⁹⁷⁰ GONÇALVES, Diogo Costa. Pessoa coletiva e sociedades comerciais. Coimbra: Almedina, 2016, pp. 250-258.

fictícia, pois somente seres humanos poderiam ter autonomia moral e ser responsabilizados perante Deus⁹⁷¹.

A teoria da ficção, de um lado, não afastava a possibilidade de a pessoa jurídica adquirir e exercer direitos. Tal como ocorre com os incapazes, seria possível expressar a “vontade” das pessoas jurídicas por meio da constituição artificial da representação (“*Vertretung*”)⁹⁷². De outro lado, a teoria da ficção afastava a responsabilidade penal ou civil das pessoas jurídicas⁹⁷³, pois a sua personalidade somente existiria para atingir os fins ou funções para os quais aquelas pessoas foram concebidas⁹⁷⁴. Se somente seria possível constituir a ficção da pessoa jurídica para atingir determinados fins lícitos, qualquer ato por seus administradores contrários ao Direito não poderia ser imputado à pessoa jurídica.

À teoria da ficção contrapuseram-se as teorias da realidade⁹⁷⁵, segundo as quais a pessoa jurídica é uma realidade dentro da sociedade: conseqüentemente, a pessoa jurídica teria um substrato ontológico⁹⁷⁶. Assim, a existência desse organismo vivo, na comunidade humana, seria independente de reconhecimento jurídico⁹⁷⁷. Entre as subespécies teóricas, destacou-se a teoria do realismo orgânico ou teoria orgânica, capitaneada por Gierke⁹⁷⁸, para quem as associações ou sociedades (*Verband*⁹⁷⁹) teriam vontade própria, que não se resumiria àquela da soma de seus

⁹⁷¹ RAISER, Thomas. “Der Begriff der juristischen Person. Eine Neubesinnung”, *Archiv für die civilistische Praxis*, 1999, H. 1/2 (1999), p. 111.

⁹⁷² SAVIGNY, Friedrich Carl von. *System des heutigen Römischen Rechts*. Vol. 2. Berlin: Veit, 1840, pp. 282-7283.

⁹⁷³ SAVIGNY, Friedrich Carl von. *System des heutigen Römischen Rechts*. Vol. 2. Berlin: Veit, 1840, pp. 310-323, em especial p. 317.

⁹⁷⁴ Há quem aproxime a teoria da ficção à teoria contratualista das sociedades anônimas, que não vê autonomia do interesse social em relação ao interesse comum dos sócios enquanto sócios, cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, pp. 286-289.

⁹⁷⁵ Além do chamado realismo orgânico, que foi adotado no Direito Brasileiro, enquadram-se na categoria das teorias da realidade a teoria da pessoa jurídica como patrimônio finalístico (*Theorie des Zwecksvermögens*) e da pessoa jurídica reconduzida à noção de empresa, cf. GONÇALVES, Diogo Costa. *Pessoa coletiva e sociedades comerciais*. Coimbra: Almedina, 2016, p. 279.

⁹⁷⁶ GONÇALVES, Diogo Costa. *Pessoa coletiva e sociedades comerciais*. Coimbra: Almedina, 2016, p. 279.

⁹⁷⁷ GIERKE, Otto von. *Die Genossenschaftstheorie und die Deutsche Rechtsprechung*. Berlin: Weidmannsche Buchhandlung, 1887, pp. 114 e ss.

⁹⁷⁸ GIERKE, Otto von. *Die Genossenschaftstheorie und die Deutsche Rechtsprechung*. Berlin: Weidmannsche Buchhandlung, 1887, pp. 603-630; GIERKE, Otto von. *Das Wesen der menschlichen Verbände*. Berlin: Gustav Schade, 1902, pp. 1-32, em especial, p. 13.

⁹⁷⁹ Como esclarece Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França em tradução de trecho da obra de Herbert Wiedemann: “A palavra *Verband* também tem sentido plurívoco em alemão. Em sentido estrito, designa as associações que perseguem fins políticos e exercem influência social (associações de categorias profissionais ou econômicas). Em sentido lato, abrange as associações propriamente ditas e as sociedades, como esclarece Wiedemann (*Direito Societário I – Fundamentos*, p. 4). Por vezes, traduzimo-la também como “organização societária”, a indicar em um só termo tanto as associações como as sociedades”, cf. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. “Excerto do ‘Direito

indivíduos. Esse organismo vivo teria seus atos determinados por seus órgãos, os quais poderiam revelar externamente a vontade das associações ou sociedades⁹⁸⁰.

Para a teoria realista orgânica, a personalidade jurídica atua na faceta tanto interna quanto externa das pessoas jurídicas, pois constitui a organização interna dos órgãos sociais, ao mesmo tempo que reconhece a vinculação da pessoa jurídica perante terceiros por meio dos órgãos sociais. Consequentemente, para a teoria orgânica, os membros dos órgãos não são meros representantes ou mandatários, mas detentores de funções orgânicas para atendimento dos interesses da pessoa jurídica. A esse respeito, Gierke ressalta a importância da determinação legal dos efeitos da personalidade jurídica, especialmente na faceta externa, haja vista que os membros dos órgãos são também pessoas físicas com vontade e capacidade jurídica individual⁹⁸¹.

Além disso, a teoria realista orgânica reconhece a “capacidade delitual” da pessoa jurídica. Se os atos ilícitos são cometidos pelos membros dos órgãos sociais dentro das dimensões da atuação da pessoa jurídica (*Lebensgebiet des Gemeinwesens*), devem ser a esta imputados⁹⁸². Assim, conclui Gierke:

“Na verdade, o ordenamento jurídico, ao definir as dimensões de atuação da pessoa jurídica, deixa o modo de atuação nesta dimensão ao livre arbítrio. Ele [*ordenamento jurídico*] já limita o poder jurídico: mas aqui, como em toda parte, deve, uma vez que se aplica o livre arbítrio, conferir um poder que vai muito além do que é legalmente permitido. Se se determina um propósito comum [*às pessoas jurídicas*], deve-se deixar aberta a possibilidade de servi-lo com livre dedicação, assim como de falhar ou persegui-lo por meios ilícitos; **não se pode impor deveres à pessoa jurídica nem ao indivíduo sem possibilidade de descumprimento, tampouco conceder direitos sem possibilidade de abuso. Assim, toda constituição de uma esfera de atuação da pessoa jurídica também abre desde o início uma possibilidade de ilícitos, que a pessoa jurídica pode cometer sem exceder os limites além dos quais não é mais considerada pelo Direito a sua personalidade jurídica.** Em especial, no entanto, essa área varia dependendo do grau e tipo de normas que limitam a atuação da pessoa jurídica”⁹⁸³ (grifo nosso)

Societário I – Fundamentos’, de Herbert Wiedemann”, (in) Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 627, nota de rodapé n. IX.

⁹⁸⁰ GIERKE, Otto von. Die Genossenschaftstheorie und die Deutsche Rechtsprechung. Berlin: Weidmannsche Buchhandlung, 1887, pp. 608 e ss.

⁹⁸¹ “Tudo o que surge do contexto orgânico de um organismo social aparece apenas na medida em que corresponde àquela regulamentação estatutária como vontade e ação do organismo social no sentido jurídico”, cf. GIERKE, Otto von. Die Genossenschaftstheorie und die Deutsche Rechtsprechung. Berlin: Weidmannsche Buchhandlung, 1887, pp. 613-614 (tradução da candidata).

⁹⁸² GIERKE, Otto von. Die Genossenschaftstheorie und die Deutsche Rechtsprechung. Berlin: Weidmannsche Buchhandlung, 1887, pp. 755-756.

⁹⁸³ GIERKE, Otto von. Die Genossenschaftstheorie und die Deutsche Rechtsprechung. Berlin: Weidmannsche Buchhandlung, 1887, pp. 755-756 (tradução da candidata).

A teoria orgânica representou uma mudança significativa e determinante no modo de conceber as pessoas jurídicas. Estava aberto o caminho para a percepção de que tanto a capacidade das pessoas físicas, quanto a personalidade das pessoas jurídicas são criações do Direito⁹⁸⁴. Ainda que os requisitos de uma e outra sejam diversas, tornou-se indiscutível o reconhecimento tanto da separação patrimonial, como da autonomia da pessoa jurídica, na condição de centro de imputação de posições jurídicas⁹⁸⁵.

Tendo influenciado diversos sistemas jurídicos, a teoria orgânica é considerada como “*doutrina oficial no espaço jurídico continental*”⁹⁸⁶, ainda que tenha sofrido certas críticas e aprimoramentos ao longo do tempo⁹⁸⁷. Promovendo um aperfeiçoamento da teoria orgânica “original”, a concepção normativista ou analítica da personalidade jurídica visou a retirar o enfoque na qualificação da pessoa jurídica como substrato de realidade. Buscou-se, no lugar, atribuir maior relevância à imputação de normas e de situações jurídicas, bem como à capacidade de autodeterminação finalística das pessoas jurídicas, por meio das suas relações⁹⁸⁸. Sob essa perspectiva, a pessoa jurídica não teria propriamente vontade, mas interesses, os quais devem ser “presentados” por meio de seus órgãos⁹⁸⁹.

Em especial, destaca-se a concepção de “órgão social” – que, originalmente, tinha relação com a pessoa ou com o grupo de pessoas responsáveis por formar e por expressar a vontade social –, que passou a designar o centro de imputação de poderes funcionais dentro da pessoa jurídica⁹⁹⁰. Em outras palavras, órgão social passou a ser tido como um cargo ou como uma função

⁹⁸⁴ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo I. 2. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954, §75, p. 280.

⁹⁸⁵ NASS, Gustav. Person, Persönlichkeit und juristische Person. Berlin: Duncker & Humblot, 1964, pp. 87-88.

⁹⁸⁶ GONÇALVES, Diogo Costa. Pessoa coletiva e sociedades comerciais. Coimbra: Almedina, 2016, p. 296.

⁹⁸⁷ Veja, por exemplo, as teorias da pessoa jurídica como patrimônio, organização, empresa, e, posteriormente, as teorias associadas ao chamado “realismo jurídico”, cf. CORDEIRO, António Menezes. Direito das Sociedades. Vol. I. 3. Ed. Coimbra: Almedina, 2011, pp. 304-321.

⁹⁸⁸ NASS, Gustav. Person, Persönlichkeit und juristische Person. Berlin: Duncker & Humblot, 1964, pp. 87-89. Sob a perspectiva da teoria tridimensional do direito, Miguel Reale sustentou a mesma qualificação das pessoas jurídicas, cf. REALE, Miguel. Lições Preliminares de Direito. Coimbra: Almedina, 1982, p. 234.

⁹⁸⁹ COMPARATO, Fábio Konder. Essai d'analyse dualiste de l'obligation en droit privé. Paris: Dalloz, 1964, p. 203.

⁹⁹⁰ FIORENTINO, Adriano. Gli organi delle società di capitali. Napoli: Eugenio Jovene, 1950, p. 3.

permanentes, que determinadas pessoas físicas ocupam, de forma transitória, para formação e para expressão dos interesses da pessoa jurídica⁹⁹¹.

Como se verá a seguir, a personificação⁹⁹² das sociedades anônimas abrange, em verdade, múltiplas facetas, com consequências jurídicas diversas. Cabe analisar os principais elementos característicos das pessoas jurídicas, que justificam o regime legal de responsabilidade civil a elas imposto. A análise dos elementos essenciais das sociedades anônimas, na condição de pessoas jurídicas, será a premissa para a proposição de critérios para imputação de ilícitos (5.1.2.1, abaixo) e do dever de indenizar terceiros às sociedades anônimas (5.1.2.2, abaixo).

5.1.1.2. Elementos essenciais das sociedades anônimas

Como elementos essenciais que caracterizariam as pessoas jurídicas, podem-se elencar: (i) a capacidade de organização finalística, (ii) a imputação de situações jurídicas, (iii) a separação patrimonial para desenvolvimento da sua atividade-fim e para garantia prioritária dos seus credores⁹⁹³, bem como (iv) a responsabilidade pelos atos e pelas decisões tomados no âmbito da respectiva organização⁹⁹⁴. Conquanto a identificação da pessoa jurídica conviva com a ausência, ou com a menor intensidade, de alguns desses elementos⁹⁹⁵, a sociedade anônima invariavelmente caracteriza-se pela configuração dos quatro elementos indicados. Veja-se, adiante, a caracterização de cada um desses elementos.

⁹⁹¹ CORREIA, Luís Brito. Os administradores de Sociedades Anónimas. Coimbra: Almedina, 1993, p. 203; COMPARATO, Fábio Konder. Essai d'analyse dualiste de l'obligation en droit privé. Paris: Dalloz, 1964, p. 203.

⁹⁹² Personalidade assim concebida como a capacidade de ser sujeito de direitos, pretensões, ações e exceções, bem como sujeito passivo de deveres, obrigações, ações e exceções, cf. PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo I. 2. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954, §§47, 48, pp. 154-155.

⁹⁹³ HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. "The Essential Role of Organizational Law", The Yale Law Journal, vol. 110, n. 3, Dez/2000, p. 393.

⁹⁹⁴ JOHN, Uwe. Die organisierte Rechtsperson. Berlin: Duncker & Humblot, 1977, pp. 72-94. De forma similar, vide também GONÇALVES, Diogo Costa. Pessoa coletiva e sociedades comerciais. Coimbra: Almedina, 2016, pp. 43-49.

⁹⁹⁵ GONÇALVES, Diogo Costa. Pessoa coletiva e sociedades comerciais. Coimbra: Almedina, 2016, p. 986.

5.1.1.2.1. Organização finalística

A capacidade de organização finalística da sociedade anônima permite a determinação de como se deverá agir e de quem deverá agir, para atender ao interesse social. Por meio de estrutura orgânica, funções são atribuídas a diferentes órgãos sociais para realizar a administração interna e externa da companhia. A diferenciação entre a administração interna e externa está localizada nos diferentes feixes de relações jurídicas constituídas entre a companhia e seus membros e entre a companhia e terceiros⁹⁹⁶, bem como nas distintas ordens de interesses tuteladas pelo ordenamento jurídico – respectivamente, o interesse social e o interesse de terceiros⁹⁹⁷.

Na faceta interna, encontram-se os feixes de relações jurídicas entre os membros de órgãos sociais, entre os órgãos sociais, bem como entre membros, órgãos sociais e a pessoa jurídica, tendo por finalidade a determinação *in concreto* de como a pessoa jurídica agirá para atingir seu propósito. No âmbito das sociedades anônimas, essas relações internas estão fundamentadas em normas legais e estatutárias, que definem estrutura hierárquica entre os órgãos sociais⁹⁹⁸. A lei imputa competências, poderes e deveres ora aos órgãos sociais e ora aos seus membros, definindo quando o membro do órgão pode agir individualmente e quando a função orgânica depende de deliberação colegiada. Ainda que determinadas decisões da companhia dependam de deliberação colegiada, cada membro do órgão social competente terá seus próprios deveres e responsabilidades. Por meio da organização finalística, serão diferenciadas, ainda, as funções atinentes à gestão social e aquelas correspondentes à representação da companhia perante terceiros. Embora nem todos os administradores exerçam funções executivas, todos os administradores participam da gestão social.

Com base nesses feixes de relações jurídicas, os deveres e as obrigações da companhia aberta devem ser cumpridos. A deliberação colegiada de um órgão social pode determinar a realização por outro órgão social de atos ou negócios jurídicos com terceiros. Eventual ilegalidade determinada por órgão superior somente surtirá efeitos à companhia nas suas relações com

⁹⁹⁶ PESCATORE, Salvatore. *Attività e comunione nelle strutture societarie*. Milano: Giuffrè, 1974, p. 272.

⁹⁹⁷ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas”, RDM n. 42, abril-junho/1981, pp. 69-70.

⁹⁹⁸ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “Estrutura da Companhia”, (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (org.). *Direito das Companhias*. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 564.

terceiros⁹⁹⁹, se a diretoria der cumprimento à ordem ilegal, descumprindo, portanto, com os próprios deveres legais¹⁰⁰⁰.

Os atos dos membros dos órgãos sociais servirão sempre para dupla finalidade. De um lado, os membros dos órgãos sociais agem para cumprir com deveres próprios impostos pela lei ou pelo estatuto social para cumprimento da sua função na organização da sociedade anônima (*i.e.* deveres de diligência, de lealdade, de informar). De outro lado, os membros dos órgãos sociais agem para exercer direitos e poderes, para cumprir deveres e para proteger interesses exclusivos da sociedade anônima. Portanto, são os direitos, os deveres, os poderes e os interesses da sociedade anônima que delimitam os deveres e poderes dos membros dos órgãos sociais. Esse dualismo explica a imposição legal ou regulamentar, em certos casos, de idênticos deveres de informar específicos aos administradores e à companhia aberta¹⁰⁰¹. Para que, no mercado de valores mobiliários, a companhia possa cumprir com seus deveres informacionais nada mais eficiente que imputar dever próprio também ao administrador no exercício da sua função orgânica.

Na faceta externa, encontram-se os feixes de relações jurídicas contratuais ou extracontratuais da sociedade com terceiros. Consideram-se, portanto, como “terceiros” todos aqueles que não estejam atuando como órgãos, ou membros de órgãos, da sociedade. Consequentemente, um indivíduo que seja membro de órgão social pode vir a ser qualificado como “terceiro” em relações extrassocietárias com a sociedade anônima, como, por exemplo, quando celebra contrato de empréstimo com a sociedade. Embora esses feixes de relações jurídicas visem vincular apenas a companhia a terceiros, pela sua atuação como órgão social da companhia, em determinadas hipóteses, os administradores da companhia podem vir a responder diretamente perante terceiros.

A representação das companhias não é exclusivamente orgânica¹⁰⁰², abarcando também a representação convencional por meio de empregados, mandatários e prepostos. Os atos e negócios

⁹⁹⁹ WALD, Arnoldo. “Da irresponsabilidade da sociedade anônima por decisões nulas ou abusivas da assembleia geral”, RDM n. 12, 1973, pp. 11-18 (ressaltando que deliberações da assembleia geral não tem capacidade de vincular a companhia perante terceiros).

¹⁰⁰⁰ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Invalidez das deliberações de Assembleia das S/A. São Paulo: Malheiros, 1999, pp. 61-64.

¹⁰⁰¹ Vide, por exemplo, art. 157, §§4º e 5º, Lei n. 6.404/76; Art. 22§1º, I, Lei n. 6.385/76; Arts. 1º, 2º, §2º, 14, 33, X, 46, 49, 50, Resolução CVM 80/22.

¹⁰⁰² LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “Estrutura da Companhia”, (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (org.). Direito das Companhias. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 564.

jurídicos realizados por esses agentes no exercício das suas funções podem surtir efeitos perante a companhia. Da mesma forma, por meio desses agentes, informações podem ser produzidas, ou mesmo disponibilizadas, às companhias para posterior divulgação ao mercado. Em virtude disso, é essencial a coordenação entre aqueles agentes e os administradores da companhia. Assim, tanto o cumprimento quanto o descumprimento de deveres de informar das companhias abertas necessariamente dependem de ações de administradores, de prepostos ou de empregados, que efetivamente fazem a companhia produzir informações, tomar conhecimento e agir frente a terceiros¹⁰⁰³.

Em síntese, será por meio da capacidade de organização finalística que a companhia pode atuar, por meio dos seus órgãos sociais, em prol do seu interesse social. As normas legais e estatutárias para definição e para delimitação dos poderes e das competências dos órgãos sociais e de seus membros estabelecem os critérios para atuação interna e externa no interesse da companhia¹⁰⁰⁴.

5.1.1.2.2. Imputação de situações jurídicas

A análise de como a capacidade de organização finalística permite às companhias se relacionarem com terceiros leva-nos ao segundo elemento essencial das sociedades anônimas: imputação de situações jurídicas¹⁰⁰⁵. A imputação de situações jurídicas às sociedades anônimas é consequência do princípio da separação entre sociedade e seus membros¹⁰⁰⁶, expressamente reconhecido no art. 49-A do Código Civil¹⁰⁰⁷.

“Imputação” consiste em atribuir determinada situação jurídica a sujeito de direito e, conseqüentemente, atribuir os efeitos decorrentes da mesma situação jurídica. A imputação é, portanto, uma técnica jurídica, por meio da qual a *hipótese da norma* é atribuída a um *destinatário*, a fim de que as *conseqüências jurídicas* previstas naquela norma recaiam sobre o próprio

¹⁰⁰³ KLEINDIEK, Detlef. *Deliktshaftung und juristische Person*. Tübingen: Mohr Siebeck, 1997, p. 130.

¹⁰⁰⁴ HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. “The Essential Role of Organizational Law”, *The Yale Law Journal*, vol. 110, n. 3, Dez/2000, p. 392.

¹⁰⁰⁵ GONÇALVES, Diogo Costa. *Pessoa coletiva e sociedades comerciais*. Coimbra: Almedina, 2016, p. 987.

¹⁰⁰⁶ PARGENDLER, Mariana. “Veil peeking: The Corporation as a nexus for regulation”, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 169, 2021, p. 720.

¹⁰⁰⁷ Art. 49-A. A pessoa jurídica não se confunde com os seus sócios, associados, instituidores ou administradores.

destinatário¹⁰⁰⁸. O critério de atribuição da situação jurídica ao destinatário, previsto em outra norma jurídica, pode decorrer da vontade do sujeito de direito que agiu em determinado sentido. Mas não só. A imputação jurídica de situação de fato pode ser feita a quem não agiu – mas que, por outro critério jurídico, passa a ser reconhecido como destinatário da norma. Como anota Reinhard Bork, nesse caso, nem o sujeito que realiza o ato, nem o destinatário da norma, individualmente, preenchem todos os elementos da hipótese da norma; porém, em conjunto, ambos podem vir a preencher todos esses requisitos¹⁰⁰⁹.

“Imputação” distingue-se de “imputabilidade”: a primeira seria a atribuição do ato a alguém, ao passo que a imputabilidade seria a possibilidade jurídica de a alguém ser atribuída a responsabilidade pelo ato¹⁰¹⁰. A imputação *in abstracto* decorre da capacidade jurídica¹⁰¹¹. A imputação *in concreto* depende de determinados requisitos legais próprios para relacionar uma situação concreta e os efeitos jurídicos previstos pelo ordenamento jurídico a sujeito de direito¹⁰¹². A imputação da situação jurídica também se distingue da titularidade da posição jurídica. A imputação atribui a situação jurídica a um sujeito, ao passo que a titularidade da posição jurídica é a consequência da aplicação da norma¹⁰¹³. Assim, se a norma jurídica prevê que a consequência jurídica depende da ocorrência de determinada hipótese de fato, a imputação jurídica é a atribuição da hipótese fática ao destinatário da norma, ao passo que a titularidade da posição jurídica é a consequência jurídica da norma imputada ao sujeito de direito¹⁰¹⁴. Por exemplo, a norma que prevê a responsabilidade civil por ato ilícito (art. 927, CC), estabelece, como hipótese fática, a realização de ato ilícito e, como consequência jurídica, o surgimento do dever de indenizar, se o ilícito causar

¹⁰⁰⁸ BORK, REINHARD. "Zurechnung im Konzern", Zeitschrift für Unternehmens-und Gesellschaftsrecht, vol. 23, n. 2, 1994, p. 238.

¹⁰⁰⁹ BORK, REINHARD. "Zurechnung im Konzern", Zeitschrift für Unternehmens-und Gesellschaftsrecht, vol. 23, n. 2, 1994, p. 239.

¹⁰¹⁰ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo LIII. Rio de Janeiro: Borsoi, 1966, §5.498, p. 21. Sobre a noção de imputação na responsabilidade civil, vide MARTINS-COSTA, Judith; GIANNOTTI, Luca. “A culpa no Direito das Obrigações: notas para uma história de conceitos jurídicos fundamentais”. (in) PIRES, Fernanda Ivo (org.). Da estrutura à função da responsabilidade civil: uma homenagem do Instituto Brasileiro de Responsabilidade Civil (IBERC) ao Professor Renan Lotufo. Indaiatuba: Foco, 2021, pp. 170, nota de rodapé n. 47, 171-175.

¹⁰¹¹ GIANNINI, Massimo Severo. Diritto Amministrativo. Vol. I. Milano: Guffrè, 1970, p. 122.

¹⁰¹² Sobre a teoria *ultra vires societatis* no direito brasileiro, vide PATELLA, Laura; FERREIRA, Mariana Martins-Costa. “O regime de excesso de poderes dos administradores de sociedades personificadas no Código Civil”. (in) BARBOSA, Henrique; SILVA, Jorge Cesa Ferreira da (coord.). A Evolução do Direito Empresarial e Obrigacional - 18 anos do Código Civil (Societário & Direito de Empresa). Vol. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 611-642.

¹⁰¹³ FALZEA, Angelo. Il soggetto nel sistema dei fenomeni giuridici. Milano: Giuffrè, 1939, pp. 180-185.

¹⁰¹⁴ KLEINDIEK, Detlef. Deliktshaftung und juristische Person. Tübingen: Mohr Siebeck, 1997, pp. 185-188.

dano a outrem. Consequentemente, é preciso imputar a alguém o ilícito (imputação de situação jurídica), para que esse sujeito de direito se torne o titular da posição passiva na relação de reparação (titularidade da posição jurídica).

Como o exercício da capacidade jurídica da sociedade é feito pelos membros dos seus órgãos sociais¹⁰¹⁵, a imputação jurídica serve para atribuir o ato realizado pelos membros do órgão social à sociedade¹⁰¹⁶. Há imputação *jurídica* do ato realizado pelo administrador à sociedade, mas a imputação *psíquica* permanece do administrador, pois é deste a autoria do ato material. O membro do órgão que realiza atos pessoais pode não os imputar à pessoa jurídica. No entanto, como ressalta Massimo Severo Giannini, o direito positivo, para garantir a segurança jurídica, quase sempre imputa à pessoa jurídica o risco do comportamento ilícito do membro do órgão social, levando a uma “corresponsabilidade” da pessoa jurídica e do membro do órgão social¹⁰¹⁷. A imputação de situações jurídicas pelos membros de órgãos sociais à pessoa jurídica é muito mais ampla do que a imputação do mandatário ao mandante. A esse respeito, Massimo Severo Giannini¹⁰¹⁸ observa que o órgão imputa à pessoa jurídica não apenas o ato jurídico, mas também estado subjetivo, estado mental e intencional, o erro de fato, a culpa ou o dolo, a boa-fé, o comportamento e os ilícitos civis e administrativos.

Nessa toada, ao afirmar que o órgão *é* a pessoa jurídica ou que a vontade do órgão *é* a vontade da pessoa jurídica, a teoria orgânica não se opõe à alteridade entre pessoa jurídica e membros dos órgãos sociais¹⁰¹⁹. Evidentemente, ao atuar na função orgânica, a pessoa física que atua como administrador não perde sua personalidade jurídica própria¹⁰²⁰. É imperioso, de modo distinto, reconhecer que, mesmo quando o administrador atua como órgão social da companhia, seus atos não são absolutamente segregados da própria esfera jurídica pessoal. O exercício de direitos e o cumprimento de deveres da sociedade anônima somente podem ser lícitamente realizados, se cumpridos deveres imputados aos membros dos órgãos sociais. Há que se diferenciar

¹⁰¹⁵ FALZEA, Angelo. Il soggetto nel sistema dei fenomeni giuridici. Milano: Giuffrè, 1939, p. 171.

¹⁰¹⁶ FALZEA, Angelo. Il soggetto nel sistema dei fenomeni giuridici. Milano: Giuffrè, 1939, p. 166.

¹⁰¹⁷ GIANNINI, Massimo Severo. Diritto Amministrativo. Vol. I. Milano: Guffrè, 1970, p. 145.

¹⁰¹⁸ GIANNINI, Massimo Severo. Diritto Amministrativo. Vol. I. Milano: Guffrè, 1970, p. 143.

¹⁰¹⁹ GIERKE, Otto von. Die Genossenschaftstheorie und die Deutsche Rechtsprechung. Berlin: Weidmannsche Buchhandlung, 1887, pp. 768-769 e ss. Em sentido contrário, vide MINERVINI, Gustavo. “Note in tema di responsabilità degli amministratori di società per azioni - artt. 2394 e 2395 Cod. Civ”, Rivista Del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni, 5-6, 1954, pp. 8-9 (versão digital).

¹⁰²⁰ CORREIA, Luís Brito. Os administradores de Sociedades Anónimas. Coimbra: Almedina, 1993, pp. 214-216, 293-294.

três hipóteses: quando o dever descumprido é imputado apenas à pessoa jurídica; quando o dever descumprido é imputado ao administrador; e quando tanto a companhia como o administrador têm deveres a ser cumpridos pela atuação do administrador¹⁰²¹.

A “irresponsabilidade” do administrador por eventuais danos causados a acionistas ou terceiros não significa que o ato causador do dano em si não foi realizado pelo administrador. A decisão, o voto, a declaração, o contrato e todo e qualquer ato jurídico realizado no âmbito da função orgânica serão também imputáveis ao administrador, ainda que eventual dever de indenizar por eventuais danos causados a terceiros não seja imputável ao administrador. Daí a importância de distinguir, de um lado, a responsabilidade civil exclusiva do administrador perante a sociedade (responsabilidade interna) e, de outro lado, a responsabilidade civil do administrador perante acionistas e terceiros (responsabilidade externa). Não se trata de imputar determinado ato ou situação jurídica exclusivamente à companhia ou ao administrador, mas de determinar se essa atribuição é restrita à relação interna do administrador com a companhia, ou se a mesma atribuição é aplicável também à relação do administrador com acionistas e terceiros¹⁰²².

Ilustrativa é a diferenciação entre, de um lado, a imputação jurídica do voto e, de outro, a imputação jurídica da deliberação social. Com efeito, se o voto é imputado apenas ao membro do órgão social, a deliberação social é imputada à sociedade¹⁰²³, muito embora a deliberação social nada mais seja do que a consequência jurídica da maioria dos votos proferidos pelos membros do órgão. O órgão social não é sujeito de direito, motivo pelo qual o voto é ato jurídico imputado ao membro do órgão social e a deliberação social tomada pelo órgão social é imputada à companhia¹⁰²⁴.

¹⁰²¹ KLEINDIEK, Detlef. *Deliktshaftung und juristische Person*. Tübingen: Mohr Siebeck, 1997, pp. 374, 391-392; BRÜGGEMEIER, Gert. “Organisationshaftung: Deliktsrechtliche Aspekte innerorganisatorischer Funktionsdifferenzierung”, *Archiv für die civilistische Praxis*, 1991, Band 191, Heft 1/2 (1991), pp. 63-67.

¹⁰²² ANGELICI, Carlo. “Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità”, *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*, Anno CVIII (2010), Parte I, pp. 55 e ss. (tratando sobre a responsabilidade dos administradores somente perante a companhia ou também perante acionistas e terceiros por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários).

¹⁰²³ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidez das deliberações de Assembleia das S/A*. São Paulo: Malheiros, 1999, pp. 44-45.

¹⁰²⁴ CORREIA, Luís Brito. *Os administradores de Sociedades Anónimas*. Coimbra: Almedina, 1993, p. 216.

Dessa forma, a imputação de situações jurídicas serve tanto para atribuir regime legal ou regulatório específico e exclusivo às companhias, e não aos seus membros, como para imputar à companhia direitos e obrigações de natureza contratual.

5.1.1.2.3. Separação patrimonial

Considerando que a imputação de ato ilícito à companhia pode ter como consequência o surgimento do dever de indenizar eventuais danos causados¹⁰²⁵, a imputação de situações jurídicas tem relação direta com a separação patrimonial das pessoas jurídicas.

A separação patrimonial é considerada por muitos como o elemento definidor de toda e qualquer pessoa jurídica¹⁰²⁶, pois é a garantia a terceiros de que a pessoa jurídica poderá honrar com os deveres e com as obrigações assumidos por seus representantes. Assim, não basta à companhia apenas deter organização finalística capaz de representá-la, de modo a imputar-lhe situações jurídicas. É preciso que as consequências patrimoniais dessas situações jurídicas possam ser assumidas por patrimônio separado e constituído para o desenvolvimento do propósito da companhia. Nessa medida, a separação patrimonial é vista como proteção aos credores da companhia, pois, como regra geral, os credores pessoais dos acionistas ou dos administradores não poderão buscar o pagamento das dívidas junto à companhia. Dessa forma, a avaliação da companhia – seja para celebrar contratos com a companhia, seja para investir em valores mobiliários de sua emissão – passa a estar delimitada ao patrimônio social e a seus riscos.

Sob a perspectiva da responsabilidade civil, o patrimônio separado é a garantia aos terceiros de que a sociedade anônima, a quem é atribuída determinada situação jurídica, é capaz de indenizá-los pelos danos causados pela atuação da companhia por meio de seus administradores. No tráfego jurídico, essa é característica fundamental às companhias, pois os terceiros podem ter a certeza de que sua garantia de pagamento é o patrimônio social, e não o patrimônio dos administradores que atuam em nome da companhia.

¹⁰²⁵ COMPARATO, Fábio Konder. O poder de controle na sociedade anônima. 3. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983, pp. 264-265.

¹⁰²⁶ HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. “The Essential Role of Organizational Law”, The Yale Law Journal, vol. 110, n. 3, Dez/2000, p. 393.

5.1.1.2.4. Limitação de responsabilidade

Embora a limitação de responsabilidade não seja elemento essencial de todas as pessoas jurídicas, será fundamental, para as sociedades anônimas. A limitação de responsabilidade pode ser vista como a proteção dos credores dos acionistas ou dos administradores. Isso porque os credores da companhia, como regra geral, não poderão satisfazer seus créditos com o patrimônio dos acionistas ou dos administradores¹⁰²⁷.

Assim, se a separação patrimonial serve como garantia aos credores da companhia, que terão exclusividade sobre o patrimônio social, a limitação de responsabilidade é garantia aos credores de administradores e sócios. Isso porque os credores da sociedade não terão como garantia do cumprimento das obrigações da companhia o patrimônio dos administradores e sócios.

A separação patrimonial e a limitação de responsabilidade das sociedades anônimas indicam que, como regra geral, os atos e negócios jurídicos, com suas consequências no plano obrigacional e da responsabilidade civil, são imputados *ou* à sociedade anônima, *ou* aos seus acionistas, *ou* aos seus administradores. Nem sempre, porém, a regra geral se aplica, pois há diversas situações em que a própria lei atribui, expressamente, a consequência, no plano da responsabilidade civil, tanto à companhia como a seus administradores. Exemplo disso são os ilícitos ambientais¹⁰²⁸, concorrenciais¹⁰²⁹, de corrupção¹⁰³⁰, que são imputados aos administradores e à pessoa jurídica, a fim de outorgar aos lesados garantia mais robusta, já que recai sobre mais de um patrimônio.

¹⁰²⁷ HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. “The Essential Role of Organizational Law”, *The Yale Law Journal*, vol. 110, n. 3, Dez/2000, pp. 393-398; RAUTERBERG, Gabriel. “The essential roles of agency law”, *Michigan Law Review*, vol. 118, fev/2020, pp. 619-630.

¹⁰²⁸ Lei n. 9.605/1998, art. 3º “As pessoas jurídicas serão responsabilizadas administrativa, civil e penalmente conforme o disposto nesta Lei, nos casos em que a infração seja cometida por decisão de seu representante legal ou contratual, ou de seu órgão colegiado, no interesse ou benefício da sua entidade. Parágrafo único. A responsabilidade das pessoas jurídicas não exclui a das pessoas físicas, autoras, co-autoras ou partícipes do mesmo fato”.

¹⁰²⁹ Lei n. 12.529/2011, art. 32. “As diversas formas de infração da ordem econômica implicam a responsabilidade da empresa e a responsabilidade individual de seus dirigentes ou administradores, solidariamente”.

¹⁰³⁰ Lei n. 12.846/2013, “art. 3º A responsabilização da pessoa jurídica não exclui a responsabilidade individual de seus dirigentes ou administradores ou de qualquer pessoa natural, autora, coautora ou partícipe do ato ilícito. § 1º A pessoa jurídica será responsabilizada independentemente da responsabilização individual das pessoas naturais referidas no caput. § 2º Os dirigentes ou administradores somente serão responsabilizados por atos ilícitos na medida da sua culpabilidade”.

Estabelecidos os quatro elementos essenciais das sociedades anônimas, a seguir será analisada a imputação de responsabilidade civil por danos causados por falhas informacionais, a partir da determinação do autor da falha informacional e respectivo fator de imputação.

5.1.2. *Sujeitos passivos da relação de reparação*

Uma das principais controvérsias, na doutrina brasileira, sobre a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários consiste na determinação da parte responsável pelo dever de indenizar, caso demonstrados os pressupostos da responsabilidade civil. A responsabilidade civil surge quando o dever de informar é descumprido, causando danos a terceiros. Caso tenham sido causados danos a terceiros, surgirá nova obrigação *ex delicto* a quem o ilícito é imputado. Como visto acima (5.1.1.2.2), a imputação da situação jurídica, como regra geral, determina a titularidade da posição na relação jurídica constituída pela norma. Nesse sentido, há dois pontos nevrálgicos da controvérsia para analisar: a quem é imputado o ilícito (falha informacional); e a quem é imputado o dever de indenizar terceiros pelos danos causados pelo ilícito.

O objetivo desta primeira parte do capítulo (item 5.1.2.1) será o de enfrentar os argumentos trazidos pela doutrina brasileira, a fim de esclarecer o posicionamento adotado nesta tese de que a falha informacional pode ser imputada cumulativamente à companhia e aos seus administradores. A segunda parte do capítulo (item 5.1.2.2) buscará identificar os critérios para a imputação do dever de indenizar. Nessa parte, analisaremos o fator de imputação do dever de indenizar aplicável à responsabilidade civil por falha informacional, bem como os critérios para identificação dos agentes responsáveis, dentro da companhia, pela falha informacional. Cabe, portanto, determinar não apenas se a companhia responde perante terceiros, mas também quais administradores da companhia podem ser responsabilizados (perante terceiros) por levar a companhia a descumprir com seu dever de informar. Ademais, a colaboração de distintos sujeitos de direito para a causação do dano demanda, também, a definição do regime de responsabilidade dos múltiplos devedores frente aos credores lesados.

5.1.2.1. Imputação do ilícito

Para parte da doutrina brasileira¹⁰³¹, as falhas informacionais, no mercado de valores mobiliários, não poderiam ser imputadas às companhias abertas. Há três argumentos apresentados por essa parcela minoritária da doutrina para justificar seu entendimento.

O primeiro argumento para sustentar esse entendimento seria o de que a Lei n. 6.404/76 teria imputado exclusivamente aos administradores os denominados “atos irregulares de gestão”. Os chamados atos “irregulares” de gestão seriam tanto aqueles culposos ou dolosos realizados dentro das atribuições ou dos poderes dos administradores, como aqueles realizados em violação da lei ou do estatuto (art. 158, I e II, Lei n. 6.404/76). Sob essa perspectiva, a companhia não poderia ser responsabilizada pelo descumprimento de deveres de informar, pois, quando os administradores cometem ilícitos, não atuam como órgão social da companhia. Em outras palavras, quando os administradores descumprem deveres que a ordem jurídica lhes impõe, haveria um rompimento do vínculo orgânico estabelecido com a sociedade anônima¹⁰³². Há quem afirme, inclusive, que não seria possível atribuir a uma companhia o dever de reparação por dano causado por ato ilícito, já que o conceito de “ilícito” depende da conduta humana. Por serem um “ente inanimado”, as companhias somente poderiam manifestar-se no mundo real, por meio de seus administradores, mas supostamente somente estes e não aquelas poderiam realizar os atos irregulares ou ilícitos¹⁰³³.

¹⁰³¹ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 204-205; WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade societária: danos causados pelos administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 48-49; CANTIDIANO, Maria Lucia. “Não - A legislação brasileira permite que um acionista seja individualmente indenizado pela companhia”, *Capital Aberto*, 12 de março de 2017.

¹⁰³² EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 204-205; WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade societária: danos causados pelos administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 48. O entendimento de que a companhia não responderia pelos atos dos administradores realizados dentro das atribuições com culpa ou dolo e fora das atribuições em violação da lei ou do estatuto social foi defendido também por LACERDA, José Cândido Sampaio de. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva. 1978, p. 204. Para outros, os atos violadores da lei ou estatuto são interpretados como com excesso de poderes, o que tornaria os atos dos administradores e não mais da sociedade, cf. FERREIRA, Waldemar. *Instituições de Direito Comercial. O Estatuto da Sociedade Mercantil*, v. 1, t. 2. São Paulo: Max Limonad. 1957, p. 743; MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Artigo por Artigo. 4ª ed. Atual. Roberto Papini. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 595 (embora o autor em outra passagem (p. 590) tenha defendido que a violação do dever de informar pelo administrador poderia gerar responsabilidade civil da companhia também).

¹⁰³³ CANTIDIANO, Maria Lucia. “Não - A legislação brasileira permite que um acionista seja individualmente indenizado pela companhia”, *Capital Aberto*, 12 de março de 2017.

O segundo argumento favorável a esse entendimento seria o de que a Lei n. 6.404/76 teria atribuído apenas aos administradores o dever de divulgar de fatos relevantes (art. 157, §§4º e 5º, Lei n. 6.404/76) – portanto, à companhia não poderia ser imputada a responsabilidade pelo descumprimento de um dever próprio do administrador¹⁰³⁴.

Ainda, é sustentado por alguns autores que o sistema de responsabilidade societária da Lei n. 6.404/76 se restringe às ações de responsabilidade civil contra administradores e sociedade controladora (arts. 159 e 246, Lei n. 6.404/76). Segundo essa visão, o ordenamento jurídico brasileiro não preveria nenhuma medida reparatória que possa ser movida pelos acionistas contra a própria companhia¹⁰³⁵.

Diferentemente, para parte majoritária da doutrina brasileira, com a qual concordamos, à companhia aberta devem ser imputadas falhas informacionais e consequentemente o dever de indenizar por danos causados a terceiros pelos ilícitos¹⁰³⁶. O entendimento apresentado pela ampla maioria da doutrina está fundamentado em três principais argumentos.

¹⁰³⁴ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Vol. 2. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 215.

¹⁰³⁵ CANTIDIANO, Maria Lucia. “Não - A legislação brasileira permite que um acionista seja individualmente indenizado pela companhia”, Capital Aberto, 12 de março de 2017; EIZIRIK, Nelson. “A ‘Fraud-On-The-Market Theory’ pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro?”. (in) VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (org.). Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 99-101. As mesmas ideias posteriormente foram ampliadas na terceira edição dos comentários à Lei n. 6.404/76 do mesmo autor, cf. EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Vol. 2. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 215-216.

¹⁰³⁶ ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. “Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto”. (in) ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 227-255 (sustentando a responsabilidade da companhia aberta por falhas informacionais em prospecto); BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. “Arts. 19 & 20”. (in) CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 419-420 (afirmando que tanto companhia aberta quanto administradores são responsáveis por falhas informacionais em prospecto); MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Influência do patrimonialismo na sociedade anônima - Importância dos mecanismos privados de efetivação dos devedores do acionista controlador e dos administradores”, (in) VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. (Org.). Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 145; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. “A responsabilidade civil das companhias de mercado – A tutela coletiva dos investidores em sede arbitral”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 62-63 (a mesma ideia já havia sido defendida no artigo do mesmo autor LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. “A responsabilidade da sociedade por desinformação do acionista e a arbitragem”, Revista de Arbitragem e Mediação, vol. 50/2016, pp. 295-312); JUSTEN FILHO, Marçal. “Parecer sobre a responsabilidade direta da sociedade de economia mista por danos acarretados aos investidores”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 216-220; CARVALHOSA, Modesto. “Parecer Jurídico”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 30-33; WALD, Arnoldo. “A responsabilidade da companhia aberta pelos prejuízos decorrentes de omissão de fatos relevantes e da divulgação de demonstrações

Em primeiro lugar, o art. 158 da Lei n. 6.404/76 não exoneraria as companhias do dever de indenizar terceiros por ilícitos realizados pelos administradores no exercício das suas funções e dentro das suas atribuições orgânicas. O ilícito não desqualificaria o administrador como membro de órgão social, mas apenas ensejaria também a sua responsabilidade civil perante a companhia, acionistas e terceiros lesados. Como a falha informacional é ilícito realizado no âmbito das atribuições legais e estatutárias dos administradores, não haveria exoneração da companhia aberta pelas falhas informacionais.

financeiras com informações falsas ou distorcidas”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 121-125 (a mesma ideia já havia sido defendida no artigo do mesmo autor WALD, Arnaldo. "Considerações sobre a responsabilidade das companhias abertas no direito brasileiro", Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, Edição Comemorativa pelos 40 anos da Lei n. 6.404/1976, Novembro 2016, pp. 11-52); PRADO, José Estevam de Almeida. Responsabilidade civil por divulgação de informação falsa ou enganosa ou omissão de informação relevante no mercado de valores mobiliários. Dissertação de Mestrado. Escola de Direito. Fundação Getulio Vargas, 2018, p. 209; SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. "Apontamentos sobre a questão da diligência na responsabilização de companhias abertas pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado", Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, Edição Especial do Seminário Código Civil e o Mercado de Valores Mobiliários, Novembro 2018, pp. 105-124; GONTIJO, Bruno Miranda. Responsabilização das companhias abertas por danos aos investidores - As possíveis consequências e os eventuais efeitos contra intuitivos. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade Federal de Minas Gerais, 2019, pp. 82-83; PRADO, Viviane Muller. "Brazil: The Protection of Minority Investors and Compensation for Their Losses", (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), Global Securities Litigation and Enforcement. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, pp. 199-200 (a mesma ideia já havia sido defendida no artigo da mesma autora PRADO, Viviane Muller. "Os desafios para o ressarcimento dos investidores". (in) WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 376-377); BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2021, pp. 71-81.

Esse entendimento decorre da posição dominante, na doutrina¹⁰³⁷ e na jurisprudência¹⁰³⁸ brasileiras, de que as sociedades respondem perante terceiros pelos ilícitos cometidos pelos administradores dentro das atribuições e dos poderes respectivos.

Já que as atribuições dos administradores estão subordinadas aos limites objetivos e subjetivos, respectivamente, do objeto e interesse social¹⁰³⁹, quando o administrador atuar nesses

¹⁰³⁷ VEIGA JÚNIOR, Didimo Agapito da. *As Sociedades Anonymas*. Commentario. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1888, pp. 361-362; ALMEIDA, Francisco de Paula Lacerda de. *Das Pessoas Jurídicas: Ensaio de uma Theoria*. Rio de Janeiro: Revista dos Tribunais, 1905, pp. 82-83; FARIA, S. Soares de. *Do abuso da razão social*. São Paulo: Saraiva, 1933, p. 243; RUSSELL, Alfredo. *Sociedades Anonymas*. 2. ed. Rio de Janeiro: Jacintho, 1937, p. 453; FERREIRA, Waldemar. *Tratado das Debêntures*. Vol. 1. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1944, pp. 304-309; VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. Vol. II. 2. Ed. Rio de Janeiro: 1953, pp. 324-325; CARVALHO DE MENDONÇA, J.X.. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*. Vol. IV. 7. Ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1964, p. 76; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. "Sociedade por Ações. Atos Praticados por Seus Diretores, em razão da Administração. Responsabilidade Daquela e Dêstes, Solidariamente, se Agiram com Culpa ou Contrariamente aos Estatutos Sociais", RDM, v. 10, n. 2, 1971, pp. 80-81; BORGES, João Eunápio. *Do Aval*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1975, pp. 62-68; FRONTINI, Paulo Salvador. "Responsabilidade dos Administradores em Face da Nova Lei das Sociedades por Ações", RDM, n. 26, ano XVI, 1977, pp. 36-38; BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. 2. Rio de Janeiro: Forense. 1977, pp. 715-718; TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. Vol. 1. São Paulo: Bushatsky, 1979, pp. 480-481; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. "Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas", RDM n. 42, abril-junho/1981, pp. 75-77; BULGARELLI, Waldirio. "Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias", RDM n. 50, abril-junho/1983, pp. 93, 98-99; EIZIRIK, Nelson. "Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta", RDM n. 56, Outubro-Dezembro/1984, p. 55; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas. 1997, pp. 69-71; ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 221-225; LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas*. *Comentários*, v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, pp. 617-624; CERZETTI, Sheila Christina Neder. "Os Deveres e Responsabilidades dos Administradores das Companhias Abertas Brasileiras", (in) ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (org.). *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 250; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Administradores de sociedades anônimas: a relação jurídica entre o administrador e a sociedade*. São Paulo: Almedina, 2015, pp. 215-216; CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. "Deveres e Responsabilidades". (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (org.). *Direito das Companhias*. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 874; BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 101-103. Somam-se aos autores ora citados aqueles indicados na nota de rodapé n. 1036, acima, que tratam especificamente sobre a imputação de responsabilidade civil à companhia por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários.

¹⁰³⁸ REsp 448.471/MG, Rel. Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, julgado em 20/03/2003; REsp 293.836/PE, Rel. Ministro Carlos Alberto Menezes Direito, Terceira Turma, julgado em 10/08/2006; REsp 704.546/DF, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 01/06/2010, DJe 08/06/2010; REsp 887.277/SC, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 04/11/2010; REsp 906.193/CE, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 08/11/2011; REsp 1377908/RJ, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 21/05/2013; AgRg no AREsp 161.495/RJ, Rel. Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, julgado em 27/08/2013; AgRg no REsp 1040799/MG, Rel. Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, julgado em 11/02/2014; REsp 1349233/SP, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 06/11/2014; AgInt no AREsp 1243432/RS, Rel. Ministro Marco Aurélio Bellizze, Terceira Turma, julgado em 08/05/2018.

¹⁰³⁹ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. "Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas", RDM n. 42, abril-junho/1981, pp. 74-75. No mesmo sentido vem sendo julgado pelo STJ, cf. REsp 906.193/CE, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 08/11/2011.

limites, mesmo que viole dispositivo da lei ou do estatuto social ou que atue com culpa ou dolo, atuará o administrador como órgão social. Essa concepção é consentânea com a diferenciação feita entre administradores e mandatários. Os mandatários representam a vontade do mandante perante terceiros. Os administradores, diferentemente, atuam dentro de *função* delimitada por lei. Assim, se os poderes dos administradores pertencem à função, a atuação deve circunscrever-se ao interesse social (e não à vontade), que deve ser perseguido e tutelado¹⁰⁴⁰.

Sob essa perspectiva¹⁰⁴¹, diferenciam-se os incisos I e II do art. 158 da Lei n. 6.404/76, com base nas consequências jurídicas dos atos irregulares de gestão imputadas à sociedade e ao administrador. Os ilícitos culposos ou dolosos realizados dentro das atribuições ou poderes dos administradores seriam imputados à companhia e aos administradores (art. 158, I, Lei n. 6.404/76). Já os ilícitos realizados em violação da lei ou do estatuto social, quando realizados fora das atribuições ou dos poderes dos administradores, seriam imputados apenas aos administradores. Nessa hipótese, a exoneração de responsabilidade da companhia, porém, não seria absoluta. Em ao

¹⁰⁴⁰ COMPARATO, Fábio Konder. *Essai d'Analyse Dualiste de L'Obligation en Droit Privé*. Paris: Dalloz, 1964, pp. 199-200.

¹⁰⁴¹ Vide, por todos, ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 221-225.

menos três hipóteses, para doutrina¹⁰⁴² e jurisprudência¹⁰⁴³ a companhia também responderia perante terceiros pelos atos realizados fora das atribuições ou dos poderes dos administradores: (i) com base na teoria da aparência, nos casos em que o terceiro estivesse de boa-fé e não soubesse da limitação de poderes do administrador; (ii) quando outro órgão social competente ratificasse posteriormente o ato; e (iii) quando a companhia se beneficiasse do ato irregular.

Em segundo lugar, para parcela da doutrina brasileira¹⁰⁴⁴, as companhias abertas possuiriam deveres próprios de informar, decorrentes dos arts. 19 e 21 da Lei n. 6.385/76. O dever

¹⁰⁴² VEIGA JÚNIOR, Didimo Agapito da. *As Sociedades Anonymas*. Commentario. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1888, pp. 361-362; VAMPRÉ, Spencer. *Tratado Elementar de Direito Commercial*. Vol. II. Rio de Janeiro: F. Briguiet & Cia, 1922, p. 283; FARIA, S. Soares de. *Do abuso da razão social*. São Paulo: Saraiva, 1933, p. 243; RUSSELL, Alfredo. *Sociedades Anonymas*. 2. ed. Rio de Janeiro: Jacintho, 1937, p. 453; FERREIRA, Waldemar. *Tratado das Debêntures*. Vol. 1. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1944, pp. 304-309; CARVALHO DE MENDONÇA, J.X. *Tratado de Direito Commercial Brasileiro*. Vol. IV. 7. Ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1964, p. 76; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. "Sociedade por Ações. Atos Praticados por Seus Diretores, em razão da Administração. Responsabilidade Daquela e Dêstes, Solidariamente, se Agiram com Culpa ou Contrariamente aos Estatutos Sociais", *RDM*, v. 10, n. 2, 1971, pp. 80-81; BORGES, João Eunápio. *Do Aval*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1975, pp. 62-68; FRONTINI, Paulo Salvador. "Responsabilidade dos Administradores em Face da Nova Lei das Sociedades por Ações", *RDM*, n. 26, ano XVI, 1977, pp. 36-38; BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. 2. Rio de Janeiro: Forense, 1977, pp. 715-718; TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. Vol. 1. São Paulo: Bushatsky, 1979, pp. 480-481; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. "Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas", *RDM* n. 42, abril-junho/1981, pp. 75-77; BULGARELLI, Waldirio. "Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias", *RDM* n. 50, abril-junho/1983, pp. 98-99; EIZIRIK, Nelson. "Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta", *RDM* n. 56, Outubro-Dezembro/1984, p. 55; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997, pp. 69-71; ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 221-224; LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas*. *Comentários*, v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, pp. 617-624; CEREZETTI, Sheila Christina Neder. "Os Deveres e Responsabilidades dos Administradores das Companhias Abertas Brasileiras", (in) ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (org.). *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 250; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Administradores de sociedades anônimas: a relação jurídica entre o administrador e a sociedade*. São Paulo: Almedina, 2015, pp. 215-216; PATELLA, Laura; FERREIRA, Mariana Martins-Costa. "O regime de excesso de poderes dos administradores de sociedades personificadas no Código Civil". (in) BARBOSA, Henrique; SILVA, Jorge Cesa Ferreira da (coord.). *A Evolução do Direito Empresarial e Obrigacional - 18 anos do Código Civil (Societário & Direito de Empresa)*. Vol. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 633-639.

¹⁰⁴³ Vide nota de rodapé n. 1038, acima.

¹⁰⁴⁴ MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Artigo por Artigo. 4ª ed. Atual. Roberto Papini. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 590; ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. "Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto". (in) ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 234 (tratando, porém, exclusivamente dos deveres de informação da companhia aberta em oferta pública de valores mobiliários); BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. "Arts. 19 & 20". (in) CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 410-411 (tratando, porém, exclusivamente dos deveres de informação da companhia aberta em oferta pública de valores mobiliários); CARVALHOSA, Modesto (org.). *A responsabilidade civil da empresa perante os investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 376-377; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. "A responsabilidade civil das companhias de mercado – A tutela coletiva dos investidores em sede arbitral". (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A responsabilidade civil da empresa perante os investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 68; JUSTEN FILHO, Marçal. "Parecer sobre a

de informar dos administradores (art. 157, §§4º e 5º, Lei n. 6.404/76) não afastaria os deveres legais e regulamentares das próprias companhias abertas, na qualidade de emissoras de valores mobiliários. Inclusive, está previsto, expressamente, nos arts. 33, X, e 34, VI, da Resolução CVM n. 80/22, que a companhia aberta tem o dever de divulgar fato relevante. Assim, seria imputado, também, à companhia o descumprimento pelos administradores do dever de divulgar fatos relevantes.

Por fim, a ausência de previsão, na Lei n. 6.404/76, de ação de responsabilidade civil contra a companhia aberta por falhas informacionais divulgadas ao mercado de valores mobiliários não é vista por parte da doutrina como limitação à aplicação do regime geral de responsabilidade civil¹⁰⁴⁵. Para esses autores, a Lei n. 6.404/76 não afastaria a aplicação de outras normas legais de

responsabilidade direta da sociedade de economia mista por danos acarretados aos investidores”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 237-241; COELHO, Fábio Ulhoa. “Parecer”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 180-181; CARVALHOSA, Modesto. “Parecer Jurídico”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 35; WALD, Arnoldo. “A responsabilidade da companhia aberta pelos prejuízos decorrentes de omissão de fatos relevantes e da divulgação de demonstrações financeiras com informações falsas ou distorcidas”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 135-143; PRADO, Viviane Muller. “Brazil: The Protection of Minority Investors and Compensation for Their Losses”, (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), Global Securities Litigation and Enforcement. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, pp. 199-200 (a mesma ideia já havia sido defendida no artigo da mesma autora PRADO, Viviane Muller. “Os desafios para o ressarcimento dos investidores”. (in) WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; PRADO, José Estevam de Almeida. Responsabilidade civil por divulgação de informação falsa ou enganosa ou omissão de informação relevante no mercado de valores mobiliários. Dissertação de Mestrado. Escola de Direito. Fundação Getulio Vargas, 2018, pp. 57-61, 209; BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2021, pp. 84-85.

¹⁰⁴⁵ ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. “Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto”. (in) ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 243-249; BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. “Arts. 19 & 20”. (in) CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 410-412; MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Influência do patrimonialismo na sociedade anônima - Importância dos mecanismos privados de efetivação dos devedores do acionista controlador e dos administradores”, (in) VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. (Org.). Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 145; WALD, Arnoldo. “A responsabilidade da companhia aberta pelos prejuízos decorrentes de omissão de fatos relevantes e da divulgação de demonstrações financeiras com informações falsas ou distorcidas”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 117; CARVALHOSA, Modesto. “Parecer Jurídico”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 28-35; COELHO, Fábio Ulhoa. “Parecer”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 184-

direito privado às relações estabelecidas entre companhia aberta e acionistas ou investidores. Pelo contrário, a lacuna da Lei n. 6.404/76, a respeito do regime de responsabilidade civil incidente a essa hipótese, demandaria a integração das normas gerais de responsabilidade civil por ato ilícito.

A seguir, analisaremos, pontualmente, cada um dos fundamentos jurídicos adotados pela doutrina brasileira, em suas diferentes vertentes, para demonstrar que tanto à companhia aberta quanto aos administradores podem ser imputadas as falhas informacionais no mercado de valores mobiliários.

Há, portanto, que se rechaçar o equivocado entendimento de exonerar as companhias abertas de responsabilidade civil por danos causados a investidores por falhas informacionais.

As controvérsias quanto (i) à atribuição de dever de informar fatos relevantes à companhia aberta e quanto (ii) à possibilidade jurídica de os acionistas pleitearem indenização contra companhia dizem respeito fundamentalmente à *determinação do regime jurídico aplicável*. Portanto, começaremos com a análise do dever jurídico descumprido e suas consequências legais. Em seguida, analisaremos os argumentos que geram dúvida quanto à imputação da falha informacional à companhia aberta, eis que se baseiam essencialmente na *capacidade de que as sociedades anônimas cometam atos ilícitos*.

5.1.2.1.1. Dever jurídico e consequências legais

Há dois elementos essenciais das normas jurídicas: destinatário da norma e objeto da prescrição¹⁰⁴⁶. O objeto da prescrição é exigido, para preenchimento de determinado fim, do destinatário. É por isso que Miguel Reale destacou que, na estrutura da norma jurídica, não há

185; PRADO, Viviane Muller. “Os desafios para o ressarcimento dos investidores”. (in) WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 377; PRADO, José Estevam de Almeida. Responsabilidade civil por divulgação de informação falsa ou enganosa ou omissão de informação relevante no mercado de valores mobiliários. Dissertação de Mestrado. Escola de Direito. Fundação Getúlio Vargas, 2018, pp. 172-176, 209; GONTIJO, Bruno Miranda. Responsabilização das companhias abertas por danos aos investidores - As possíveis consequências e os eventuais efeitos contra intuitivos. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade Federal de Minas Gerais, 2019, p. 55; BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2021, pp. 109-112.

¹⁰⁴⁶ BOBBIO, Norberto. Teoria della norma giuridica. Torino: Giappichelli, 1958, pp. 228-229.

apenas aspecto lógico, decorrente da conexão entre a prescrição do fato-tipo e a consequência jurídica mandatória, mas há também aspecto axiológico expressado pela “*objetividade de um valor a ser perseguido*”¹⁰⁴⁷.

Com efeito, a norma do art. 157 da Lei n. 6.404/76 tem, na definição do seu destinatário universal – administrador de companhia aberta –, a indicação do fim a ser perseguido pela sua prescrição. Para interpretação do fim normativo, há de se considerar que o art. 157 da Lei n. 6.404/76 prevê distintos deveres de informar aos administradores de companhias abertas. No *caput* e no parágrafo sexto do art. 157, impõe-se o *dever* aos administradores de divulgar informações sobre os respectivos investimentos na companhia e nas sociedades do mesmo grupo, ao firmarem o termo de posse e a cada modificação¹⁰⁴⁸, nos termos do art. 11 da Resolução CVM n. 44/21. No parágrafo quarto do art. 157, está previsto o *dever* de informar aquelas que são qualificadas como as informações eventuais mais importantes das companhias abertas: os fatos relevantes. Diferentemente, no parágrafo primeiro do art. 157, é regulado o *direito* dos acionistas detentores de percentual mínimo de participação no capital social¹⁰⁴⁹ a exigir determinadas informações, em assembleia geral ordinária, tanto sobre os administradores¹⁰⁵⁰, tanto sobre a companhia¹⁰⁵¹. Somente partir do exercício do direito à informação pelos acionistas, surge o dever de informar dos administradores.

O art. 157 da Lei n. 6.404/76 prevê duas espécies de deveres de informar dos administradores frente ao público investidor e aos acionistas. Os primeiros são deveres instrumentais que se atribui aos administradores, para que estes levem a companhia a cumprir com seus próprios deveres decorrentes do regime informacional obrigatório. É o caso dos deveres de informar previstos no art. 157, *caput*, §§4º e 6º, da Lei n. 6.404/76. Os segundos, diferentemente,

¹⁰⁴⁷ REALE, Miguel. Lições Preliminares de Direito. Coimbra: Almedina, 1982, pp. 101-102.

¹⁰⁴⁸ Trata-se do número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular, bem como eventuais modificações da sua posição acionária na companhia.

¹⁰⁴⁹ Arts. 157, §1º, 291, Lei n. 6.404/76 c/c ICVM 627/20.

¹⁰⁵⁰ Especificamente: (a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior, (b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo.

¹⁰⁵¹ Precisamente: (a) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; e, (b) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

são deveres que apenas surgem se houver o exercício do direito à informação por acionistas em assembleia geral ordinária, nos termos do art. 157, §1º, da Lei n. 6.404/76.

Com efeito, diferentemente do dever de informar previsto no parágrafo primeiro do art. 157, que tutela direito de natureza societária da minoria acionária, o dever de informar previsto no *caput*, §§4º e 6º, do art. 157 regula a relação da companhia aberta com o público em geral¹⁰⁵², tendo por finalidade a proteção do mercado de valores mobiliários¹⁰⁵³.

Nesse sentido, não se pode concordar com a posição defendida por parte minoritária da doutrina brasileira de que somente aos administradores foi constituído dever de divulgação de fato relevante¹⁰⁵⁴.

Como já foi analisado no primeiro capítulo, há normas legais e regulamentares do mercado de valores mobiliários que constituem dever legal às companhias abertas para divulgação de informações ao público investidor¹⁰⁵⁵. E apenas em razão dessas normas é que foram constituídos deveres instrumentais de informar aos administradores. Os administradores são membros de órgãos sociais e, portanto, exercem função nas companhias. Sob essa perspectiva, todos os deveres dos administradores indiretamente têm por finalidade que estes levem a companhia a cumprir com seus deveres legais e obrigações contratuais. O dever de informar de forma mais específica distingue-se dos demais deveres legais dos administradores, apenas pelo fato de que o dever específico visa à tutela do interesse do público em geral, e não somente da própria companhia.

Para que a companhia aberta cumpra com seus deveres, é preciso atribuir competências e criar deveres aos seus administradores, para que estes busquem, produzam e divulguem as informações obrigatórias¹⁰⁵⁶. Companhia aberta e administradores têm, portanto, deveres próprios de informar, que estão intrinsecamente coligados, a fim de garantir a efetividade do regime obrigatório de divulgação de informações ao mercado de valores mobiliários.

¹⁰⁵² CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. “Deveres e Responsabilidades”. (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (org.). *Direito das Companhias*. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 857.

¹⁰⁵³ LAMY FILHO, Alfredo. “O dever de divulgar fato relevante e a obrigação de manter sigilo na oferta pública para aquisição de controle”, (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S/A: pressupostos, elaboração, aplicação*. Vol. II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 382.

¹⁰⁵⁴ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 215.

¹⁰⁵⁵ Exemplificativamente, cita-se arts. 19, §5º, II, §§6º e 7º, 20, 21, §§1º, 6º, II, 21-A, 22, §1º, I, Lei n. 6.385/76, art. 50, Resolução CVM 80/22.

¹⁰⁵⁶ Vide item 1.2.2., acima, onde é analisado de forma mais detalhada como os deveres impostos aos administradores são expressamente vinculados aos deveres informacionais da companhia aberta.

Definidos os deveres jurídicos, cuja violação enseja a responsabilidade civil, cabe analisar o regime jurídico da responsabilidade civil aplicável.

A complexidade da identificação e da comprovação de nexos causais entre falha informacional e dano aos investidores, no mercado de valores mobiliários, por falhas informacionais ensejou, em diversos ordenamentos jurídicos estrangeiros, a previsão de normas especiais de responsabilidade civil¹⁰⁵⁷. Em outros sistemas jurídicos, foram encontradas outras opções, para lidar com os desafios probatórios da *fattispecie*, objeto deste estudo. Assim, estabeleceram-se normas sobre (i) as presunções absolutas ou relativas de nexos causais, (ii) o valor máximo de indenização; (iii) o modo de quantificar os danos; (iv) os legitimados ativos e passivos da ação de responsabilidade; e (v) o processo coletivo. Não foi esse, porém, o caminho escolhido pelo legislador brasileiro. Não há, no direito brasileiro, norma especial que prescreva a responsabilidade civil de companhias abertas, nem de administradores, por falhas informacionais divulgadas no mercado de valores mobiliários.

Veja-se, cronologicamente, o trajeto legislativo no ordenamento pátrio. A Lei n. 6.404/76 restringiu-se a tratar das ações de responsabilidade civil contra administradores, por quaisquer atos irregulares de gestão (arts. 158 e 159), e contra a sociedade controladora, por abuso do poder de controle (art. 246). A Lei n. 6.385/76, por sua vez, tratou das regras para registro de emissores para negociar e para distribuir de valores mobiliários no mercado, das competências da CVM para regular o regime informacional aplicável às companhias abertas, bem como da responsabilidade administrativa por infração às normas do mercado de valores mobiliários. A Lei n. 7.913/89, de outro modo, voltou-se a tratar da ação civil pública de responsabilidade civil por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários, inclusive decorrentes de falhas informacionais. No entanto, além de ter sido excessivamente sucinta, inclusive em temas processuais da maior relevância para a efetividade das suas normas, a lei processual de 1989 não previu normas especiais de responsabilidade civil, tampouco delimitou os legitimados passivos dessa demanda.

Parte da doutrina afirma que a ausência de norma sobre a responsabilidade civil da companhia aberta, na Lei n. 6.404/76, significaria que “o ordenamento jurídico brasileiro não

¹⁰⁵⁷ Vide, por exemplo, Sections 11 e 12, Securities Act 1933, Section 10, Securities Exchange Act 1934, SEC Rule 10b-5 (Estados Unidos); §§9 e 10 WpPG, §§97 e 98, WpHG (Alemanha); Art. 94 TUF (Itália); Arts. 149 a 152, Código dos Valores Mobiliários (Portugal).

prevê qualquer medida reparatória que possa ser movida por acionistas diretamente contra a companhia a fim de obter ressarcimento por danos causados ao seu patrimônio”¹⁰⁵⁸.

Não há como concordar desse entendimento.

Afirmar que o ordenamento jurídico brasileiro exclui a pretensão reparatória de acionistas contra a companhia resulta de interpretação das normas legais vigentes. Interpretar é reconhecer e entender o significado e o alcance dos preceitos normativos – por isso, interpretar também é criar e desenvolver o direito¹⁰⁵⁹. A interpretação jurídica e a integração normativa são separadas por linha tênue, de difícil precisão¹⁰⁶⁰. A primeira restringe-se à interpretação da própria lei. A segunda visa a complementar norma lacunosa, preenchendo a lacuna, seja por meio do sentido teleológico da norma (*gesetzesimmanente Rechtsfortbildung*), seja por meio de princípios gerais do direito (*gesetzesubersteigende Rechtsfortbildung*)¹⁰⁶¹.

Ao que parece, a interpretação, segundo a qual a ausência de previsão da matéria na Lei n. 6.404/76 tolheria o direito de ação dos acionistas contra a companhia, visaria a preencher a suposta lacuna com o sentido teleológico da Lei n. 6.404/76. A esse respeito, Nelson Eizirik sustentou que “*há uma diferença importante nos valores que são priorizados: nos Estados Unidos, particularmente por meio das class actions, é a indenização, a qualquer preço, dos investidores; entre nós, no modelo adotado pela Lei das S.A., buscou-se conciliar os diferentes interesses na companhia, enfatizando a preservação da empresa*”¹⁰⁶².

Não nos parece, porém, que haja lacuna legal que dependa de interpretação integrativa. Só se pode falar de “lacuna legal” quando uma norma voltada a regular determinada área ou assunto não está completa¹⁰⁶³. Nesse sentido, Larenz¹⁰⁶⁴ já alertava que o “silêncio eloquente” não é lacuna. Para exemplificar a afirmação, Larenz defende que o Código Civil alemão, na redação original, não poderia ser considerado como lacunoso, por não ter norma sobre propriedade imobiliária. Isso porque o legislador propositadamente visou a regular, de forma mais clara e detalhada, esse tipo

¹⁰⁵⁸ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Vol. 2. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 215.

¹⁰⁵⁹ BETTI, Emilio. Interpretazione della legge e degli atti giuridici. Milano: Giuffrè, 1949, pp. 47-48.

¹⁰⁶⁰ LARENZ, Karl. Methodenlehre der Rechtswissenschaft. 6. Ed. Berlin: Springer-Verlag, 1991, pp. 366-367. OLIVEIRA, Renata Fialho de. Interpretação e aplicação de convenções internacionais em matéria substantiva, processual e conflitual. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2014, pp. 283-284.

¹⁰⁶¹ LARENZ, Karl. Methodenlehre der Rechtswissenschaft. 6. Ed. Berlin: Springer-Verlag, 1991, p. 366.

¹⁰⁶² EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Vol. 2. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 215.

¹⁰⁶³ LARENZ, Karl. Methodenlehre der Rechtswissenschaft. 6. Ed. Berlin: Springer-Verlag, 1991, p. 371.

¹⁰⁶⁴ LARENZ, Karl. Methodenlehre der Rechtswissenschaft. 6. Ed. Berlin: Springer-Verlag, 1991, p. 370.

de propriedade em lei especial. Assim, *“uma única lei e, também, uma codificação completa somente pode ser lacunosa, por terem deixado de prever uma regra, que trataria de matéria que não poderia ser deixada no vácuo legal”*¹⁰⁶⁵.

No caso, o ordenamento jurídico brasileiro prevê, no art. 47 do Código Civil, norma particular, segundo a qual os atos realizados pelos administradores nos limites dos poderes definidos no ato constitutivo, obrigam a pessoa jurídica, sendo, portanto, atos da própria pessoa jurídica. Outra norma particular é aquela do art. 927 do Código Civil, segundo a qual aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo. O conceito de “ilícito” tal como adotado no ordenamento jurídico brasileiro é amplo, abarcando tanto a ação, quanto a omissão, em descumprimento a dever jurídico que lese interesse juridicamente tutelado de terceiro. Dessa forma, eventual norma sobre o assunto que pudesse ter sido prevista na Lei n. 6.404/76 serviria para afastar a aplicação do regime geral de responsabilidade civil regulado pelo Código Civil de 1916 (à época da entrada em vigor da Lei n. 6.404/76) e, posteriormente, substituído pelo regime instituído pelo Código Civil vigente.

Também não é possível afirmar que há antinomia entre, de um lado, os arts. 158, 159 e 246 da Lei n. 6.404/76 e, de outro, os arts. 47 e 927 do Código Civil. A começar pelo fato de que as referidas normas não dispõem sobre a mesma matéria e tampouco têm mesmo destinatário¹⁰⁶⁶. Afirmar que o administrador é responsável pelos prejuízos que causar por atos não regulares de gestão não significa que a companhia não está mais obrigada pelos atos realizados pelos administradores nos limites dos seus poderes. Tampouco significa que a companhia não responde pelos ilícitos realizados pelos administradores nos limites de seus poderes. Ou seja, a responsabilidade civil dos administradores não afasta necessariamente a imputação de ilícitos à companhia. Consequentemente, a previsão de direito de ação, tanto de acionistas como de terceiros, contra administradores também não se contrapõe ao direito de ação indenizatória do lesado contra a companhia, esta na qualidade de responsável pelo ilícito causador do dano.

Ademais, o art. 287, II, “g”, da Lei n. 6.404/76 prevê, expressamente, prazo prescricional para a ação movida pelo acionista contra a companhia por qualquer fundamento jurídico. Isso denota que – embora a Lei n. 6.404/76 não tenha previsto regime especial de responsabilidade civil

¹⁰⁶⁵ LARENZ, Karl. *Methodenlehre der Rechtswissenschaft*. 6. Ed. Berlin: Springer-Verlag, 1991, pp. 371-372.

¹⁰⁶⁶ BOBBIO, Norberto. *Teoria dell’ordinamento giuridico*. Torino: Giappichelli, 1960, p. 90.

por falha informacional da companhia frente aos investidores – jamais foi excluída a possibilidade de os acionistas terem direito de ação contra a companhia. Não bastasse isso, o art. 1º, III, da Lei n. 7.913/89 prevê direito à indenização aos titulares de valores mobiliários por danos causados por “*omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa*”. Sendo acionistas titulares de valores mobiliários e sendo a companhia obrigada a divulgar informações relevantes pelas normas de mercado de valores mobiliários já analisadas, a única conclusão lógica possível é esta: a de que inexistente qualquer lacuna a ser integrada, bem como não há antinomia a ser sanada.

Discordamos também do entendimento segundo o qual a previsão de responsabilização civil da companhia por danos causados a acionistas e demais investidores em decorrência de falha informacional agiria contra a preservação da empresa¹⁰⁶⁷. Ao nosso ver, a imputação de responsabilidade civil à companhia – nessa hipótese e tanto quanto em qualquer espécie de responsabilidade civil por danos ambientais, anticoncorrenciais ou mesmo a consumidores – é também meio para fiscalização de como a atividade empresarial está sendo conduzida. Assim, a responsabilidade civil não serve apenas para a tutela de interesse individual do acionista ou investidor lesado. A responsabilidade civil serve também como meio de fiscalização das condutas dos administradores e, portanto, se a fiscalização é efetiva, a responsabilidade civil por ocasionar, como consequência natural, efeito preventivo de novos ilícitos. Em virtude disso, a responsabilidade civil da companhia, como instrumento de fiscalização da gestão social, pode contribuir para a preservação da empresa.

A responsabilidade civil da companhia por danos causados aos investidores é meio de reparar as consequências jurídicas dos ilícitos imputados ao sujeito de direito que *exerce* inadequadamente a atividade empresária – no caso, “a pessoa jurídica, não seus órgãos sociais, através dos quais a pessoa jurídica explana sua atividade”¹⁰⁶⁸ (grifa-se).

¹⁰⁶⁷ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Vol. 3. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 216.

¹⁰⁶⁸ ASQUINI, Alberto. “Perfis da empresa”, trad. Fábio Konder Comparato, RDM n. 104, out-dez/1996, p. 114.

5.1.2.1.2. Conduta ilícita e sociedade anônima

A atuação do diretor, dentro das suas atribuições e dos seus poderes como membro de órgão social, é considerada como atuação da própria companhia¹⁰⁶⁹. Assim, os atos – lícitos ou ilícitos – realizados pelos administradores dentro desses limites são imputados à companhia.

No art. 158, *caput*, da Lei n. 6.404/76, está previsto que o administrador “*não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão*”, mas responde quando atuar dentro de suas atribuições ou de seus poderes, com culpa ou dolo, ou quando violar a lei ou o estatuto. Nos arts. 158 e 159, da mesma Lei n. 6.404/76, há regra para imputação de responsabilidade aos administradores, com o conseqüente surgimento do dever de indenizar, pelos danos causados à companhia, aos acionistas ou terceiros.

A falha informacional é violação de norma legal ou regulamentar. Ocorre que a falha informacional costuma ser realizada pelo administrador dentro dos limites dos poderes e das atribuições legais e estatutárias. Nesse caso, cabe indagar: há imputação da situação jurídica à companhia? Há imputação da responsabilidade civil ao administrador?

Hipoteticamente, o ato ilícito cometido dentro das atribuições e dos poderes do administrador poderia ensejar três diferentes imputações: (i) já que o administrador está atuando dentro das atribuições e poderes, o ato poderia ser imputado exclusivamente à companhia; (ii) já que o administrador cometeu ato ilícito, o ato poderia ser imputado exclusivamente ao administrador; ou, (iii) o ato poderia ser imputável cumulativamente tanto à companhia como ao administrador.

A primeira hipótese de imputação levaria ao extremo a teoria orgânica, considerando que, se o administrador atua dentro das atribuições e dos poderes do órgão social, apenas a companhia estaria agindo. A segunda hipótese é aquela defendida por parte da doutrina brasileira, levando à conclusão de que a companhia não poderia realizar atos culposos ou dolosos e tampouco poderia violar a lei ou o próprio estatuto por meio de seus administradores¹⁰⁷⁰. A terceira hipótese levaria à imputação de apenas um ato a dois sujeitos de direito diversos.

¹⁰⁶⁹ Art. 47, Código Civil; Art. 144, *caput*, Lei n. 6.404/76.

¹⁰⁷⁰ A esse respeito, vide item 5.1.2.1., acima.

A nosso ver, a falha informacional deve ser imputada tanto à companhia quanto aos administradores que levaram a companhia a cometer a falha em si. O posicionamento ora defendido está embasado nos seguintes fundamentos: (i) a evolução histórica da legislação brasileira demonstra que a responsabilidade civil dos administradores coexiste com a das sociedades anônimas por danos diretos causados a acionistas e terceiros, quando o ilícito é cometido dentro dos limites das atribuições e dos poderes dos administradores; e (ii) não imputar às sociedades anônimas ilícitos realizados pelos administradores no exercício das suas atribuições e poderes é contraditório com o atual macrossistema de responsabilidade civil brasileiro; e (iii) em sistemas jurídicos estrangeiros, cujas normas influenciaram o direito brasileiro, a responsabilidade civil dos administradores também coexiste com a das sociedades. A seguir, analisaremos cada um dos fundamentos acima descritos para fundamentar a posição adotada neste estudo.

a. Evolução histórica

A evolução da legislação, no Brasil, sobre pessoas jurídicas e sobre sociedades anônimas não deixa dúvidas que, há muito tempo, é reconhecida a responsabilidade civil de sociedades anônimas e de administradores pelo mesmo ilícito civil causador de danos a acionistas e a terceiros.

Em um primeiro estágio do anonimato, à luz das diversas teorias da pessoa jurídica debatidas pela doutrina, a “capacidade delitual” das pessoas jurídicas era questionada. Naquele período, a constituição de sociedades anônimas dependia de autorização do Estado¹⁰⁷¹, motivo pelo qual as sociedades eram tratadas como verdadeiro privilégio concedido a alguns, e não propriamente como pessoas jurídicas, com personalidade e com patrimônio próprios. Em razão disso, perdurava a dúvida sobre “*como é que se realiza a existência da pessoa jurídica*”¹⁰⁷².

No Esboço de Código Civil de Teixeira de Freitas, de 1860, pela primeira vez foi proposto tratamento legal sistemático às “*pessoas de existência ideal*”¹⁰⁷³. No entanto, a capacidade delitual das pessoas jurídicas foi negada. Influenciado por Savigny, o Esboço previu, no art. 300, que as

¹⁰⁷¹ Decreto 575/1849, art. 1º; Código Comercial, art. 295; Lei 1.083/1860, art. 2, §1º; Decreto 2.711/1860, art. 1º.

¹⁰⁷² CAVALCANTI, Amaro. Responsabilidade civil do Estado. Tomo. I. Atual. José de Aguiar Dias. Rio de Janeiro: Borsoi, 1956, pp. 34-35.

¹⁰⁷³ TEIXEIRA DE FREITAS, Augusto. Código Civil – Esboço. Vol. 1. Rio de Janeiro, Ministério da Justiça e Negócios Interiores, Serviço de Documentação, 1952, p. 166 (art. 276, 3º).

peças jurídicas não poderiam ser demandadas para o pagamento de indenização por danos causados por delitos cometidos por seus administradores, mesmo que os delitos tivessem sido realizados em proveito da pessoa jurídica. Para Teixeira de Freitas, inexistindo imputação criminal às pessoas jurídicas, também não seria possível haver imputação de dever de indenizar terceiros pelos danos decorrentes do delito¹⁰⁷⁴. Igualmente foi partidário da teoria da ficção o Conselheiro Ribas¹⁰⁷⁵, para quem as pessoas jurídicas somente teriam capacidade em relação ao direito de propriedade sobre bens. Assim, inexistindo capacidade volitiva e de ação às pessoas jurídicas, os seus representantes somente poderiam exercer esse mandato, se atuassem nos limites sob os quais a lei tivesse traçado a respectiva missão. No entanto, diferentemente de Teixeira de Freitas, o autor entende que o dever de indenizar decorrente de delito personalíssimo poderia, excepcionalmente, se transmitir do representante à pessoa jurídica nos casos em que ela participasse dos “proveitos do crime”. O projeto de Código Civil de Felício Santos de 1882 seguiu o mesmo entendimento, ao prever que as “corporações” não seriam obrigadas a reparar o dano causado por delitos cometidos por seus membros ou administradores¹⁰⁷⁶.

Posteriormente, com a Lei n. 173/1893, foi previsto, de forma uniforme, o regime geral das associações como pessoas jurídicas com “individualidade jurídica”, com base na inscrição do respectivo contrato social no registro civil da sede¹⁰⁷⁷. Na mesma lei, foi prevista a capacidade jurídica das associações para exercer direitos civis¹⁰⁷⁸ e para responder por danos causados a terceiros pelas infrações dos estatutos, ou pelo excesso de mandato dos administradores quando a associação tirasse proveito do ato ou o ratificasse posteriormente¹⁰⁷⁹. Trata-se, portanto, da primeira lei brasileira em que foi reconhecida a capacidade de um tipo de pessoa jurídica para cometer ilícitos e para responder civilmente pelos danos causados.

¹⁰⁷⁴ TEIXEIRA DE FREITAS, Augusto. Código Civil – Esboço. Vol. 1. Rio de Janeiro, Ministério da Justiça e Negócios Interiores, Serviço de Documentação, 1952, p. 179.

¹⁰⁷⁵ RIBAS, Antonio Joaquim. Curso de Direito Civil Brasileiro. Tomo II. Rio de Janeiro: Garnier, 1880, pp. 187-193.

¹⁰⁷⁶ SANTOS, Joaquim Felício dos. Projecto do Código Civil Brasileiro e Commentario. Tomo I. Rio de Janeiro: H. Laemmert & C., 1884, p. 127 (art. 160).

¹⁰⁷⁷ Art. 1º e 16, Lei n. 173/1893.

¹⁰⁷⁸ No mesmo sentido, vide Projecto de Código Civil de Coelho Rodrigues, arts. 10, 18 e 22, cf. RODRIGUES, Antonio Coelho. Projecto do Código Civil Brasileiro. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1893, pp. 4-6.

¹⁰⁷⁹ Art. 9º, Lei n. 173/1893.

Posteriormente, conquanto o conceito de “pessoa jurídica” ainda fosse objeto de discussões¹⁰⁸⁰, o projeto de Código Civil de Clóvis Bevilacqua aproximou-se das teorias realistas da pessoa jurídica, seguindo a posição majoritária da doutrina e da jurisprudência à época¹⁰⁸¹. Bevilacqua inovou, ao propor, no projeto, norma específica para tratar da responsabilidade civil das pessoas jurídicas de direito público frente a terceiros lesados pelos ilícitos realizados por seus funcionários. Para Bevilacqua, as pessoas jurídicas de direito público deveriam obedecer à regra geral, segundo a qual todas as pessoas jurídicas se obrigam pelos atos praticados por seus representantes “*na execução de suas funções*”¹⁰⁸².

Ao final, o Código Civil de 1916 consagrou, no art. 15, a responsabilidade civil das pessoas jurídicas de direito público por “*atos dos seus representantes que nessa qualidade causem danos a terceiros, procedendo de modo contrario ao direito ou faltando a dever prescrito por lei, salvo o direito regressivo contra os causadores do dano*”. E, no art. 17, o antigo diploma previu a imputação dos atos realizados pelos administradores às pessoas jurídicas. Conforme constou nos comentários ao Código Civil de 1916, Bevilacqua se preocupou em regular apenas a responsabilidade civil das pessoas jurídicas de direito público, pois “*a responsabilidade civil das pessoas jurídicas de direito privado, geralmente aceita não tinha necessidade de ser posta em relevo*”¹⁰⁸³. As normas comuns, que tratavam das obrigações resultantes de atos ilícitos, seriam suficientes para reger a responsabilidade civil das pessoas jurídicas de direito privado¹⁰⁸⁴. O

¹⁰⁸⁰ Sobre o debate entre Clovis Bevilacqua e Coelho Rodrigues quanto ao conceito de pessoa jurídica, vide BEVILACQUA, Clovis. Em defesa do projecto de Codigo Civil Brasileiro. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1906, pp. 253-257.

¹⁰⁸¹ BEVILACQUA, Clovis. Em defesa do projecto de Codigo Civil Brasileiro. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1906, pp. 254, 257. No mesmo sentido, vide ALMEIDA, Francisco de Paula Lacerda de. Das Pessoas Jurídicas: Ensaio de uma Theoria. Rio de Janeiro: Revista dos Tribunais, 1905, pp. 75-85; CARVALHO SANTOS, J.M.. Código Civil Brasileiro Interpretado. Vol. I. 5. Ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1953, pp. 338-345; PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo I. 2. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954, pp. 280-283; CAVALCANTI, Amaro. Responsabilidade civil do Estado. Tomo. I. Atual. José de Aguiar Dias. Rio de Janeiro: Borsoi, 1956, pp. 97-99.

¹⁰⁸² BEVILACQUA, Clovis. Em defesa do projecto de Codigo Civil Brasileiro. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1906, p. 76.

¹⁰⁸³ BEVILACQUA, Clóvis. Código Civil dos Estados Unidos do Brasil. Vol. 1. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1951, p. 225.

¹⁰⁸⁴ BEVILACQUA, Clóvis. Código Civil dos Estados Unidos do Brasil. Vol. 1. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1951, p. 225.

Código Civil de 2002 não alterou em nada o reconhecimento da capacidade das pessoas jurídicas em relação ao diploma anterior¹⁰⁸⁵⁻¹⁰⁸⁶.

Não há dúvidas, portanto, que, desde 1916, a capacidade das pessoas jurídicas para cometer ilícitos civis por atos dos seus administradores está legalmente reconhecida no direito brasileiro. Além disso, a análise do tratamento legal das pessoas jurídicas revela que os *reflexos externos* da personalidade jurídica das sociedades anônimas, *i.e.*, nas relações entre a pessoa jurídica e terceiros, historicamente sempre foi regulada nos códigos civis brasileiros, e não nas leis do anonimato. As leis do anonimato, no decurso do tempo, se preocuparam apenas com os *reflexos internos* da personalidade jurídica na organização das companhias. Assim, historicamente, as leis das sociedades anônimas no Brasil dispuseram sobre (i) os deveres e a responsabilidade civil dos fundadores e/ou dos primeiros administradores da companhia em constituição¹⁰⁸⁷, (ii) o regime de responsabilidade civil dos administradores¹⁰⁸⁸, (iii) as ações sociais contra administradores¹⁰⁸⁹ e controladores por danos causados à companhia¹⁰⁹⁰, mas não sobre o regime geral de responsabilidade das companhias frente a terceiros. Não é de se estranhar, portanto, inexistir na Lei n. 6.404/76 norma legal prevendo a responsabilidade civil da companhia por danos causados a terceiros pelo descumprimento de deveres legais de informar.

A responsabilidade civil dos administradores frente à companhia, a acionistas e a terceiros teve tratamento legal, pela primeira vez, somente na Lei n. 3.150/1882 e no Decreto n. 8.821/1882. A Lei n. 3.150/1882 foi um verdadeiro divisor de águas da história das sociedades anônimas, pois aboliu o sistema de concessões¹⁰⁹¹, e assim consagrou a liberdade de constituição das companhias, tão desejada e necessária. A transição do sistema de concessões para o de regulação não ocorreu

¹⁰⁸⁵ Arts. 43 e 47 do Código Civil.

¹⁰⁸⁶ A principal novidade na matéria foi o art. 50 do CC que regulou a desconsideração da personalidade jurídica, cf. REALE, Miguel. “Anteprojeto do Código Civil”, Revista de Informação Legislativa, Jul-Set/1972, p. 10.

¹⁰⁸⁷ Arts. 92 e 99, Lei n. 6.404/76; arts. 49 e 55, Decreto-lei n. 2.627/1940; arts. 12 e 86 a 90, Decreto n. 434/1891 (art. 12 prevendo a responsabilidade civil dos fundadores ou incorporadores pelas declarações em prospectos de constituição da sociedade anônima); art. 9, Decreto n. 1.362/1891; art. 5º, Decreto n. 164/1890; art. 38, Decreto n. 8.821/1882; art. 5º, Lei n. 3.150/1882; art. 2º, Lei n. 1.083/1860; art. 299, Código Comercial; art. 8º, Decreto n. 575/1849.

¹⁰⁸⁸ Art. 158, Lei n. 6.404/76; art. 121, Decreto-lei n. 2.627; arts. 108 e 109, Decreto n. 434/1891; art. 11, Decreto n. 164/1890; art. 50, Decreto n. 8.821/1882; arts. 10, §2º e 11, Lei n. 3.150/1882.

¹⁰⁸⁹ Art. 159, Lei n. 6.404/76; art. 123, Decreto-lei n. 2.627/1940.

¹⁰⁹⁰ Art. 246, Lei n. 6.404/76.

¹⁰⁹¹ Exceto para bancos de circulação, associações e corporações religiosas, montepios, os montes de socorro ou de piedade, as caixas econômicas, as sociedades de seguros mútuos e as sociedades anônimas que tiverem por objeto o comércio ou fornecimento de gêneros ou substâncias alimentares (art. 1, §1º e 2º, Lei n. 3.150/1882), bem como para as sociedades estrangeiras, e as suas sucursais ou caixas filiais (art. 130, §1º, Decreto n. 8.821/1882).

sem prévio e profícuo debate legislativo. O receio existente até aquela época era o de que a ausência de controle prévio do Estado sobre a constituição das sociedades anônimas possibilitaria o surgimento de *sociedades temerárias*, voltadas a realizar *fraudes pelos fundadores e administradores em prejuízo de terceiros*¹⁰⁹².

A contrapartida à supressão do requisito legal de prévia autorização estatal para constituição das companhias¹⁰⁹³ passou a ser: (i) a maior publicidade dos atos das sociedades anônimas, (ii) o monitoramento dos atos dos administradores pelos fiscais (“*fiscais*”, na redação original) e (iii) a responsabilidade civil de administradores não apenas frente à sociedade, mas também frente a acionistas e a terceiros¹⁰⁹⁴. O regime de responsabilidade civil dos administradores não foi pensado para exonerar a companhia de responsabilidade por danos causados a terceiros, mas para proporcionar *garantia adicional aos lesados* quando a companhia é utilizada para prática de atos fraudulentos ou irregulares. Seria ilógico que a preocupação com a proteção de acionistas e de terceiros frente a fraudes cometidas pelos administradores promovesse a completa exoneração da companhia, que potencialmente tem mais recursos para satisfazer o dever de indenizar.

A Lei n. 3.150/1882 e o Decreto n. 8.821/1882 previram normas que viriam a ser o “gérmen” do art. 158 da Lei n. 6.404/76¹⁰⁹⁵: (i) a exoneração de responsabilidade do administrador pelos contratos e operações realizados no exercício do mandato; e (ii) a responsabilidade civil dos administradores (ii.a) frente à sociedade pela negligência, culpa ou dolo no desempenho do mandato, pelo excesso do mandato e pelas violações da lei e dos estatutos, (ii.b) frente aos

¹⁰⁹² Discurso do Senador Junqueira, Sessão de 24 de abril de 1882, (in) SENADO FEDERAL, Annaes do Senado, Livro 3, 1882, p. 193.

¹⁰⁹³ A autorização estatal para constituição de sociedades anônimas era vista como verdadeira “tutela que exerce o governo sobre as sociedades anônimas”, cf. Discurso do Senador Affonso Celso, Sessão de 24 de abril de 1882, (in) SENADO FEDERAL, Annaes do Senado, Livro 3, 1882, p. 183.

¹⁰⁹⁴ O pronunciamento do Senador Affonso Celso em sessão do senado em 24 de abril de 1882 é ilustrativo desse entendimento: “**Com a responsabilidade dos mandatarios e agentes ter-se-ha conseguido o unico meio seguro de prevenir abusos, que é punil-os severamente quando se praticarem.** Estabelecer a responsabilidade é, ipso facto, determinar como essa responsabilidade é assumida, quando, por quem, a favor de quem, até onde se estende e de que modo possa tornar-se effectiva. Ora, tudo isto presuppõe disposições legaes, que regulem a sociedade, que indiquem as formalidades necessarias á sua instituição, **assim como os meios praticos que garantam o fiel desempenho dos compromissos** reciprocamente contrahidos pelos accionistas entre si, **e os da sociedade para com o publico, ou terceiros, que com ella negociem**” (grifo nosso), cf. Discurso do Senador Affonso Celso, Sessão de 24 de abril de 1882, (in) SENADO FEDERAL, Annaes do Senado, Livro 3, 1882, p. 183.

¹⁰⁹⁵ Os arts. 108, 109, 110 e 111 do Decreto 434/1891 mantiveram praticamente a redação do arts. 10, §2º, e 11 da Lei n. 3.150/1882 e arts. 50, 75 e 166 do Decreto n. 8.821/1882. Alterações pontuais em relação ao que existia no Decreto 434/1891 foram feitas posteriormente nas normas de responsabilidade civil dos administradores previstas no Decreto-lei n. 2.627/40 (arts. 121 e 123, parágrafo único) e Lei n. 6.404/76 (art. 158 e 159, §7º).

acionistas pelas violações da lei e dos estatutos, e (ii.c) frente aos terceiros prejudicados pelo excesso de mandato, bem como pelas violações da lei e dos estatutos¹⁰⁹⁶⁻¹⁰⁹⁷.

O art. 121 do Decreto-lei n. 2.627/1940, com a mesma redação do art. 158 da Lei n. 6.404/76, trouxe certas diferenças em relação àquela dos arts. 10, §2º, e 11 da Lei n. 3.150/1882. A manutenção começa por não indicar frente a quem os administradores responderiam por cada tipo de irregularidade. Além disso, foram previstos apenas dois “tipos” de irregularidades e não mais três, como na lei de 1882: (i) atos realizados dentro das atribuições ou poderes dos administradores, com culpa ou dolo; e (ii) atos com violação da lei ou dos estatutos. Assim, desde a entrada em vigor do Decreto-lei n. 2.627/1940, a doutrina brasileira passou a propor – para imputação da responsabilidade civil aos administradores – critérios interpretativos, baseados no requisito da *culpa*. Na primeira hipótese, caberia ao autor da ação *provar a culpa* do administrador na sua atuação. Na segunda hipótese, a violação da lei ou do estatuto instituiria *presunção relativa de culpa* do administrador, já que o desconhecimento da lei ou dos estatutos não poderia servir de escusa ao administrador¹⁰⁹⁸.

A diferenciação nos parece insuficiente, considerando que os atos ilícitos dolosos ou culposos são também violadores da lei. O aspecto determinante na diferenciação entre as duas hipóteses nos parece ser a *atuação “dentro” ou “fora” das atribuições ou poderes dos*

¹⁰⁹⁶ Art. 11, Lei n. 3.150/1882; arts. 50, 75 e 166, Decreto n. 8.821/1882.

¹⁰⁹⁷ Didimo da Veiga Júnior observou que a responsabilidade civil dos administradores perante acionistas e terceiros seria forma de restituir a integridade das garantias que a constituição da sociedade lhes garante. Dessa forma, a responsabilidade civil dos administradores era vista como garantia adicional para os casos de fraude em que o patrimônio da companhia não era suficiente para indenizar acionistas ou terceiros, cf. VEIGA JÚNIOR, Didimo Agapito da. *As Sociedades Anonimas*. Commentario. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1888, pp. 358-370.

¹⁰⁹⁸ Nesse sentido, vide VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. Vol. II. 2. Ed. Rio de Janeiro: 1953, pp. 318-319; CARVALHO DE MENDONÇA, J.X. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*. Vol. IV. 7. Ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1964, p. 64; FRONTINI, Paulo Salvador. “Responsabilidade dos Administradores em Face da Nova Lei das Sociedades por Ações”, RDM, n. 26, ano XVI, 1977, pp. 44-45; LACERDA, José Cândido Sampaio de. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva. 1978, p. 206; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas”, RDM n. 42, abril-junho/1981, pp. 77, 80; EIZIRIK, Nelson. “Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta”, RDM n. 56, Outubro-Dezembro/1984, p. 53; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “Responsabilidade civil do diretor de S.A.”, (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S/A: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 597; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997, pp. 71-72; EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 203-204; WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade societária: danos causados pelos administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 77. Em sentido diverso, vide LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas*. Comentários, v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, pp. 564-565 (defendendo que nas duas hipóteses do art. 158 da Lei n. 6.404/76 está prevista culpa presumida). Em outro sentido, vide CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. 3. 6. ed. São Paulo: Saraiva. 2014, pp. 514-518 (defendendo a responsabilidade objetiva dos administradores).

*administradores*¹⁰⁹⁹. Caberia, portanto, distinguir o ônus probatório da culpa apenas quando o administrador atuasse fora das atribuições e dos poderes. Se o administrador atua fora das atribuições e dos poderes e viola a lei ou o estatuto, deve haver presunção relativa de culpa, pois é obrigação de resultado do administrador atuar dentro dos limites legais e estatutários. Caso o administrador atue dentro das atribuições e dos poderes, não basta ao lesado provar a violação da lei ou do estatuto – caberá ao lesado também a prova da culpa. A presunção de culpa, a nosso ver, não decorre propriamente da literalidade dos incisos I e II do art. 158 da Lei n. 6.404/76, mas do tipo de dever descumprido: se é dever de meio ou de resultado¹¹⁰⁰.

O limite das atribuições e dos poderes dos administradores serve não apenas para instituir a presunção relativa de culpa dos administradores, mas também opera como *critério para imputação de responsabilidade às companhias pelos atos ilícitos dos administradores*¹¹⁰¹. Como regra geral, os atos dos administradores somente vinculam a companhia, se exercidos nos limites dos poderes destes, conforme art. 47 do Código Civil. Em três situações excepcionais¹¹⁰², porém,

¹⁰⁹⁹ O objeto social e o interesse social fazem parte dos limites das atribuições e poderes dos administradores, cf. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas”, RDM n. 42, abril-junho/1981, pp. 74-75. O administrador que leva a companhia a desenvolver atividade manifestamente estranha ao objeto social, por exemplo, age fora das suas atribuições e poderes, motivo pelo qual sua culpa é presumida para os fins do art. 158 da Lei n. 6.404/76.

¹¹⁰⁰ No mesmo sentido, vide ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 225.

¹¹⁰¹ FRONTINI, Paulo Salvador. “Responsabilidade dos Administradores em Face da Nova Lei das Sociedades por Ações”, RDM, n. 26, ano XVI, 1977, pp. 45-46; ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 221-225.

¹¹⁰² VEIGA JÚNIOR, Didimo Agapito da. As Sociedades Anonymas. Commentario. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1888, pp. 361-362; VAMPRÉ, Spencer. Tratado Elementar de Direito Commercial. Vol. II. Rio de Janeiro: F. Briguiet & Cia, 1922, p. 283; FARIA, S. Soares de. Do abuso da razão social. São Paulo: Saraiva, 1933, p. 243; RUSSELL, Alfredo. Sociedades Anonymas. 2. ed. Rio de Janeiro: Jacintho, 1937, p. 453; FERREIRA, Waldemar. Tratado das Debêntures. Vol. 1. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1944, pp. 304-309; CARVALHO DE MENDONÇA, J.X. Tratado de Direito Commercial Brasileiro. Vol. IV. 7. Ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1964, p. 76; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. “Sociedade por Ações. Atos Praticados por Seus Diretores, em razão da Administração. Responsabilidade Daquela e Dêstes, Solidariamente, se Agiram com Culpa ou Contrariamente aos Estatutos Sociais”, RDM, v. 10, n. 2, 1971, pp. 80-81; BORGES, João Eunápio. Do Aval. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1975, pp. 62-68; FRONTINI, Paulo Salvador. “Responsabilidade dos Administradores em Face da Nova Lei das Sociedades por Ações”, RDM, n. 26, ano XVI, 1977, pp. 36-38; BATALHA, Wilson de Souza Campos. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Vol. 2. Rio de Janeiro: Forense, 1977, pp. 715-718; TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Das sociedades anônimas no direito brasileiro. Vol. 1. São Paulo: Bushatsky, 1979, pp. 480-481; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas”, RDM n. 42, abril-junho/1981, pp. 75-77; BULGARELLI, Waldirio. “Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias”, RDM n. 50, abril-junho/1983, pp. 98-99; EIZIRIK, Nelson. “Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta”, RDM n. 56, Outubro-Dezembro/1984, p. 55; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. O Conselho de Administração na Sociedade Anônima. São Paulo: Atlas, 1997, pp. 69-71; ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 221-224; LUCENA, José Waldecy. Das Sociedades Anônimas. Comentários, v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, pp. 617-624; CERZETTI, Sheila Christina Neder. “Os Deveres e Responsabilidades dos Administradores das

a companhia responderia perante terceiros pelas obrigações assumidas pelos administradores fora das atribuições e dos poderes respectivos: (i) quando o terceiro estivesse de boa-fé e não soubesse da limitação de poderes do administrador (com base na teoria da aparência); (ii) quando outro órgão social competente ratificasse posteriormente o ato; e (iii) quando a companhia se beneficiasse do ato irregular.

Assim, se o administrador atua dentro das atribuições e poderes e não comete ilícito, apenas à companhia são imputados os atos e negócio jurídicos realizados pelo administrador. Se o administrador atua dentro das atribuições e dos poderes, mas comete ato ilícito (*i.e.*, age com culpa ou com dolo, ou viola lei ou estatuto), a companhia e o administrador respondem perante acionistas ou terceiros pelos danos causados em decorrência da atuação ilícita do administrador. Se o administrador extrapola os limites das suas atribuições e poderes, mas incide nas exceções referidas no parágrafo anterior, é possível a responsabilidade civil extracontratual da companhia e do administrador por danos causados a acionistas ou terceiros. Se, por fim, o administrador atua fora das atribuições e dos poderes e em nome próprio, não se imputa à companhia nenhuma responsabilidade.

Não há como concordar, portanto, com o equivocado posicionamento de que o art. 158 da Lei n. 6.404/76 teria imputado exclusivamente os denominados “atos irregulares de gestão” aos administradores. Tampouco se pode concordar com a tese de que, ao se cometer um “ato irregular de gestão”, o administrador romperia o vínculo orgânico que se estabelece entre ele e a companhia¹¹⁰³.

As companhias têm, por meio de seus órgãos sociais, plena capacidade jurídica para realizar atos civis lícitos e ilícitos. O administrador pode atuar como membro de órgão social da companhia, ainda que os meios realizados para atingir o objeto social sejam ilícitos. Não há como

Companhias Abertas Brasileiras”, (in) ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (org.). Regulação Brasileira do Mercado de Capitais. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 250; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. Administradores de sociedades anônimas: a relação jurídica entre o administrador e a sociedade. São Paulo: Almedina, 2015, pp. 215-216; BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 101-103; PATELLA, Laura; FERREIRA, Mariana Martins-Costa. “O regime de excesso de poderes dos administradores de sociedades personificadas no Código Civil”. (in) BARBOSA, Henrique; SILVA, Jorge Cesa Ferreira da (coord.). A Evolução do Direito Empresarial e Obrigacional - 18 anos do Código Civil (Societário & Direito de Empresa). Vol. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 633-639 (tratando do excesso de poderes dos administradores após a revogação do parágrafo único do art. 1.015 do Código Civil).

¹¹⁰³ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Vol. 2. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 204-205; WEBER, Ana Carolina. Responsabilidade societária: danos causados pelos administradores. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 48.

confundir o ato ilícito com a atividade empresária determinada no objeto social¹¹⁰⁴. A companhia pode prever objeto social lícito e seus administradores podem realizar ilícitos para atender o objeto social e para obter lucros aos acionistas, atuando, portanto, dentro dos limites de suas atribuições e de seus poderes. Nesse caso, o ato ilícito deve ser juridicamente imputado à companhia, não deixando, ao mesmo tempo, de ser materialmente atribuído ao administrador faltoso¹¹⁰⁵.

O administrador, no exercício da própria função, possui deveres legais próprios, de modo que os atos ou omissões ilícitas realizadas dentro das suas atribuições lhe são imputadas para todos os fins de direito, inclusive, especialmente, para a finalidade de imputação de responsabilidade civil. O administrador “é”, no exercício das suas atribuições, a companhia; mas, ao mesmo tempo, o administrador não deixa de ter personalidade jurídica própria e responsabilidade pessoal pelos mesmos atos realizados como órgão social da companhia. Há, portanto, dupla incidência normativa e dupla imputação jurídica¹¹⁰⁶: (i) imputação do ilícito à companhia nas suas relações com terceiros pelo descumprimento dos deveres legais da companhia; e (ii) imputação de responsabilidade civil aos administradores, pelo descumprimento de deveres legais próprios na atuação dos próprios administradores como membros de órgão social, atuação essa que levou a companhia a violar norma legal e que causou dano direto a terceiros.

Especificamente em relação à imputação à companhia de falhas informacionais no mercado de valores mobiliários, não nos parece, como regra, haver propriamente excesso de poderes na atuação dos administradores. Nesses casos, o ilícito caracteriza-se pelo descumprimento de deveres legais de informar. A lei e as normas regulamentares atribuem aos diversos cargos de administrador competências para produção e para descoberta de informações, as quais, por sua vez, a companhia precisa divulgar aos investidores. O diretor de relações com investidores tem o dever de divulgar, pelos canais oficiais da companhia, as informações exigidas¹¹⁰⁷. Se o diretor de relações com investidores for omissivo em sua atuação, cabe aos demais administradores suprir a omissão, o que, nos termos da regulação da CVM sobre fatos relevantes, se dá por meio da

¹¹⁰⁴ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Sobre a interpretação do objeto social”, RDM n. 54, abril-junho/1984, p. 69.

¹¹⁰⁵ ALESSI, Renato. “Responsabilità ‘diretta’ delle persone giuridiche”. (in) Studi in onore di Giovanni Pacchioni. Milano: Giuffrè, 1939, pp. 391-401; CAMPOBASSO, Mario. L’imputazione di conoscenza nelle società. Milano: Giuffrè, 2002, pp. 181-182.

¹¹⁰⁶ GIANNINI, Massimo Severo. Diritto Amministrativo. Vol. I. Milano: Giuffrè, 1970, p. 145 (imputação jurídica formal e imputação psíquica).

¹¹⁰⁷ Arts. 48 e 48, Resolução CVM 80/22.

comunicação à autarquia dos atos ou fatos em questão¹¹⁰⁸. Esses deveres, atribuições e poderes dos administradores têm a função de levar a companhia a cumprir com seus deveres próprios, no mercado de valores mobiliários, referentes à divulgação de informações. Assim, quando a informação é divulgada, é a própria companhia que está agindo, ainda que por meio dos seus administradores.

O descumprimento, portanto, é cometido tanto pela companhia como pelos seus administradores, já que os administradores têm o dever de “*zelar, dentro de suas competências legais e estatutárias, para que o emissor cumpra a legislação e regulamentação do mercado de valores mobiliários*”¹¹⁰⁹. O mesmo ato é elemento de suportes fáticos de duas regras jurídicas diferentes¹¹¹⁰, ocasionando multiplicidade de incidências sobre o mesmo ato. Nesse caso, o mesmo ato ocasiona a imputação de um mesmo ilícito a dois distintos sujeitos de direito.

Destaca-se, ainda, nessa teia de imputações, o papel do diretor de relações com investidores no cometimento de falhas informacionais. O diretor de relações com investidores é responsável pela prestação de todas as informações exigidas da companhia aberta pela legislação e regulamentação do mercado de valores mobiliários¹¹¹¹. Portanto, o diretor de relações com investidores é o elo entre a produção de informações dentro da estrutura organizacional interna da companhia, e a divulgação de informações da companhia ao público. Em virtude disso, é comum que o diretor de relações com investidores seja responsável, juntamente com a companhia, por falhas informacionais. De outro modo, porém, essa conclusão não significa que, necessariamente, todas as falhas informacionais imputadas à companhia serão também imputadas ao diretor de relações com investidores. Isso porque o diretor de relações com investidores pode ter atuado sem culpa na divulgação de informações falsas repassadas por outro administrador ou funcionário da companhia.

Por exemplo, os administradores têm a atribuição e o dever de preparar as demonstrações financeiras da companhia para submissão à assembleia geral ordinária. Após aprovação pela assembleia geral ordinária, o que era documento da administração passa a ser, efetivamente e para

¹¹⁰⁸ Arts. 46 e 50, Resolução CVM 80/22; art. 3, §2º, Resolução CVM 44/21; arts. 138, §1º, 142, III, 144, 157, §4º, 158, §4º, Lei n. 6.404/76.

¹¹⁰⁹ Art. 46, Resolução CVM 80/22.

¹¹¹⁰ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo II. 2. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954, §170, p. 219.

¹¹¹¹ Art. 49, Resolução CVM 80/22.

todos os efeitos, as demonstrações financeiras da companhia. Depois de publicadas as demonstrações financeiras, terceiros enganados por aquelas informações poderão pleitear, contra a companhia, indenização pelos danos eventualmente causados por informações incorretas, incompletas ou imprecisas, inseridas pelos administradores nas demonstrações financeiras. Os administradores respondem, pessoalmente, perante a companhia e perante acionistas, ou terceiros, pelos danos causados pela falha nas demonstrações financeiras, se aos próprios administradores for imputado, materialmente, o ato de elaboração do documento. É a imputação material do ato ilícito lesivo aos administradores que justifica a responsabilidade pessoal do administrador por danos diretos causados a acionistas e a terceiros, tal como previsto no art. 159, §7º, Lei n. 6.404/76¹¹¹².

Em suma, se a informação é divulgada pelos canais oficiais da companhia de divulgação de informações ao mercado de valores mobiliários¹¹¹³, a falha informacional é imputada à companhia, ainda que o administrador exceda seus poderes ou suas atribuições na divulgação dessas informações. Se o administrador descumprir deveres próprios inerentes à sua função orgânica, a falha informacional também pode ser imputada ao administrador. Esse entendimento busca propor interpretação sistemática da responsabilidade civil das sociedades anônimas por danos causados a terceiros, seja em observância ao art. 47 do Código Civil e art. 158 da Lei n. 6.404/76, seja em sintonia com o macrossistema de responsabilidade civil das pessoas jurídicas.

b. Macrossistema de responsabilidade civil das pessoas jurídicas

Houve – durante século XX tanto no direito brasileiro, quanto no direito estrangeiro – ampliação das hipóteses de responsabilidade civil da pessoa jurídica¹¹¹⁴, em especial das

¹¹¹² No mesmo sentido, no direito italiano que tem norma similar ao art. 159, §7º, Lei n. 6.404/76, no art. 2395 do Código Civil Italiano, cf. FIORENTINO, Adriano. *Gli organi delle società di capitali*. Napoli: Eugenio Jovene, 1950, pp. 147-155; FRÈ, Giancarlo. *Società per azioni*. Art. 2325-2461. 4. Ed. Bologna: Zanichelli, 1972, pp. 508-509; CAMPOBASSO, Mario. *L'imputazione di conoscenza nelle società*. Milano: Giuffrè, 2002, pp. 181-182.

¹¹¹³ Arts. 14, caput, §§2º e 3º, 15, 16, 17, 18, 22, 33, 34, Resolução CVM 80/22.

¹¹¹⁴ BEVILAQUA, Clóvis. *Código Civil dos Estados Unidos do Brasil*. Vol. 5. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1951, pp. 299-300.

sociedades empresárias oriunda de atos de representantes e do desenvolvimento de atividades negociais¹¹¹⁵.

Atualmente, é incontestável a responsabilidade civil das pessoas jurídicas por ato ilícito. Com o advento das diversas hipóteses de responsabilidade civil objetiva das pessoas jurídicas¹¹¹⁶, às sociedades anônimas passaram a ser imputados, diretamente, tanto os fatos como as consequências jurídicas, no plano da responsabilidade civil de produtos e de serviços, bem como no âmbito da atividade empresarial em si. Com isso, o regime legal de responsabilidade civil por fato de terceiro (empregados e prepostos) se tornou residual¹¹¹⁷. O direito brasileiro – de forma muito mais ampla do que imputar à sociedade anônima um único ato jurídico ilícito causador de dano, realizado por indivíduo determinado – acolheu, de forma contundente, a imputação de responsabilidade civil pela *atividade desenvolvida*¹¹¹⁸⁻¹¹¹⁹. Ou seja, a responsabilidade civil das pessoas jurídicas tornou-se independente da responsabilidade civil de seus administradores¹¹²⁰, prepostos, trabalhadores e assim por diante. Com isso, às sociedades empresárias de modo geral criou-se verdadeiro *dever de organização interna*, a fim de evitar a ocorrência dos riscos proibidos e decorrentes do desenvolvimento da atividade empresária.

¹¹¹⁵ VINEY, Geneviève; JOURDAIN, Patrice; CARVAL, Suzanne. *Traité de Droit Civil – Les conditions de la responsabilité*. 4. Ed. Paris: LGDJ, 2013, pp. 1076-1078; BRÜGGEMEIER, Gert. “The Civilian Law of Delict: A comparative and historical analysis”, *European Journal of Comparative Law and Governance*, n. 7, 2020, pp. 353-355, 375-376; COZIAN, Maurice; VIANDIER, Alain; DEBOISSY, Florence. *Droit des sociétés*. 32. Ed. Paris: Lexisnexis, 2019, pp. 156-157, 402-406; CHOUDHURY, Barnali; PETRIN, Martin. *Corporate Duties to the Public*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, pp. 142-143; RAUTERBERG, Gabriel. “The essential role of agency law”, *Michigan Law Review*, vol. 118, Fev/2020, pp. 616-617; ANGELICI, Carlo. “Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità”, *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*, Anno CVIII (2010), Parte I, pp. 61-62.

¹¹¹⁶ Exemplificativamente, vide art. 37, §6º, Constituição Federal; arts. 927, parágrafo único, e 931, Código Civil; art. 14, Código de Defesa do Consumidor; art. 3, Lei n. 9.605/1998; arts. 31 a 33, Lei n. 12.529/2011; art. 3, §1º, Lei n. 12.846/2013; arts. 42 a 44, Lei n. 13.709/2018.

¹¹¹⁷ DIREITO, Carlos Alberto Menezes; FILHO, Sergio Cavalieri. *Comentários ao Novo Código Civil*. Vol. XIII. Rio de Janeiro: Forense, 2011, pp. 257-259.

¹¹¹⁸ Tratando sobre o advento da responsabilidade civil pelo risco da atividade, vide AGUIAR DIAS, José de. *Da responsabilidade civil*. 12. Ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, pp. 497-529; GONÇALVES, Carlos Roberto. *Comentários ao Código Civil*. Vol. 11. São Paulo: Saraiva, 2003, pp. 307-317; DIREITO, Carlos Alberto Menezes; FILHO, Sergio Cavalieri. *Comentários ao Novo Código Civil*. Vol. XIII. Rio de Janeiro: Forense, 2011, pp. 168-176; PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade Civil*. Atual. Gustavo Tepedino. 12. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, pp. 159-169; CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. 13. Ed. São Paulo: Atlas, 2019, pp. 225-238; SCHREIBER, Anderson. *Novos paradigmas da responsabilidade civil*. 6. Ed. São Paulo: Atlas, 2015, pp. 19-34, 50-51.

¹¹¹⁹ Vide, por exemplo, arts. 927, parágrafo único, e 931, Código Civil; art. 12, CDC; art. 3º, Lei n. 9.605/98; arts. 31, 32, 33, Lei n. 12.529/2011; art. 2º, Lei n. 12.846/2013.

¹¹²⁰ A responsabilidade civil das pessoas jurídicas de forma autônoma e independente daquela dos seus administradores foi amplamente desenvolvida no direito alemão, a partir do §31 do BGB, cf. KLEINDIEK, Detlef. *Deliktshaftung und juristische Person*. Tübingen: Mohr Siebeck, 1997, pp. 117-368.

Não é consentâneo com o sistema legal vigente negar a imputação às companhias abertas por ilícitos realizados por seus administradores no exercício das respectivas funções, pois, no entender de parte da doutrina (com a qual não concordamos), seria “*elemento primário de todo ato ilícito (...) uma conduta humana (...)*”¹¹²¹. O fato de o ilícito ser exteriorizado por conduta humana não impede que seja atribuído às companhias.

Ora, qualquer ato ou qualquer atividade desenvolvida para atingir o escopo social necessariamente devem ser perfectibilizados por meio de condutas humanas. Exonerar as sociedades anônimas exclusivamente da imputação de ilícitos civis geraria injustificável desigualdade de tratamento no tráfego social, especialmente em vista do desenvolvimento histórico do conceito de “pessoa jurídica” e da responsabilidade civil nas sociedades de massas. Como visto no item 5.1.1., a capacidade delitual das pessoas jurídicas foi há muito superada graças à teoria orgânica das pessoas jurídicas, que indiscutivelmente embasou, no direito brasileiro, a regulação das sociedades anônimas. Em suma, as diversas hipóteses de responsabilidade civil imputadas às sociedades empresárias por danos causados a terceiros contradizem o posicionamento sustentado por parte da doutrina brasileira, que nega a atribuição de ilícitos às companhias abertas.

Além disso, os sistemas jurídicos que influenciaram a redação do art. 158 da Lei n. 6.404/76 não exoneram a sociedade anônima de responsabilidade civil por ilícitos cometidos pelos administradores no exercício das respectivas funções. Consequentemente, como se verá adiante, naqueles ordenamentos jurídicos as companhias abertas são o principal responsável por danos causados a acionistas e terceiros por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários.

c. Direito estrangeiro

A evolução legal do tratamento da responsabilidade civil de administradores de sociedades anônimas no Brasil foi influenciada por movimento semelhante observado em ordenamentos estrangeiros¹¹²².

¹¹²¹ CARVALHOSA, Modesto; CANTIDIANO, Maria Lucia. “A legislação brasileira permite que um acionista seja individualmente indenizado pela companhia”, Capital Aberto, 12 de março de 2017 (posicionamento defendido por Maria Lucia Cantidiano).

¹¹²² Didimo Veiga Júnior afirma que o art. 11 do Decreto n. 3.150/1891, germen do art. 158 da Lei n. 6.404/76, foi influenciado pelas leis belga, francesa, alemã e portuguesa, cf. VEIGA JÚNIOR, Didimo Agapito da. *As Sociedades Anonymas. Commentario*. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1888, p. 358.

Na França, a Lei das Sociedades Comerciais de 1867 aboliu o sistema de concessões e previu a responsabilidade civil dos administradores frente à sociedade e terceiros¹¹²³ pela infração à lei e pelas “falhas de gestão” (“*faute de gestion*”)¹¹²⁴. Em Portugal, a Lei das Sociedades Anônimas de 1867 também previu a responsabilidade civil dos administradores frente à sociedade e terceiros por faltas na execução do seu mandato, violação dos estatutos e preceitos daquela lei¹¹²⁵. Igualmente, o Código do Comércio italiano de 1882 consagrou a responsabilidade dos administradores, por descumprimento de deveres legais ou estatutários, perante a sociedade e terceiros¹¹²⁶⁻¹¹²⁷. Na França¹¹²⁸, em Portugal¹¹²⁹ e na Itália¹¹³⁰, a previsão de responsabilidade civil dos administradores frente a terceiros e frente aos acionistas, em determinados casos, está prevista na legislação atualmente em vigor. Em razão da semelhança entre as normas legais dos referidos ordenamentos jurídicos estrangeiros e o art. 158 da Lei n. 6.404/76, é possível obter, com base no

¹¹²³ Lei das Sociedades Comerciais de 1867, Art. 44. Os administradores são responsáveis, conforme as regras do direito comum, individualmente ou solidariamente conforme o caso, frente à sociedade ou frente a terceiros, por infrações aos dispositivos da presente lei e por falhas que tenham cometido na gestão, notadamente ao distribuir ou deixar de distribuir sem oposição de dividendos fictícios (tradução da candidata).

¹¹²⁴ HOMMEY, Etienne. La responsabilité personnelle des administrateurs dans la gestion des Sociétés Anonymes. Paris: Les Presses Modernes, 1936, pp. 1-9.

¹¹²⁵ Lei das Sociedades Anônimas de 22 de junho de 1867, Art. 16 – Os mandatários das sociedades anonymas só respondem pela execução do mandato conferido e aceito, e não contraem obrigação alguma pessoal ou solidária em relação às operações da sociedade.

São porém pessoal ou solidariamente responsáveis, conforme as regras de direito commum, para com a sociedade e para com terceiros, pela falta de execução de seu mandato, violação dos estatutos e preceitos d’esta lei.

¹¹²⁶ Código Comercial Italiano de 1882, art. 147. Os administradores respondem solidariamente para com os sócios e terceiros: 1. Pela veracidade dos pagamentos efetuados pelos sócios; 2. pela real existência dos dividendos pagos; 3. pela existência dos livros exigidos por lei e pela a sua regular manutenção; 4. pelo exato cumprimento das deliberações das assembleias gerais; 5. e, em geral, pelo exato cumprimento dos deveres que lhes são impostos pela lei, pelo ato de constituição e pelo estatuto e que não sejam exclusivamente próprios de função específica e pessoal.

¹¹²⁷ Havia, todavia, dúvida se a referência à “sócios” e “terceiros”, em verdade não significaria “sociedade” e “credores sociais”, o que ensejou o tratamento previsto nos arts. 2394 e 2395 do Código Civil Italiano, cf. BRUNETTI, Antonio. Trattato del Diritto delle Società. Vol. II. Milano: Giuffrè, 1948, p. 384.

¹¹²⁸ Código Comercial Francês, Art. L225-251: “Os administradores (*administrateurs*) e o diretor geral (*directeur général*) são responsáveis individual ou solidariamente, conforme o caso, perante a sociedade ou a terceiros, seja por violações das leis ou regulamentos aplicáveis às sociedades anônimas, ou por violações do estatuto social ou por falhas cometidas em sua gestão (*faute de gestion*). (...)”. Código Comercial Francês, Art. L225-252: “Além da ação de indenização por danos pessoais sofridos, os acionistas podem, individualmente ou agrupando nas condições fixadas por decreto no Conselho de Estado, intentar a ação social de responsabilidade contra os administradores (*administrateurs*) ou o diretor geral (*directeur général*). Os requerentes têm o direito de buscar indenização por todo o dano sofrido pela sociedade, à qual, quando aplicável, será concedida a indenização”. (tradução da candidata).

¹¹²⁹ Código das Sociedades Comerciais, art. 79.º: “Responsabilidade para com os sócios e terceiros. 1 - Os gerentes ou administradores respondem também, nos termos gerais, para com os sócios e terceiros pelos danos que directamente lhes causarem no exercício das suas funções. 2 - Aos direitos de indemnização previstos neste artigo é aplicável o disposto no n. 2 a 6 do artigo 72.º, no artigo 73.º e no n.º 1 do artigo 74.º”.

¹¹³⁰ Código Civil Italiano, art. 2395: “As disposições dos artigos anteriores não afetam o direito à indenização por danos devidos ao acionista ou a terceiros [2419] que tenham sido diretamente prejudicados por atos culposos ou dolosos dos administradores [2393, 2393 bis, 2394, 2394 bis]” (tradução da candidata).

direito estrangeiro, novos elementos de interpretação sobre o regime de responsabilidade civil dos administradores frente a acionistas e terceiros.

No direito francês, não há norma legal específica que distinga a responsabilidade frente a terceiros da sociedade anônima daquela de seus administradores¹¹³¹⁻¹¹³². Ainda assim, nem a doutrina, nem a jurisprudência interpretaram a omissão como exclusão da responsabilidade civil da pessoa jurídica¹¹³³. A Corte de Cassação francesa vem reconhecendo que a sociedade responde tanto pela *faute civile* de seus administradores¹¹³⁴, como por falhas na sua organização interna, hipótese essa em que nem mesmo é possível identificar qual pessoa física cometeu ilícito em nome da pessoa jurídica¹¹³⁵. Somente quando o administrador atua (i) fora das suas funções ou (ii) dentro delas, mas em absoluto descompasso com o que seria normalmente esperado de um administrador nas mesmas circunstâncias (*“faute séparable des fonctions”*), o administrador também é pessoalmente responsabilizado perante os terceiros lesados. Na segunda hipótese (ii), a companhia não é exonerada do dever de indenizar, pois haveria responsabilidade *in solidum* de administradores e da companhia, já que ambos seriam coautores do ilícito¹¹³⁶. Essa foi a solução no caso Sidel¹¹³⁷, no qual companhia aberta e administrador foram responsabilizados civilmente por danos causados

¹¹³¹ COZIAN, Maurice; VIANDIER, Alain; DEBOISSY, Florence. Droit des sociétés. 32. Ed. Paris: Lexisnexus, 2019, p. 112.

¹¹³² O projeto de reforma do Código Civil francês previa a inserção do art. 1242-1, no qual a responsabilidade civil da pessoa jurídica por ato de seus órgãos estaria regulada, cf. CANIVET, Guy. “Responsabilité des personnes morales, histoire et destin d’un régime propre”. (in) PUTMAN, Emmanuel et al. (org.). Mélanges en l’honneur de Jacques Mestre. Paris: LGDJ, 2019, pp. 233-252.

¹¹³³ DEMOGUE, René. Traité des obligations en general. Tome III. Paris: Arthur Rousseau, 1923, p. 550; MICHOU, Léon. La théorie de la personnalité morale et son application au Droit Français. 3. Ed. Parte II. Paris: LGDJ, 1932, p. 239; MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Leon. Traité théorique et pratique de la responsabilité civile délictuelle et contractuelle. 4. Ed. Tomo II. Paris: Sirey, 1949, pp. 827-828; COLIN, Ambroise; CAPITANT, Henri. Cours Élémentaire de Droit Civil Français. Tomo II. 10. Ed. Paris: Dalloz, 1953, p. 224; TERRÉ, François; SIMLER, Philippe; LEQUETTE, Yves. Droit civil – Les obligations. 7. Ed. Paris: Dalloz, 1999, p. 651; BRUN, Philippe. Responsabilité civile extracontractuelle. 3. Ed. Paris: Lexisnexus, 2014, p. 200.

¹¹³⁴ VINEY, Geneviève; JOURDAIN, Patrice; CARVAL, Suzanne. Traité de Droit Civil – Les conditions de la responsabilité. 4. Ed. Paris: LGDJ, 2013, pp. 1146-1148, 1151-1153.

¹¹³⁵ VINEY, Geneviève; JOURDAIN, Patrice; CARVAL, Suzanne. Traité de Droit Civil – Les conditions de la responsabilité. 4. Ed. Paris: LGDJ, 2013, pp. 1150-1151.

¹¹³⁶ DANOS, Frédéric. “La réparation du préjudice individuel de l’actionnaire”, Revue de Jurisprudence de Droit des Affaires, n. 5/08, pp. 485-488; PROROK, Johan. La responsabilité civile sur les marchés financiers. Paris: LGDJ, 2019, pp. 542-544, 549-551; VINEY, Geneviève; JOURDAIN, Patrice; CARVAL, Suzanne. Traité de Droit Civil – Les conditions de la responsabilité. 4. Ed. Paris: LGDJ, 2013, pp. 1151-1161.

¹¹³⁷ Tribunal correctionnel de Paris, 11e ch. 1re sect., 12/09/2006, n° 0018992026, Sidel; Cour d’appel de Paris, 9e ch. corr. sect. B, 31 oct. 2008, n°06/09036, Sidel; Cass. crim. 18 nov. 2009, n° 08-88.078, Sidel, JurisData n° 2009-050618.

a investidores pela divulgação de informações falsas sobre o livro de ordens e sobre as perspectivas da sociedade entre 1995 e 2001¹¹³⁸.

Acionistas, por sua vez, não são considerados como terceiros pela jurisprudência francesa, motivo pelo qual a restrição da “*faute séparable des fonctions*” não se aplica à responsabilidade civil dos administradores frente aos acionistas¹¹³⁹. Assim, os administradores respondem frente aos acionistas por quaisquer danos diretos causados no desempenho das respectivas funções. No caso da responsabilidade civil por falha informacional, já que os ilícitos informacionais, dada a gravidade, são considerados como *faute séparable des fonctions*, os administradores podem responder igualmente frente a investidores e acionistas¹¹⁴⁰.

No direito português, as sociedades anônimas respondem pelos danos causados a acionistas e terceiros por ilícitos cometidos por seus administradores dentro das funções destes¹¹⁴¹. Luís Brito Correia e António Menezes Cordeiro observam que seria lógico que todos os atos realizados pelos administradores, dentro das funções orgânicas, fossem imputados exclusivamente à companhia. No entanto, a ilicitude da conduta do administrador ensejaria a hipótese de superação ou de levantamento da personalidade jurídica da companhia, para atingir, também, o patrimônio dos administradores em proteção de terceiros, como disposto no art. 79º, n. 1, do Código das Sociedades Comerciais¹¹⁴². Também no direito português, a responsabilidade civil dos

¹¹³⁸ A doutrina francesa criticou a decisão, considerando que nela a sociedade foi responsabilizada por fato de terceiro e não por ato próprio, embora o ilícito tenha sido realizado por administrador, cf. BARBIÈRI, Jean-François. “Note – Infractions d’affaires et action en réparation du prejudice occasionné aux actionnaires minoritaires”, Bulletin Joly Sociétés, Jan/2007, n. 1, pp. 119-138; BARBIÈRI, Jean-François. “Note- Informations mesongères et infractions comptables: droit des minoritaires à réparation du prejudice personnel”, Bulletin Joly Sociétés, Jan/2009, n. 1, pp. 143-148; DEZEUZE, Eric. “Note – Affaire Sidel: après l’arrêt de la cour d’appel, plusieurs certitudes, certaines interrogations et quelques doutes sur l’action civile en matière d’infractions boursières”, Bulletin July Bourse, Jan-Fev/2009, n. 1, pp. 28-38.

¹¹³⁹ COZIAN, Maurice; VIANDIER, Alain; DEBOISSY, Florence. Droit des sociétés. 32. Ed. Paris: Lexisnexis, 2019, pp. 185-186; Corte de Cassação francesa, Câmara Comercial, n. 08-21.547 e 08-21.793, 09/03/2010.

¹¹⁴⁰ PROROK, Johan. La responsabilité civile sur les marchés financiers. Paris: LGDJ, 2019, pp. 535-539.

¹¹⁴¹ FRADA, Manuel Carneiro da. “Dever de legalidade dos administradores e responsabilidade civil societária”, (in) DOMINGUES, Paulo de Tarso (coord.). Congresso Comemorativo dos 30 anos do Código das Sociedades Comerciais. Coimbra: Almedina, 2017, pp. 45-57; CORDEIRO, António Menezes. Direito das Sociedades. Vol. I. 3. Ed. Coimbra: Almedina, 2011; OLIVEIRA ASCENSÃO. Direito Civil. Vol. I. 3. Ed. São Paulo: Saraiva, 2010 (versão ebook), posições 5029-5085; CORDEIRO, Catarina Pires. “Algumas considerações críticas sobre a responsabilidade civil dos administradores perante acionistas no ordenamento jurídico português”, O Direito 137º, I, 2005, p. 118; CORREIA, Luís Brito. Os administradores de Sociedades Anónimas. Coimbra: Almedina, 1993, p. 550 (para quem a companhia responde por danos causados a terceiros por seus administradores com base no regime de responsabilidade civil por fato de terceiro, nos termos do art. 6º, n. 5, Código das Sociedades Comerciais e art. 500 do Código Civil português).

¹¹⁴² CORREIA, Luís Brito. Os administradores de Sociedades Anónimas. Coimbra: Almedina, 1993, p. 214; CORDEIRO, António Menezes. Direito das Sociedades. Vol. I. 3. Ed. Coimbra: Almedina, 2011, p. 997.

administradores por danos causados a acionistas e terceiros não afasta a responsabilidade civil da companhia perante tais lesados.

No direito italiano, para parte da doutrina¹¹⁴³ e da jurisprudência¹¹⁴⁴, a responsabilidade civil da companhia decorre da imputação do ilícito à companhia, mesmo que o administrador também seja responsabilizado com base no art. 2395 do Código Civil Italiano. Galgano defende que quando o administrador comete ato ilícito, é retirada a *immunità organica* do administrador, passando a ser reconhecidas as consequências jurídicas de ato materialmente a imputado ao administrador e juridicamente imputado à sociedade¹¹⁴⁵. Pinardi indica que a imunidade orgânica dos administradores é superada quando o administrador descumpre deveres próprios, e da própria sociedade, de informar ao mercado de valores mobiliários, ocasionando a responsabilidade conjunta do administrador e da sociedade¹¹⁴⁶. Até mesmo Minervini, para quem o ilícito realizado no exercício da função é imputado exclusivamente ao administrador por força do art. 2395 do Código Civil, reconhece que a companhia também responde civilmente pelos danos causados por esses ilícitos, com base no regime da responsabilidade por fato de terceiro do art. 2049 do Código Civil¹¹⁴⁷.

Os direitos norte-americano e alemão, por sua vez, contêm legislação diversa da brasileira quanto à responsabilidade civil dos administradores por danos causados a acionistas e terceiros. Ainda assim, é indiscutível que as companhias abertas são responsáveis por danos causados por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários cometidas por seus administradores.

No direito norte-americano, a vinculação da companhia por atos de seus administradores segue a doutrina “*respondent superior*”, segundo a qual o representado será responsabilizado

¹¹⁴³ BRUNETTI, Antonio. Trattato del Diritto delle Società. Vol. II. Milano: Giuffrè, 1948, pp. 386 (nota de rodapé n. 200), 399-400 (nota de rodapé n. 223); FRÈ, Giancarlo. Società per azioni. Art. 2325-2461. 4. Ed. Bologna: Zanichelli, 1972, pp. 508-509; BONELLI, Franco. Gli amministratori. Milano: Giuffrè, 1985, p. 323; ANGELICI, Carlo. “Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità”, Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni, Anno CVIII (2010), Parte I, pp. 52-54, 58; PERRONE, Andrea. Il diritto del mercato dei capitali. Milano: Giuffrè, 2020, pp. 120-121.

¹¹⁴⁴ MUNARI, Alessandro. “Bilancio falso e responsabilità ex art. 2395 c.c. (nota a Trib. Milano, Sez. Specializzata in Materia di Impresa B, 21 giugno 2016, n. 7695)”, Rivista di Diritto Societario, 2/2017, pp. 476-477, em especial vide notas de rodapé n. 56, 57, 59, 60,

¹¹⁴⁵ GALGANO, Francesco. I fatti illeciti. Milano: CEDAM, 2008, pp. 215-216.

¹¹⁴⁶ PINARDI, Marco. “La responsabilità per danni da informazione nel mercato finanziario”, La nuova giurisprudenza civile commentata, Vol. 18, Fascículo 4, 2002, p. 359.

¹¹⁴⁷ MINERVINI, Gustavo. “Note in tema di responsabilità degli amministratori di società per azioni - artt. 2394 e 2395 Cod. Civ”, Rivista Del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni, 5-6, 1954 (p. 10 da versão digital).

solidariamente com o seu agente pelos ilícitos realizados dentro do escopo da sua função¹¹⁴⁸. Como regra geral, a companhia é responsabilizada objetivamente pelos ilícitos realizados pelos seus agentes – como se a companhia fosse o próprio administrador, empregado ou preposto –, caso estes aparentem deter autoridade para atuar em nome da companhia¹¹⁴⁹. Por sua vez, a responsabilidade civil da companhia não afasta a responsabilidade civil dos agentes perante terceiros, se demonstrada conexão entre a sua atuação e o ilícito causador do dano¹¹⁵⁰.

Consequentemente, tanto as companhias abertas quanto os respectivos administradores podem ser responsabilizados solidariamente por informações falsas divulgadas ao mercado, pois ambos, em tradução direta do adágio em língua inglesa, “*calçam os mesmos sapatos*”¹¹⁵¹. No âmbito da falha informacional no mercado primário, a Section 11(a) do Securities Act prevê, expressamente, que a companhia e os membros do conselho de administração são responsáveis por falha informacional em declarações do registro da oferta (“*registration statements*”). No âmbito da *fraud* prevista na Section 10b do Securities Exchange e SEC Rule 10b-5, entende-se que a falha informacional dolosa pode ser imputada à companhia e aos administradores, quando estes agirem dentro das suas funções¹¹⁵². Além disso, de acordo com a Section 15 do Securities Act e Section 20(a) do Securities Exchange Act, qualquer pessoa que controlar a pessoa que cometeu o ilícito (“*controlling person*”) previsto na Section 11 Securities Act e Section 10b do Securities Exchange Act responde solidariamente, com o autor do ilícito, pelos danos causados. Nessa hipótese, a exceção à imputação de responsabilidade restringe-se aos casos em que a “pessoa controladora” não tenha agido de boa fé e não tenha induzido, direta ou indiretamente, a realização do ilícito¹¹⁵³.

¹¹⁴⁸ KRAAKMAN, Reinier H., “Vicarious and Corporate Civil Liability”. (in) FAURE, Michael (org.). Tort Law and Economics: Encyclopedia of Law and Economics. Vol. 1. 2. Ed. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar Publishing, 2009, p. 134.

¹¹⁴⁹ KIRSHNER, Jodie A. “Directors’ and Officers’ Liability in the United States”. (in) DEAKIN, Simon; KOZIOL, Helmut; RISS, Olaf (org.). Directors & Officers (D & O) Liability. Berlin, Boston: De Gruyter, 2018, p. 747.

¹¹⁵⁰ KNEPPER, William; BAILEY, Dan A. Liability of corporate officers and directors. Vol. 1. 5. Ed. Charlottesville: The Michie Company, 1993, pp. 232-233; KIRSHNER, Jodie A. “Directors’ and Officers’ Liability in the United States”. (in) DEAKIN, Simon; KOZIOL, Helmut; RISS, Olaf (org.). Directors & Officers (D & O) Liability. Berlin, Boston: De Gruyter, 2018, p. 748; KRAAKMAN, Reinier. “The economic functions of corporate liability”. (in) HOPT, Klaus J.; TEUBNER, Gunther (coord.). Corporate governance and directors’ liabilities. Berlin: Gruyter, 1985, p. 179.

¹¹⁵¹ KRAAKMAN, Reinier H., “Vicarious and Corporate Civil Liability”. (in) FAURE, Michael (org.). Tort Law and Economics: Encyclopedia of Law and Economics. Vol. 1. 2. Ed. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar Publishing, 2009, p. 140.

¹¹⁵² KUEHNLE, William H. “Secondary Liability under the Federal Securities Laws – Aiding and Abetting, Conspiracy, Controlling Person, and Agency: Common-Law Principles and the Statutory Scheme”, Journal of Corporation Law, vol. 14, no. 2, Winter 1988, pp. 351 e ss.

¹¹⁵³ LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. Fundamentals of Securities Regulation. Vol. 2. 7. Ed. New York: Wolters Kluwer, 2018, pp. 1898-1899.

No direito alemão, igualmente, a companhia responde por danos causados a terceiros, quando seus administradores cometem ilícitos no âmbito das suas atribuições e poderes. A *contrario sensu*, quando o administrador atua fora das suas funções, a responsabilidade civil por danos causados a terceiros é exclusiva do administrador¹¹⁵⁴. Se o dever descumprido pelo administrador for dirigido à companhia, somente a companhia deverá indenizar terceiros lesados, podendo, por isso, buscar a responsabilidade civil do administrador pelos danos próprios. Caso o administrador descumpra dever próprio frente a terceiros¹¹⁵⁵, haverá responsabilidade solidária da companhia e do administrador pelos danos causados a terceiros. No entanto, como regra geral¹¹⁵⁶, no mercado de valores mobiliários, a falha informacional não viola bens jurídicos absolutos, tampouco deveres de informação, já que são consideradas como normas de proteção de interesses individuais. Em virtude disso, usualmente não há, com base no §823 (1) e (2) do BGB, responsabilidade civil do administrador perante investidores. Apenas quando os administradores divulgarem dolosamente fatos relevantes falsos e violarem os bons costumes¹¹⁵⁷, eles serão responsabilizados por danos aos investidores com base no §826 do BGB¹¹⁵⁸. Foi o que ocorreu, por exemplo, nos casos Infomatec¹¹⁵⁹ e EM.TV¹¹⁶⁰. Ademais, as leis especiais de responsabilidade

¹¹⁵⁴ HELLGARDT, Alexander. Kapitalmarktdeliktsrecht. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, p. 412.

¹¹⁵⁵ KLEINDIEK, Detlef. Deliktshaftung und juristische Person. Tübingen: Mohr Siebeck, 1997, pp. 355-356; HELLGARDT, Alexander. Kapitalmarktdeliktsrecht. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, pp. 420-421; HOPT, Klaus J. “Die Haftung für Kapitalmarktinformationen”, WM, Heft 03, 2013, p. 108.

¹¹⁵⁶ O §400 da AktG e o §264a do StGV, por exemplo, são exceções à regra, podendo ensejar a responsabilidade civil do administrador perante investidores, com base no §823 (2) do BGB, cf. KANNEGIEßER, Joachim. Die Vorstandsaußenhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen. Baden-Baden: Nomos, 2011, p. 201.

¹¹⁵⁷ A violação dos bons costumes é compreendida como o senso de decência de qualquer percepção justa e razoável, cf. FLEISCHER, Holger. “§6. Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktkommunikation”. (in) ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHÜTZE, Rolf A.; BUCK-HEEB, Petra (org.). Handbuch des Kapitalanlagerechts. 5. Ed. München: C.H. Beck, 2020, p. 409.

¹¹⁵⁸ KANNEGIEßER, Joachim. Die Vorstandsaußenhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen. Baden-Baden: Nomos, 2011, pp. 199-219.

¹¹⁵⁹ No ano de 1999, a companhia anunciou ao mercado que iria realizar o maior negócio da sua história com a Mobilcom. Ocorre que o negócio não era tão expressivo como anunciado, tampouco chegou a ser concluído. Investidores ajuizaram ações de responsabilidade contra os administradores da companhia, alegando terem sido enganados ao adquirir ações da companhia. O BGH condenou os administradores ao pagamento de indenização a determinados investidores com base nos §§249(1) e 826 do BGB, cf. BGH II ZR 217/03, julgado em 19/07/2004 (“Infomatec I”), BGH II ZR 218/03, julgado em 19/07/2004 (“Infomatec II”), BGH II ZR 402/02, julgado em 19/07/2004 (“Infomatec III”).

¹¹⁶⁰ Entre março e dezembro de 2000 foram divulgadas informações falsas da EM.TV sobre a aquisição do controle de determinadas companhias, bem como informações financeiras trimestrais e semestrais distorcidas. Com a divulgação corretiva em dezembro de 2000, o preço de mercado das ações da companhia despencou. Os investidores ajuizaram ação contra administradores e contra a companhia pelos danos causados. O BGH, ao final, condenou os administradores em conjunto com a companhia, aplicando o §826 em conjunto com o §31 do BGB, cf. BGH, II ZR 287/02, 09/05/2005 (“EM.TV”).

civil por falha informacional no prospecto e em fato relevante imputa apenas à companhia o dever de indenizar os investidores.

d. Síntese

As sociedades anônimas podem cometer atos ilícitos omissivos ou comissivos por meio de seus administradores, quando estes atuarem dentro das atribuições e dos poderes. Caso os administradores atuem com excesso de poderes, às sociedades anônimas também podem ser imputados os ilícitos cometidos pelos administradores em si, caso (i) seja aplicada a teoria da aparência diante de terceiro de boa-fé; ou (ii) órgão social competente ratifique o ato em excesso de poderes; ou (iii) a sociedade anônima se beneficie diretamente do ilícito.

Os ilícitos perpetrados pelos administradores e imputados à companhia podem abarcar descumprimentos de deveres de informar impostos à companhia aberta. Como regra, nesses casos, os administradores faltosos atuam dentro de suas atribuições e de seus poderes legais e estatutários. A falha informacional decorre do descumprimento de mais de uma norma jurídica, o que constitui deveres distintos à companhia e aos administradores. Conseqüentemente, uma falha informacional pode ser imputada simultaneamente à companhia e ao administrador. Isso significa que há dupla imputação: (i) a imputação material do ato ou omissão ao administrador e (ii) a imputação jurídica do mesmo ato ou da mesma omissão à pessoa jurídica.

A responsabilidade civil tanto do administrador como da companhia aberta pela falha informacional respeita à lógica do que Assmann¹¹⁶¹ indicou como o “círculo de responsáveis ideais” pelas informações divulgadas ao mercado de valores mobiliários: o autor “material” da falha informacional (diretor de relações com investidores), as pessoas que influenciaram na ocorrência da falha informacional (outros administradores envolvidos na produção interna da

¹¹⁶¹ ASSMANN, Heinz-Dieter. *Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht*. Köln: Carl Heymanns Verlag, 1985, pp. 331 e ss.

informação), bem como a pessoa que motivou a *confiança* na informação divulgada (companhia aberta)¹¹⁶².

5.1.2.2. *Imputação do dever de indenizar*

Há maior complexidade para determinar a imputação do dever de indenizar, sobretudo, nestas duas hipóteses: quando há ilícito causador do dano, imputável a distintos sujeitos de direito; ou mesmo quando há mais de um ilícito imputável a distintos sujeitos, os quais, concatenados, levaram à ocorrência do dano. É o que ocorre nos casos de responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários, pois tanto a companhia aberta como diferentes administradores podem ser responsabilizados por danos causados a terceiros.

Considerando que a divulgação de informações ao mercado de valores mobiliários depende da produção, do processamento e da organização internos das informações da companhia aberta, não apenas o diretor de relações com investidores pode ter realizado ilícito que contribuiu para a falha informacional. Assim, se um diretor foi negligente na descoberta ou no processamento correto das informações da companhia, as informações repassadas ao diretor de relações com investidores para divulgação ao mercado de valores mobiliários poderão ser incorretas, incompletas ou imprecisas, ou mesmo a omissão dos administradores pode levar à não divulgação de informação exigida. O descumprimento de deveres legais ou regulamentares por mais de um administrador da companhia pode levar, em conjunto, à falha informacional.

Diante disso, a seguir começaremos analisando o fator de imputação da responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários. Na sequência, trataremos da responsabilidade civil de pluralidade de sujeitos de direito, de acordo com a imputação do ilícito a distintos sujeitos ou da ocorrência de mais de um ilícito causador do dano.

¹¹⁶² A mesma lógica é defendida por Benazzo, ao defender a responsabilidade civil das pessoas jurídicas pelos ilícitos cometidos pelos administradores, pois a pessoa jurídica seria o “*centro de interesses que deu efetivamente origem ao ilícito*”, cf. BENAZZO, Paolo. *Le ‘pene civile’ nel diritto privato d’impresa*. Milano: Giuffrè, 2005, p. 249.

5.1.2.2.1. Fator de imputação

a. Determinação do fator de imputação

“Fator de imputação” nada mais é que o critério que estabelece a conexão entre a responsabilidade civil e o interesse juridicamente tutelado pelo ordenamento jurídico. Por meio do fator de imputação, define-se qual é o critério para imputar o dever de indenizar ao causador do dano. Será o fator de imputação que determinará se atividade, ato ou omissão contrários ao direito serão “sancionados” pelo ordenamento jurídico, caso tenha lesado terceiros.

As duas principais codificações do século XIX (Código Civil Francês e BGB) que influenciaram a responsabilidade civil nos países de tradição romano-germânica tomaram originariamente a culpa como o único fator de imputação da responsabilidade civil¹¹⁶³. No entanto, a partir do final do século XIX, com a industrialização alcançando patamares cada vez mais sofisticados, a culpa tornou-se requisito insuficiente para lidar com a responsabilidade civil. As sociedades anônimas controlam os fatores de produção da atividade econômica – por isso, têm condições tanto de avaliar os riscos decorrentes da sua atividade, como, conseqüentemente, de tomar medidas preventivas para evitar danos a terceiros. Ademais, as sociedades anônimas podem repassar os custos incorridos com seguros de responsabilidade civil e com pagamento de indenizações aos clientes ou aos consumidores. Em razão disso, o sistema jurídico evoluiu, para aceitar, em hipóteses especiais, a responsabilidade civil também com base no risco, na segurança ou na garantia¹¹⁶⁴.

Em diversos ordenamentos jurídicos as sociedades anônimas passaram a ser responsabilizadas com base em três diferentes e principais fatores de imputação: (i) por ilícitos realizados por empregados (responsabilidade por ato de terceiro) ou por administradores (responsabilidade por ato próprio) no exercício das suas funções; (ii) por falhas na organização da atividade de risco; e (iii) por defeito de produtos¹¹⁶⁵.

¹¹⁶³ BRÜGGEMEIER, Gert. *Modernising Civil Liability Law in Europe, China, Brazil and Russia*. Cambridge: Cambridge Press, 2011, pp. 28 e ss.

¹¹⁶⁴ BRÜGGEMEIER, Gert. “The Civilian Law of Delict: A comparative and historical analysis”, *European Journal of Comparative Law and Governance*, n. 7, 2020, pp. 351 e ss.

¹¹⁶⁵ BRÜGGEMEIER, Gert. “The Civilian Law of Delict: A comparative and historical analysis”, *European Journal of Comparative Law and Governance*, n. 7, 2020, pp. 375-378.

Como analisado no item 5.1.2.1. acima, um dos pontos de controvérsia, na doutrina brasileira, sobre a responsabilidade por falha informacional no mercado de valores mobiliários é a determinação do sujeito passivo na relação de reparação. No âmbito dessa temática, determinados autores sustentam que a responsabilidade civil da companhia aberta por falha informacional no mercado de valores mobiliários seria objetiva, pois as companhias não cometeriam ilícitos subjetivos.

Esse é o posicionamento de Modesto Carvalhosa, para quem a responsabilidade das companhias abertas por falha informacional seria objetiva, pois teria sido superada a culpa daquele que agiu em nome da pessoa jurídica. Na visão do jurista, a Constituição Federal e a legislação infraconstitucional consagrariam a responsabilidade objetiva da companhia por atos de seus administradores como um “*princípio do Ordenamento Jurídico brasileiro*”¹¹⁶⁶. Assim, ainda segundo o autor, “(...) *não havendo vontade psicológica na ação da pessoa jurídica, deve sua conduta ser objetivamente apurada no capítulo de sua desconformidade com a lei*”, concluindo que “*a responsabilidade da sociedade é inteiramente objetiva independentemente da conduta de seus gestores, por isso é considerada objetiva*”¹¹⁶⁷ (grifo nosso). Para Carvalhosa, portanto, a companhia poderia ser responsabilizada por ato que não levaria o administrador a ser responsabilizado, se este não tiver atuado com culpa. Assim, seria possível que o mesmo ato seria, para uns fins, pressuposto de responsabilidade civil e, para outros fins, insuficiente para imputação de responsabilidade civil.

Arnoldo Wald também sustenta que a companhia responderia objetivamente por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários. Para Wald, porém, o fundamento jurídico estaria ou nas normas do Código de Defesa do Consumidor, ou no regime de responsabilidade civil objetiva por exercício de atividade de risco¹¹⁶⁸.

Não há como se concordar com os referidos posicionamentos.

¹¹⁶⁶ CARVALHOSA, Modesto. “Parecer Jurídico”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores – Contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 30-31.

¹¹⁶⁷ CARVALHOSA, Modesto. “Parecer Jurídico”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores – Contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 31.

¹¹⁶⁸ WALD, Arnoldo. “Parecer”, (in) WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 150-151.

A perspectiva adotada por Modesto Carvalhosa e por Arnaldo Wald parece rejeitar a concepção organicista da pessoa jurídica, consagrada pela Lei n. 6.404/76¹¹⁶⁹, pois não reconhece que o sistema jurídico atribui o conhecimento ou a ignorância de determinados órgãos diretamente à própria pessoa jurídica. A pessoa jurídica pode atuar com boa-fé ou com má-fé, obter conhecimento, atuar em erro, prestar juramento, manifestar vontade para contratar, descumprir contratos e agir com culpa¹¹⁷⁰. É um risco da organização o conhecimento ou desconhecimento de determinada informação, assim como os estados subjetivos dos administradores que possam ser imputados à companhia¹¹⁷¹. Isso significa que é possível que a companhia aberta não atue com diligência na obtenção, na produção e na divulgação das informações exigidas pela regulação do mercado de valores mobiliários. Assim, não é a qualificação do sujeito de direito como pessoa física ou jurídica que alterará o regime de responsabilidade civil extracontratual como subjetiva ou objetiva.

Em suma, a qualificação do ato ilícito e do regime de responsabilidade independe do sujeito a quem é imputado o dever de indenizar os danos causados pelo ilícito¹¹⁷². Caso o regime da responsabilidade civil por falha informacional se enquadre na regra geral da responsabilidade subjetiva, será preciso demonstrar a culpa no cumprimento do dever legal ou regulamentar imputado à companhia ou aos administradores¹¹⁷³. Caso, porém, esse tipo de conduta se enquadre no regime da responsabilidade civil objetiva pelo risco da atividade¹¹⁷⁴, será preciso comprovar que o risco criado não era permitido, e, portanto, que foi ilícito o modo de desenvolvimento da atividade que causou o dano¹¹⁷⁵. Consequentemente, o autor do ilícito não altera o regime geral de responsabilidade civil. É por isso que Pontes de Miranda sustentou que “*a responsabilidade da*

¹¹⁶⁹ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “Órgãos sociais”. (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (org.). Direito das Companhias. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 563 e ss.

¹¹⁷⁰ GIERKE, Otto von. Die Genossenschaftstheorie und die Deutsche Rechtsprechung. Berlin: Weidmannsche Buchhandlung, 1887, pp. 627-629.

¹¹⁷¹ GOMES, José Ferreira; GONÇALVES, Diogo Costa. A imputação de conhecimento às sociedades comerciais. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 77.

¹¹⁷² NORONHA, Fernando. “Responsabilidade Civil de Pessoas Jurídicas (em Especialidades) e de seus Administradores, por Atos Destes”, Revista da Escola Superior da Magistratura do Estado de Santa Catarina (ESMESC), v. 2, 1996, pp. 70-72.

¹¹⁷³ Arts. 186 e 927, Código Civil.

¹¹⁷⁴ Art. 927, parágrafo único, Código Civil.

¹¹⁷⁵ MARTINS-COSTA, Judith. “A linguagem da responsabilidade civil”. (in) BIANCHI, José Flávio; PINHEIRO, Rodrigo Gomes de Mendonça; ALVIM, Teresa Arruda (coord.). Jurisdição e Direito Privado - Estudos em homenagem aos 20 anos da Ministra Nancy Andrighi no STJ. São Paulo: RT, 2020, p. 406.

*pessoa jurídica pelos atos ilícitos do órgão é pelo ato desses. Se, na espécie, se exige a culpa, também se há de pensar em ser pressuposto a culpa do órgão*¹¹⁷⁶ (grifa-se).

Sendo o ato ilícito uno – eis que realizado por administradores “presentando” a companhia –, não há como dissociar o regime de responsabilidade com base no sujeito a quem o ato será imputado¹¹⁷⁷. Se o regime legal for aquele da responsabilidade extracontratual subjetiva, a companhia aberta somente poderá ser responsabilizada, caso se verifique culpa no descumprimento do dever de informar¹¹⁷⁸.

Dito isso, há de se analisar que tipo de responsabilidade extracontratual seria aplicável à responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários.

A responsabilidade civil é, como regra, subjetiva, dependendo, portanto, da demonstração da culpa do ofensor. A culpa, como fator de atribuição, consiste em juízo de reprovabilidade sobre a conduta violadora do direito. Esta é relativa a quando o agente tinha um dever, podia e devia cumpri-lo, mas, por culpa em sentido lato¹¹⁷⁹, deixou de fazê-lo¹¹⁸⁰. A responsabilização civil subjetiva depende de prova de que houve “(...) erro de conduta, moralmente imputável ao agente e que não seria cometido por uma pessoa avisada, em iguais circunstâncias de fato”¹¹⁸¹. A avaliação sobre o erro de conduta é realizada com base em uma concepção objetiva mitigada de culpa, de modo que se adota como referência o que seria o *standard* de comportamento médio, levando em consideração as circunstâncias concretas do caso¹¹⁸². A responsabilidade civil objetiva

¹¹⁷⁶ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo I. 2. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954, §98, p. 419.

¹¹⁷⁷ Nesse sentido, vide FERRARA, Francisco. Teoría de las Personas Jurídicas. 2. Ed. Trad. Esp. Eduardo Ovejero Y Maury. Madrid: Reus, 1929, pp. 822-829, em especial p. 826; KLEINDIEK, Detlef. Deliktshaftung und juristische Person. Tübingen: Mohr Siebeck, 1997, pp. 355-356.

¹¹⁷⁸ VON BAR, Christian. The Common European Law of Torts. Vol. I. München: C. H. Beck, 1998, p. 176.

¹¹⁷⁹ A culpa *lato sensu* abarca tanto a violação intencional do dever jurídico (dolo), quanto a violação de um dever jurídico por negligência, imprudência ou imperícia (culpa estrito senso). Não se diferencia a conduta culposa ou dolosa na responsabilidade civil subjetiva. A diferenciação pode ser útil para determinação da medida da indenização, nos termos do art. 944, parágrafo único, do Código Civil, cf. SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. Princípio da reparação integral. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 104 (para quem os ilícitos realizados com dolo não poderiam ter a indenização reduzida).

¹¹⁸⁰ MARTINS-COSTA, Judith. “A linguagem da responsabilidade civil”. (in) BIANCHI, José Flávio; PINHEIRO, Rodrigo Gomes de Mendonça; ALVIM, Teresa Arruda (coord.). Jurisdição e Direito Privado - Estudos em homenagem aos 20 anos da Ministra Nancy Andrighi no STJ. São Paulo: RT, 2020, pp. 396 e ss.

¹¹⁸¹ LIMA, Alvino. Culpa e Risco. São Paulo: RT, 1960, p. 76. No mesmo sentido, no Direito Francês, vide MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Leon. Traité théorique et pratique de la responsabilité civile délictuelle et contractuelle. 4. Ed. Tomo I. Paris: Sirey, 1947, p. 423.

¹¹⁸² SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. Princípio da reparação integral. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 105. A esse respeito também vide, BUSSANI, Mauro. As peculiaridades da noção de culpa: um estudo de direito comparado. Trad. Helena Saldanha. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2000, pp. 52-56. GUERREIRO, José Alexandre Tavares.

surgiu na legislação especial como hipótese excepcional para lidar com tipos específicos de relações jurídicas¹¹⁸³. Com o decurso do tempo, surgiram, porém, diversos regimes gerais de responsabilidade objetiva, tais como aquele previsto para as pessoas jurídicas de direito público e para as de direito privado prestadoras de serviços públicos, aquele estabelecido para as atividades de risco e, ainda, aquele por produtos postos em circulação¹¹⁸⁴.

Inexistindo responsabilidade especial para o descumprimento de dever de informar no mercado de valores mobiliários, há que se perquirir, na linha de Arnoldo Wald¹¹⁸⁵, se esse tipo de ilícito se enquadraria no parágrafo único do art. 927 do Código Civil. O referido artigo estabelece o dever de indenizar, independentemente de culpa, pelos danos causados por atividade normalmente desenvolvida pelo ofensor, a qual, por sua vez, implique risco aos direitos de outrem. “Atividade”, tal qual instituída no sistema do Código Civil de 2002, pressupõe a prática continuamente reiterada, de modo organizado e estável e por um mesmo sujeito de direito com finalidade unitária e permanente¹¹⁸⁶. Assim, a atividade desenvolvida com habitualidade, ainda que lícita e regular, deve ser, por sua natureza, de risco¹¹⁸⁷, o qual é tolerado, ou permitido, pela relevância social da atividade¹¹⁸⁸. A ilicitude sancionada é a extrapolação do risco permitido¹¹⁸⁹, que viola o direito de outrem e que enseja as consequências da responsabilidade civil¹¹⁹⁰. Disso

“Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas”, RDM n. 42, abril-junho/1981, p. 79 (aplicando a mesma noção para avaliar a responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas).

¹¹⁸³ TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. Código civil interpretado: conforme a Constituição da República. Vol. II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, pp. 808-809; MARTINS-COSTA, Judith. “A linguagem da responsabilidade civil”. (in) BIANCHI, José Flávio; PINHEIRO, Rodrigo Gomes de Mendonça; ALVIM, Teresa Arruda (coord.). Jurisdição e Direito Privado - Estudos em homenagem aos 20 anos da Ministra Nancy Andrihgi no STJ. São Paulo: RT, 2020, p. 402.

¹¹⁸⁴ Art. 37, §6º, CF; arts. 43, 927, parágrafo único, e 931, CC.

¹¹⁸⁵ WALD, Arnoldo. “Parecer”, (in) WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 151.

¹¹⁸⁶ MARCONDES, Sylvio. “Direito mercantil e atividade negocial no projeto do código civil”. (in) Questões de Direito Mercantil. São Paulo: Saraiva, 1977, p. 7.

¹¹⁸⁷ Recentemente o STJ afirmou em decisão colegiada que o parágrafo único do artigo 927 do Código Civil teria adotado a teoria do risco criado, ou seja, todo aquele criado pelo autor do dano, independentemente de ter-lhe gerado qualquer benefício econômico, cf. REsp 1786722/SP, Rel. Ministra Nancy Andrihgi, Terceira Turma, julgado em 09/06/2020.

¹¹⁸⁸ MARTINS-COSTA, Judith. “A linguagem da responsabilidade civil”. (in) BIANCHI, José Flávio; PINHEIRO, Rodrigo Gomes de Mendonça; ALVIM, Teresa Arruda (coord.). Jurisdição e Direito Privado - Estudos em homenagem aos 20 anos da Ministra Nancy Andrihgi no STJ. São Paulo: RT, 2020, p. 406.

¹¹⁸⁹ Para Gustavo Tepedino, a antijuridicidade sancionada pelo art. 927, parágrafo único, CC, estaria no risco exageradamente criado. Entendemos que a noção de risco permitido e risco proibido auxilia melhor na compreensão dos limites da imputação do dever de indenizar nessa hipótese, dada a vagueza da noção de “risco exageradamente criado”. A esse respeito, vide TEPEDINO, Gustavo. “O art. 931 do Código Civil e a antijuridicidade do dano injusto”, Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil, Belo Horizonte, v. 22, pp. 11-13, out./dez. 2019, p. 13.

¹¹⁹⁰ REALE, Miguel. Estudos preliminares do Código Civil. São Paulo: RT, 2003, pp. 66-68.

decorre que a imputação de responsabilidade civil objetiva, com base no parágrafo único do artigo 927 do Código Civil, depende de prática reiterada, contínua e habitual de determinada atividade, não cabendo aplicação dessa norma no caso de atividade esporádica ou eventual¹¹⁹¹. Ademais, a atividade em si deve ter sido a causa do dano causado a terceiro.

Ocorre que o ato que ensejaria o dever de indenizar na responsabilidade por falha informacional no mercado de valores mobiliários é o descumprimento do dever de informar. Não se trata de ilicitude decorrente de risco não permitido de determinada atividade empresarial. A divulgação de informações obrigatórias da companhia aberta ou exigidas para realização de oferta pública de emissão de valores mobiliários não é uma atividade, mas cumprimento de dever legal. Incabível, portanto, a aplicação do artigo 927, parágrafo único, Código Civil, para a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários¹¹⁹².

Da mesma forma, não cabe a aplicação do artigo 931 do Código Civil à responsabilidade por falha informacional no mercado de valores mobiliários, considerando que a norma prevê a responsabilidade objetiva pelos danos causados pelos produtos postos em circulação¹¹⁹³. Trata-se da responsabilidade por vício na segurança de produto, ocasionando o descolamento entre, de um lado, os efeitos gerados pelo produto e, de outro, a legítima expectativa da vítima em relação ao desempenho do produto¹¹⁹⁴. No âmbito da falha informacional no mercado de valores mobiliários, não há nenhum vício de segurança em produto, pois os valores mobiliários de companhia aberta jamais poderiam ser qualificados como “produtos”, no sentido de bem móvel ou imóvel, material ou imaterial. Tampouco poderia ser considerada a falha informacional como vício de segurança dos valores mobiliários.

¹¹⁹¹ TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. Código civil interpretado: conforme a Constituição da República. Vol. II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 809.

¹¹⁹² No mesmo sentido, vide ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. “Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto”. (in) ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 243-246; BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. “Arts. 19 & 20”. (in) CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 415-418; SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. “Apontamentos sobre a questão da diligência na responsabilização de companhias abertas pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado”, Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, Edição Especial do Seminário Código Civil e o Mercado de Valores Mobiliários, Novembro 2018, p. 114.

¹¹⁹³ Em sentido contrário, vide WALD, Arnoldo. “Parecer”, (in) WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 150.

¹¹⁹⁴ TEPEDINO, Gustavo. “O art. 931 do Código Civil e a antijuridicidade do dano injusto”, Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil, Belo Horizonte, v. 22, pp. 11-13, out./dez. 2019, p. 12.

É igualmente incabível a equiparação do investidor a consumidor na sua relação com a companhia aberta, portanto inaplicável a responsabilidade civil objetiva consumerista¹¹⁹⁵. Os valores mobiliários são títulos de participação ou de obrigações da companhia frente aos seus titulares, de modo que entre eles há relação jurídica societária ou creditícia no âmbito do mercado de valores mobiliários¹¹⁹⁶. Trata-se de contrato “de lucro”, que se qualifica pelo objeto e finalidade da relação jurídica, *i.e.* obtenção de lucros¹¹⁹⁷. Ainda que, em determinadas relações contratuais entre investidores e instituições intermediárias, possa existir efetivamente relação de consumo, nos termos do arts. 2º e 3º, §2º, Código de Defesa do Consumidor, o mesmo fenômeno não ocorre na relação societária ou creditícia entre, de um lado, o investidor e, de outro, a companhia emissora de valores mobiliários¹¹⁹⁸. Portanto, quando a responsabilidade decorre da violação de deveres de conduta legais específicos da companhia aberta no mercado de valores mobiliários, não há relação consumerista¹¹⁹⁹⁻¹²⁰⁰.

¹¹⁹⁵ BARBOSA, Marcelo. “Algumas notas sobre insider trading”, (in) VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. (Org.). Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 277-278. No mesmo sentido, vide também CRISTÓFARO, Pedro Paulo. “Limites do campo de incidência da Lei n. 8.078, de 11-9-1990. O Código de Defesa do Consumidor e os investidores e poupadores”. (in) WALD, Arnaldo (coord.). Aspectos polêmicos da Ação Civil Pública. 2. Ed. São Paulo: Saraiva, 2007, pp. 351-352; ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. “Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto”. (in) ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 240-241.

¹¹⁹⁶ Assim já se posicionou o Superior Tribunal de Justiça em recente decisão: “(...) SOCIEDADE ANÔNIMA DE CAPITAL ABERTO. MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS. AÇÕES NEGOCIADAS. RELAÇÃO EMPRESARIAL. CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR. NÃO INCIDÊNCIA. INVERSÃO DO ÔNUS DA PROVA. INVIABILIDADE. (...) 3. **Não é possível identificar na atividade de aquisição de ações nenhuma prestação de serviço por parte da instituição financeira, mas, sim, relação de cunho puramente societário e empresarial.** 4. A não adequação aos conceitos legais de consumidor e fornecedor descaracteriza a relação jurídica de consumo, afastando-a, portanto, do âmbito de aplicação do Código de Defesa do Consumidor. 5. **Não se aplica o Código de Defesa do Consumidor às relações entre acionistas investidores e a sociedade anônima de capital aberto com ações negociadas no mercado de valores mobiliários**”, cf. REsp 1685098/SP, Rel. Ministro Moura Ribeiro, Rel. p/ Acórdão Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, julgado em 10/03/2020.

¹¹⁹⁷ AGUIAR JÚNIOR, Ruy Rosado. “Contratos relacionais, existenciais e de lucro”, Revista Trimestral de direito civil, ano 11, v. 45, jan/mar 2011, p. 103.

¹¹⁹⁸ ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. “Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto”. (in) ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 240, nota de rodapé n. 19.

¹¹⁹⁹ Assim também no Direito Alemão, cf. KÜMPEL, Siegriffr. “Proteção do consumidor no direito bancário e no direito do mercado de capitais”, Revista de Direito do Consumidor, vol. 52/2004, pp. 319 – 346, Out - Dez / 2004 DTR\2004\915.

¹²⁰⁰ Inaplicável, portanto, ao objeto deste estudo, o entendimento do Superior Tribunal de Justiça quanto à existência de relação de consumo entre cotista e instituições financeiras administradoras de fundo de investimento, cf. REsp 1187365/RO, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 22/05/2014.

Exceto se aplicável por força legal regime de responsabilidade objetiva, conclui-se que a responsabilidade pela falha informacional no mercado de valores mobiliários é subjetiva¹²⁰¹. Diante disso, considerando que a configuração da culpa depende das circunstâncias concretas de cada caso – entre as quais se destaca o agente a quem é imputado o ato ilícito – a seguir trataremos sobre os critérios jurídicos para identificação da culpa no descumprimento dos deveres de informar no mercado de valores mobiliários.

b. Culpa no cumprimento do dever de informar

A culpa nada mais é que a violação de dever de conduta preexistente que o sujeito de direito devia e podia observar¹²⁰² – portanto, a culpa¹²⁰³ da responsabilidade civil por falha informacional deve ser apreciada de acordo com o dever de informar preexistente.

O padrão de diligência exigido dos administradores no art. 153 da Lei n. 6.404/76, de atuar com “*o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios*”, passa a ser o norte interpretativo da atuação culposa dos

¹²⁰¹ No mesmo sentido, vide ZACLIS, Lionel. Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais. São Paulo: RT, 2007, p. 167; ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. “Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto”. (in) ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 246; MANCUSO, Rodolfo de Camargo. “Ação civil pública para tutela dos interesses dos titulares de valores mobiliários e investidores do mercado. Uma análise da Lei 7.913, de 7.12.89”. (in) ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos (coord.). A tutela coletiva do acionista minoritário. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 314; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. “A Lei 7.913, de 7 de dezembro de 1989 – A tutela judicial do mercado de valores mobiliários”, RT, vol. 667/1991, pp. 70 - 78, Maio/1991. Acesso a versão digital, p. 6. SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. “Apontamentos sobre a questão da diligência na responsabilização de companhias abertas pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado”, Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, Edição Especial do Seminário Código Civil e o Mercado de Valores Mobiliários, Novembro 2018, p. 119; BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. “Arts. 19 & 20”. (in) CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 418; BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. A responsabilidade das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2021, pp. 156-58; MEIRELLES, Hely Lopes. “Ação civil pública”. (in) MEIRELLES, Hely Lopes; WALD, Arnoldo; MENDES, Gilmar Ferreira. Mandado de Segurança e Ações Constitucionais. 36. Ed. Atual. Ampl. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 260.

¹²⁰² LIMA, Alvino. Culpa e Risco. São Paulo: RT, 1960, pp. 57-58; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas”, RDM n. 42, abril-junho/1981, p. 79; MARTINS-COSTA, Judith; GIANNOTTI, Luca. “A culpa no Direito das Obrigações: notas para uma história de conceitos jurídicos fundamentais”. (in) PIRES, Fernanda Ivo (org.). Da estrutura à função da responsabilidade civil: uma homenagem do Instituto Brasileiro de Responsabilidade Civil (IBERC) ao Professor Renan Lotufo. Indaiatuba: Foco, 2021, pp. 174-175.

¹²⁰³ A culpa da responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários é culpa civil, tal qual a culpa prevista para responsabilidade civil de administradores, cf. FRONTINI, Paulo Salvador. “Responsabilidade dos Administradores em Face da Nova Lei das Sociedades por Ações”, RDM, n. 26, ano XVI, 1977, p. 45.

administradores, que, se realizada dentro das atribuições e poderes funcionais, será imputada à companhia¹²⁰⁴. Como ponto de partida, deve estar o *standard* de diligência esperado de administrador, conforme suas atribuições e competências¹²⁰⁵, no mesmo contexto fático e temporal. Com base no *standard* de diligência esperado do administrador, é possível comparar a conduta realizada com aquela que deveria ter sido realizada, para assim levar a companhia a divulgar informações no mercado de valores mobiliários.

Além disso, o dever de informar preexistente pode ser de meio ou de resultado, a depender da norma jurídica, implicando diferenças na prova da culpa¹²⁰⁶. No caso de descumprimento de obrigação de resultado, há presunção de culpa do administrador, cabendo ao administrador a prova da sua diligência. Isso porque o administrador está obrigado a alcançar determinado resultado¹²⁰⁷, assim se o resultado não ocorreu, cabe ao administrador comprovar a sua diligência no cumprimento do dever de prestar determinado resultado¹²⁰⁸. Ao passo que no descumprimento de obrigação de meio cabe ao lesado a prova da culpa do administrador na divulgação da informação, na medida em que o administrador se comprometeu a adotar conduta que pode levar a determinado resultado. Conseqüentemente, a não divulgação de determinada informação, no caso de obrigação de meio, não necessariamente presume a culpa na atuação do administrador.

Há de se diferenciar, de um lado, o dever de informar que consista na conformação específica e taxativa da norma aplicável e, de outro, os casos em que o dever de informar violado dependa da avaliação da prudência e da diligência do agente no exercício do ato. No primeiro caso, a inobservância expressa da norma legal ou regulamentar é, por si só, um erro de conduta – e, portanto, a culpa está configurada¹²⁰⁹⁻¹²¹⁰. Isso porque a norma jurídica exige da companhia e do

¹²⁰⁴ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. “Deveres e Responsabilidades”. (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (org.). *Direito das Companhias*. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 871; ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 213-214.

¹²⁰⁵ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas”, RDM n. 42, abril-junho/1981, p. 78.

¹²⁰⁶ Assim também no direito francês, cf. DEMOGUE, René. *Traité des obligations en general*. Tome V. Paris: Arthur Rousseau, 1925, pp. 538-544.

¹²⁰⁷ COMPARATO, Fábio Konder. “Obrigações de meio, de resultado e de garantia”. (in) *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978, pp. 521-539.

¹²⁰⁸ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 225.

¹²⁰⁹ “Quando a conduta do agente do ato lesivo e prejudicial ao direito de outrem, não se conforma com a determinação específica e taxativa da lei, claro está que houve um desvio que se caracteriza por si mesmo. Não obedecer à lei é um erro de conduta; é a culpa prefixada pela própria lei”, cf. LIMA, Alvino. *Culpa e Risco*. São Paulo: RT, 1960, pp. 62-63.

¹²¹⁰ Sobre a culpa do administrador que viola expressamente preceito legal, Luiz Gastão Paes de Barros Leães sustentou: “A responsabilidade civil dos administradores pelos prejuízos causados, dentro da órbita de suas atribuições

administrador um resultado, o qual, se não for atingido, ocasiona o surgimento de presunção relativa de culpa¹²¹¹. No segundo caso, a culpa decorre do descumprimento de dever de diligência, no cumprimento de determinada norma¹²¹².

A divulgação de projeções sobre a companhia, por exemplo, demanda o cumprimento de obrigação de meio, e não de resultado. Conforme previsto no art. 21 da Resolução CVM 80/22, não é esperado que as projeções apresentadas se confirmem no futuro, mas tão somente que as informações divulgadas (i) sejam razoáveis; (ii) sejam apresentadas como dados hipotéticos que não constituem promessa de desempenho; e (iii) estejam acompanhadas das premissas, dos parâmetros, da metodologia e da fonte utilizados para sua elaboração. Diferentemente, a divulgação de formulários de demonstrações financeiras padronizadas – “DFP” e de informações trimestrais – “ITR”, nos termos dos arts. 30 e 31, Resolução CVM 80/22, exige o cumprimento de obrigação de resultado. Tanto a não divulgação como a divulgação incorreta, completa ou imprecisa presumem a falta de diligência do administrador, pois se trata de dever específico.

O Caso Brazal II¹²¹³ é exemplo da distinção entre obrigações de meio e de resultado. Naquele caso, ocorreu falha informacional na identificação nas demonstrações financeiras de contingências passivas referentes a processos judiciais envolvendo a Companhia e sua controlada¹²¹⁴. Foi irrelevante para o Colegiado da CVM perquirir se houve falta de diligência por parte do diretor. Isso porque, se o diretor possui a competência legal para elaborar as demonstrações financeiras, de acordo com todas as normas contábeis e regulamentares aplicáveis, a violação direta da norma permite presumir a culpa.

Os casos em que o diretor de relações com investidores deixou de divulgar fato relevante ou divulgou-o com falhas são tratados de forma diversa. Considerando a subjetividade do conceito

ou poderes, decorre, segundo a lei, da culpa ou dolo que tenham agido (...). Contudo, quando os prejuízos resultarem de atos praticados pelos administradores com violação da lei ou dos estatutos, a lei *presume a culpa*, promovendo a inversão do ônus da prova”, cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. “Repressão ao ‘insider trading’”. (in) Mercado de Capitais & “Insider Trading”. São Paulo: RT, 1982, p. 177. No mesmo sentido, vide EIZIRIK, Nelson. “Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta”, RDM n. 56, Outubro-Dezembro/1984, p. 53.

¹²¹¹ MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. Vol. V. Tomo II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 192-193.

¹²¹² GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas”, RDM n. 42, abril-junho/1981, p. 79.

¹²¹³ PAS CVM n. RJ2015/13326, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 02/07/19 (Caso Brazal II).

¹²¹⁴ Houve acusação de descumprimento do item 49 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis 23, dos arts. 176 e 177, § 3º, Lei n. 6.404/76, e dos então vigentes arts. 26 e 29, ICVM 480/09. Atualmente as normas anteriormente previstas nos arts. 26 e 29 da ICVM 480/09 constam nos arts. 28 e 31 da Resolução CVM 80/22.

de “fato relevante”, caberá ao administrador atuar de forma diligente e leal aos interesses da companhia, para descobrir a ocorrência de eventuais fatos relevantes nos negócios sociais, questionar quem é de direito e agir prontamente para divulgar ao mercado. A culpa do diretor estará atrelada à caracterização do descumprimento do dever de diligência. Assim, é preciso demonstrar qual obrigação de meio foi descumprida, apontando-se ou a ausência completa do comportamento exigido do administrador ou a desconformidade do comportamento em relação ao que se poderia exigir, à luz do dever de diligência¹²¹⁵.

O Caso CAEMI¹²¹⁶ é exemplo de descumprimento de dever de informar com natureza de obrigação de meio. Nesse relevante precedente da CVM, o diretor de relações com investidores foi condenado pela autarquia por não divulgar fato relevante sobre a concessão de empréstimos pela subsidiária integral da companhia à coligada. O Colegiado considerou que os empréstimos eram relevantes tanto quantitativa quanto qualitativamente, pois representavam, respectivamente, 21,7% e 16,37% do patrimônio líquido da companhia. Ainda que o diretor tenha feito análise diligente sobre a não divulgação com o fato relevante do primeiro empréstimo, ao tempo do segundo empréstimo, não havia motivos justificados para não divulgar a informação. Para auxiliar na determinação do *standard* de diligência para a divulgação de fatos relevantes, no referido caso, foram estabelecidos critérios a serem considerados, no cumprimento desse dever de informar, pelo diretor de relações com investidores. A não divulgação do fato relevante não foi determinante para a condenação, mas, sim, a conduta do administrador na decisão de divulgar, ou não, aquela informação no contexto fático e temporal vivenciado.

No Caso MMX¹²¹⁷, igualmente, a CVM qualificou o dever de divulgar fato relevante como obrigação de meio, ao absolver o diretor de relações com investidores pela diligência empregada na decisão sobre a não divulgação da informação em determinado contexto fático e temporal. No caso, o diretor de relações com investidores foi acusado por não ter divulgado fato relevante sobre sentença arbitral envolvendo controlada da companhia que a condenara a pagar R\$ 20 milhões à contraparte, mesmo após a divulgação de notícia, na imprensa, sobre o tema. A respeito da diligência do administrador no caso, o Colegiado diferenciou, de um lado, o teste de diligência aplicado nos casos de decisões negociais e, de outro, o *standard* de diligência esperado dos

¹²¹⁵ ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 225.

¹²¹⁶ PAS CVM n. RJ2006/4776, Diretor-Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17/01/07 (Caso CAEMI).

¹²¹⁷ PAS CVM n. RJ2016/7190, Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 09/07/19 (Caso MMX).

administradores no cumprimento de dever de informar. Assim, o administrador não pode exonerar-se de responsabilidade pela falha informacional apenas por ter adotado procedimentos formais. É preciso demonstrar que a avaliação feita sobre a incidência normativa foi razoável e abalizada, dentro de determinado contexto. Ainda que se tenha concluído que a informação não divulgada consistia em fato relevante, o diretor foi absolvido, considerando o cumprimento do dever de diligência.

Não é clara em todos os casos, se o dever de informar prevê obrigação de meio ou obrigação de resultado.

O Caso Petrobras II¹²¹⁸ é bastante ilustrativo da complexidade na determinação da natureza do dever de informar. Nesse caso, a companhia e seu diretor de relações com investidores foram acusados de não terem garantido a veracidade, a consistência, a qualidade e a suficiência das informações prestadas no prospecto de oferta pública de emissão de novas ações da companhia. No caso, foi informado que os titulares de ações preferenciais poderiam adquirir, na ausência de previsão estatutária a esse respeito, direito de voto depois de três exercícios consecutivos. Além disso, houve omissão dos potenciais efeitos da Lei do Petróleo no direito de voto destas ações, em infração aos arts. 38 e 56 da ICVM 400/03. O Colegiado absolveu a companhia e diretor da acusação fundamentalmente por terem confiado (“*right to rely*”) em opinião jurídica em que foram afirmadas a veracidade, a completude, a consistência e a suficiência das informações divulgadas no prospecto. O Colegiado considerou que a divulgação da informação prevista expressamente no parágrafo único do art. 62 da Lei do Petróleo seria obrigação de meio, e não de resultado. Não foram adotados no caso, porém, requisitos mínimos, para que o administrador pudesse confiar na opinião de terceiro, a fim de cumprir com seu dever de diligência, como ocorreu no Caso HRT¹²¹⁹.

Assim, entendemos que o administrador não pode, pela mera apresentação de opinião de terceiro e para embasar sua decisão, exonerar-se de responsabilidade. A começar porque o administrador não pode delegar suas funções a terceiros, mas também, principalmente, porque a adoção de procedimento meramente formal de contratar opinião de terceiro esvaziaria, por completo, o dever de diligência, previsto no art. 153 da Lei n. 6.404/76. Com efeito, os seguintes requisitos adotados no Caso HRT para exoneração de responsabilidade do administrador com base

¹²¹⁸ PAS CVM n. RJ2015/10276, Diretor-Relator Pablo Renteria, julgado em 11/07/17 (Caso Petrobras II).

¹²¹⁹ PAS CVM n. RJ2014/8013, Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 31/07/18 (Caso HRT), pp. 40-42.

em “*right to rely on others*” devem servir, nesse tipo de caso, como parâmetros para apreciação do *standard* de diligência: (i) a qualificação adequada do terceiro para fornecer a opinião; (ii) o fornecimento pelo administrador de informações suficientes ao terceiro; (iii) a ciência, a apreciação e a confiança do administrador em relação à opinião de terceiro; (iv) o nexo de causalidade entre a conduta do administrador e o aconselhamento do terceiro; (v) a inexistência de sinais de alerta na opinião; e (vi) a boa-fé do administrador, ao confiar no aconselhamento do terceiro¹²²⁰.

É preciso identificar que tipo de informação supostamente seria devida em momento pretérito para perquirir se de fato houve culpa no cumprimento ou descumprimento do dever, atentando-se para o fato de que “*é muito fácil olhar para o passado com todo o conhecimento dos eventos atuais e alegar que tais informações deveriam ter sido reveladas antes pela companhia aberta*”¹²²¹.

Em síntese, a análise da culpa depende da determinação do conhecimento da informação pelo agente, bem como da existência de dever de conhecer a própria informação. Assim, com base na avaliação sobre o cumprimento do dever de diligência e de lealdade será possível identificar se (i) era conhecida a falsidade da informação ou a informação omitida e se (ii) o agente tinha o dever de saber ou investigar, caso não soubesse da falsidade da informação ou da informação omitida.

5.1.2.2.2. *Pluralidade de responsáveis*

Ao longo deste estudo, sustentamos que o descumprimento de deveres de informar decorrentes do regime informacional das companhias abertas abrange ações ou omissões imputadas a mais de um sujeito de direito. Demonstramos que ilícitos cometidos pelos administradores podem ser imputados à companhia aberta. Além de levar a companhia aberta a descumprir seus deveres de informar, o administrador pode descumprir, também, deveres próprios.

A pluralidade de sujeitos de direito responsáveis pela falha informacional também pode decorrer da multiplicidade de administradores envolvidos no processo de produção e de divulgação das informações. Dessa forma, a determinação daqueles a quem o dever de indenizar os danos causados pela falha informacional deve ser imputado também pode demandar a individualização

¹²²⁰ PAS CVM n. RJ2014/8013, Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 31/07/18 (Caso HRT).

¹²²¹ COFFEE JUNIOR, John C., “Causation by presumption? Why the Supreme Court should reject phantom losses and reverse Broudo”, *The Business Lawyer*, Vol. 60, No. 2 (February 2005), p. 533 (tradução da candidata).

da conduta de distintos administradores da companhia aberta. Além disso, a pluralidade de responsáveis exige, ainda, a determinação da ligação entre os diversos ilícitos cometidos por administradores e pela companhia, a fim de afirmar, ou de negar, a existência de solidariedade passiva entre os responsáveis pela falha informacional. É o que analisaremos a seguir.

a. Identificação dos responsáveis pelo dever de indenizar

Companhia aberta responsável

A falha informacional imputada à companhia aberta estará caracterizada pelo descumprimento de deveres legais da própria companhia por um ou mais administradores. Assim, se qualquer administrador divulgar informações incorretas, imprecisas, incompletas ou enganosas pelos canais de comunicação da companhia aberta, à companhia será imputada a conduta ilícita do administrador. Como consequência, caso a falha informacional cause danos a terceiros, a companhia será responsável pelo pagamento de indenização ao lesado.

Se, porém, por exemplo, o diretor de relações com investidores deixa de divulgar a informação, mas a omissão é sanada tempestivamente pela divulgação da informação pela atuação de outro diretor, à companhia não será imputado nenhum ilícito. Nessa hipótese, não há propriamente ilícito imputado à companhia e, por consequência, inexistente responsabilidade civil da companhia perante terceiros, mas pode haver ilícito administrativo imputado ao diretor de relações com investidores. Aqui, diferencia-se, de um lado, o descumprimento de dever legal do administrador e, de outro, o descumprimento do dever legal da companhia, pois nem sempre o ato, ou a omissão, de um administrador determinará a conduta da companhia frente a terceiros.

Hipótese mais complexa ocorre quando não é divulgada determinada informação exigida pelo regime legal, pois houve falha na organização interna da companhia aberta. Seria possível questionar se havia meios de descobrir a informação e divulgá-la ao mercado, mas por culpa dos administradores ou do próprio sistema de controle interno da companhia aberta houve negligência no cumprimento do dever de informar.

Sob a perspectiva do direito alemão, Alexander Hellgardt observa que a companhia aberta pode ser responsabilizada por falha informacional, ainda que não haja descumprimento de deveres dos administradores. Isso porque a informação devida pode estar na posse de preposto, de mandatário ou mesmo de empregado sem funções orgânicas. No entanto, ainda assim, seria preciso

demonstrar que esse membro da organização interna sem funções orgânicas tinha atribuições específicas relacionadas a informações que deviam ser comunicadas ao mercado de valores mobiliários. Nesses casos, pode haver, na organização interna da companhia, culpa grave que tenha levado à falha informacional¹²²².

Entendemos, porém, que, como regra geral, tanto o cumprimento quanto o descumprimento do dever de informar da companhia aberta dependem da conduta lícita ou ilícita, culposa ou não, dos seus administradores. Isso porque o regime informacional e a Lei n. 6.404/76 preveem atribuições específicas aos diversos cargos de administrador da companhia para descoberta, para produção e para divulgação de informações. Assim, há, necessariamente, a atribuição do dever de fazer a companhia divulgar as informações exigidas pelo regime informacional a dois agentes: ou ao diretor de relações com investidores, ou aos administradores de modo geral. Se essa divulgação não for feita adequadamente, o parâmetro de análise do descumprimento do dever partirá da culpa dos administradores a quem a norma atribui função específica na divulgação de informações.

Administrador responsável

Em relação à responsabilidade civil dos administradores, há de se identificar dois objetos principais: qual dever é imputado ao administrador e como avaliar o cumprimento do mesmo dever. Ainda, é preciso identificar se a conduta exigida do administrador, que não foi por ele realizada, evitaria a falha informacional. Ou ainda, se o administrador tinha mais de uma alternativa lícita de ação, de modo que sua conduta, realizada, estava dentro da própria esfera de discricionariedade na gestão social. A mera ocorrência da falha informacional no mercado de valores mobiliários é, portanto, insuficiente para imputação de dever de indenizar a qualquer administrador.

Com efeito, o regime de responsabilidade civil dos administradores das companhias está baseado em dois pilares fundamentais: liberdade de atuação e criação de padrões gerais de conduta. De um lado, aos administradores foram atribuídas, mediante a criação de poderes privativos e indelegáveis, competências legais e estatutárias. De outro lado, o exercício dos poderes privativos decorrentes das competências funcionais dos administradores somente será lícito, se os deveres legais destes forem cumpridos¹²²³. Se os poderes funcionais concedidos aos órgãos sociais

¹²²² HELLGARDT, Alexander. Kapitalmarktdeliktrecht. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, pp. 474-475.

¹²²³ ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 113.

asseguram determinada discricionariedade ao seu titular, os deveres legais restringem a liberdade de atuação dos administradores. Assim, a responsabilidade civil do administrador dependerá da identificação da competência, do dever descumprido e do comportamento devido, e não cumprido.

A competência dos administradores é o conjunto de poderes funcionais atribuídos a um órgão para o exercício dos direitos e tutela dos interesses da sociedade anônima¹²²⁴. As competências orgânicas são fonte, ao mesmo tempo, tanto de poderes, quanto de deveres de conduta. Por sua vez, a atribuição de competências ao administrador tanto o sujeita à persecução de determinados fins, como impõe novos deveres legais específicos ao administrador (deveres de agir, de não agir e de como agir), os quais restringem o poder de atuação exercido pelo administrador. Assim, os deveres de conduta são impostos aos administradores, com a finalidade de que estes exerçam as próprias competências, mas também são impostos apenas no limite das competências funcionais. Daí porque a atividade do órgão é considerada como uma *função*¹²²⁵.

Isso significa que, se a conduta necessária para evitar a falha informacional não estava dentro da esfera de competência do administrador, este não podia ter descoberto a falha cometida por outro administrador. Nessa hipótese, o administrador não descumpriu dever legal, portanto, a este administrador não será imputada responsabilidade civil¹²²⁶.

Com base nas atribuições e nos poderes do administrador, deve ser identificado qual dever geral, ou específico, devia ter sido cumprido e não foi. Os deveres gerais¹²²⁷ caracterizam-se por prever padrões de condutas com base em cláusulas gerais, as quais indicam critérios de aferição de conduta aplicáveis também para outros deveres específicos dos administradores¹²²⁸, a exemplo do dever de diligência. Já os deveres específicos são aqueles em que há previsão de conduta certa exigida do administrador¹²²⁹. São exemplos de deveres específicos o de convocar assembleia geral,

¹²²⁴ GOMES, José Ferreira. Da administração à fiscalização das sociedades: a obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anônima. Coimbra: Almedina, 2017, p. 703.

¹²²⁵ GIANNINI, Massimo Severo. Diritto Amministrativo. Vol. I. Milano: Guffrè, 1970, p. 125.

¹²²⁶ PAS CVM n. 03/97, Diretor Relator Marcelo Trindade, julgado em 12/08/2004 (“(...) cumprirá também verificar se a adoção do padrão de conduta legal por cada um dos indiciados teria evitado a ocorrência dos ilícitos, ou não, isto é, se a posição que cada um deles exercia na organização era suficiente para impedir, com a adoção do padrão adequado de conduta, a produção do ilícito, e de seu resultado”).

¹²²⁷ Por exemplo, arts. 153, 154, 155 e 156, Lei n. 6.404/76.

¹²²⁸ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. “Deveres e Responsabilidades”. (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (org.). Direito das Companhias. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 792; PAS CVM n. RJ2016/8914, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, julgado em 11.12.2017.

¹²²⁹ Embora os deveres específicos costumem estar associados a obrigações de resultado, como observa Marcelo von Adamek (ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 183), em certos casos podem também prescrever obrigações de meio também.

nos casos previstos em lei, o de elaborar as demonstrações financeiras e o de remeter à bolsa os documentos postos à disposição para assembleia geral¹²³⁰.

Nesse regime legal, o dever de diligência exerce papel central na análise da responsabilidade dos administradores¹²³¹. Não apenas o dever de diligência servirá como guia para a aplicação de deveres específicos de produção e divulgação de informações, mas também imporá condutas em relação à atuação dos demais administradores, conforme se verá a seguir.

Com efeito, o dever de diligência exige que o administrador empregue, no exercício de suas funções, o *cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios*. O art. 153 da Lei n. 6.404/76 possui “vagueza socialmente típica”, ao prever conceito valorativo, que deve ser adaptado ao caso concreto¹²³². O *standard* do “homem ativo e probo” é relacionado ao comportamento competente e profissional razoavelmente esperado de administrador de sociedade anônima. Ademais, o padrão comparativo deve levar em conta as atribuições e os poderes do administrador, a atividade e o porte da companhia, bem como, ainda, demais circunstâncias fáticas e temporais existentes no caso¹²³³. O padrão de conduta esperado do administrador de companhia aberta não é, portanto, conceito rígido e inflexível, mas maleável, para que possa adaptar-se às particularidades de cada caso.

A fim de fornecer critérios objetivos para auxiliar o intérprete na aplicação casuística do dever de diligência, passou-se a identificar deveres específicos, ou representações do dever de diligência, que auxiliariam a dar contorno ao dever de diligência¹²³⁴. Para os fins deste estudo, destaquem-se: (i) dever de se informar, (ii) dever de investigar se as informações obtidas são suficientes, (iii) dever de vigiar o desenvolvimento das atividades sociais.

¹²³⁰ Vide, respectivamente, arts. 123 e 132, arts.133 e 176 e art. 124, §6º, Lei n. 6.404/76.

¹²³¹ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. A lei das S/A: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 235.

¹²³² MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação. 2. Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, pp. 153-154.

¹²³³ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. “Os deveres funcionais dos administradores de S.A.”. (in) Novos Pareceres. São Paulo: Singular, 2018, p. 642; EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Vol. 3. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 126-129; ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 125-126 (ressaltando que a diligência ordinária esperada do administrador deve ser qualificada conforme a atividade exercida pela companhia, os recursos disponíveis, momento e circunstâncias da decisão e demais particularidades do contexto fático).

¹²³⁴ PARENTE, Flavia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 101 e ss.; YAZBEK, Otavio. “Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios”. (in) KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 950; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. “Os deveres funcionais dos administradores de S.A.”. (in) Novos Pareceres. São Paulo: Singular, 2018, pp. 642-643; PAS CVM n. 25/03, Diretor Relator Eli Loria, julgado em 25/03/2008.

O dever de se informar impõe aos administradores que obtenham as informações necessárias para tomar decisões negociais. Não se exigem, para a tomada de decisão, esforços extraordinários, nem a obtenção de quantidade excessiva de informações. É preciso haver razoável equilíbrio entre custos e tempo para obtenção e análise das informações em vista das circunstâncias fáticas.

Não basta, porém, apenas se informar, é exigido do administrador que investigue também a suficiência das informações obtidas para tomar decisões e atuar dentro das suas atribuições. Não se espera que o administrador desconfie das informações recebidas de outros administradores, funcionários ou assessores externos, mas que leia, reflita e avalie o conteúdo do que recebeu. Para que o administrador cumpra seu dever de diligência ao confiar em informações e aconselhamentos de terceiros, podem-se apontar algumas diretrizes indicadas pelo Colegiado da CVM¹²³⁵: (i) o terceiro deve ter qualificação para prestar as informações ou o aconselhamento, (ii) o terceiro deve ter recebido esclarecimentos do administrador sobre o que precisa e sobre as circunstâncias fáticas que demandam informações ou aconselhamento do terceiro, (iii) o administrador deve ter avaliado e confiado, de boa-fé, nas informações e no aconselhamento recebidos, (iv) a decisão tomada pelo administrador deve ser baseada na informação ou aconselhamento recebidos, e (v) não deve haver sinais de alerta ao administrador de que a informação ou aconselhamento estejam equivocados¹²³⁶.

Diferentemente dos demais deveres específicos ou das representações inferidas do dever de diligência, o dever de vigiar não possui natureza gerencial, mas fiscalizatória. O dever de vigiar exige que o administrador fiscalize, ainda que não de forma exaustiva, as operações e atividades sociais¹²³⁷, o que pode demandar, inclusive, a criação de sistemas de controle e de monitoramento internos¹²³⁸. O dever de vigiar delimita o comportamento esperado do administrador diante das ações, ou das omissões, dos outros administradores, ou funcionários. A amplitude do dever de vigiar do administrador de uma companhia aberta deve ser mais restritiva, a depender das particularidades da organização interna da companhia, da atividade desenvolvida, das atribuições e dos poderes do administrador, bem como do contexto fático e temporal em que a conduta ocorreu.

¹²³⁵ PAS CVM n. RJ2014/8013, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, julgado em 31/07/2018.

¹²³⁶ PAS CVM n. 03/2011, Diretor-Relator Carlos Alberto Rebello Sobrinho, julgado em 02/07/19 (Caso Brasil Telecom I).

¹²³⁷ PAS CVM n. RJ2016/8914, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, julgado em 11/12/2017.

¹²³⁸ YAZBEK, Otavio. "Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios". (in) KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 955-959.

Na prática, a avaliação da conduta do administrador implicará a necessidade de atendimento de diversas representações do dever de diligência, pois o administrador não pode vigiar, sem se informar, ou sem investigar a suficiência das informações obtidas. Em virtude disso, cabe à companhia instituir procedimentos obrigatórios na organização interna – não apenas para estabelecer etapas para a tomada de decisões, mas, também, para registro da evolução de tais processos. Aos administradores caberá avaliar quando e quais procedimentos e registros devem ser instituídos, com base em juízo de conveniência e de razoabilidade¹²³⁹. Em suma, o dever de diligência servirá para delimitar positivamente qual a conduta¹²⁴⁰ exigida do administrador no caso concreto, que não teria sido realizada no tempo e modo devidos. A determinação da conduta exigida do administrador pode decorrer estritamente da aplicação do dever de diligência ou da interpretação de como dever específico deve ser cumprido à luz do dever de diligência.

Deve-se distinguir, além disso, se a conduta exigida do administrador é obrigação ou de meio ou de resultado¹²⁴¹. As obrigações de meio se caracterizam por exigir do devedor determinado comportamento diligente voltado à consecução de um resultado. No entanto, o devedor se obriga a realizar o comportamento, e não o resultado. Já as obrigações de resultado demandam do devedor a realização do resultado¹²⁴². Ainda que toda a obrigação vise, em última medida, a um resultado, este, nem sempre, é elemento da conduta exigida. As obrigações de meio têm o resultado como mera causa em sentido teleológico¹²⁴³, o que justifica as diferenças já vistas em relação à prova da culpa em cada tipo de obrigação¹²⁴⁴.

Genericamente, afirma-se que a obrigação dos administradores de sociedades anônimas é de meio, pois eles não possuem o dever de alcançar, a cada exercício social, resultado lucrativo para a sociedade¹²⁴⁵. No entanto, os administradores possuem inúmeros distintos deveres legais e

¹²³⁹ BARBOSA, Marcelo. “Dever de diligência: forma e conteúdo”. (in) MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik*. Vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 56-57.

¹²⁴⁰ Conduta aqui considerada como uma prestação do devedor em benefício do credor, consista no mais das vezes na produção e disponibilização de um resultado material, cf. VON TUHR, Andreas. *Tratado de las Obligaciones*. Trad. W. Roces. Tomo I. Madrid: Reus, 1934, p. 33.

¹²⁴¹ GOMES, José Ferreira. *Da administração à fiscalização das sociedades: a obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anônima*. Coimbra: Almedina, 2017, pp. 713-722; ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 132-135.

¹²⁴² DEMOGUE, René. *Traité des obligations en general*. Tome V. Paris: Arthur Rousseau, 1925, pp. 538-542.

¹²⁴³ COMPARATO, Fábio Konder. “Obrigações de meio, de resultado e de garantia”. (in) *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 530.

¹²⁴⁴ Vide item 5.1.2.2.1, acima.

¹²⁴⁵ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 178.

regulamentares, que regulam a sua atuação. Assim, se indiscutivelmente a obrigação de atuar para lograr os fins e no interesse da companhia é obrigação de meio, há diversas outras que são obrigações de resultado impostas pela Lei n. 6.404/76.

Por exemplo, é uma obrigação de resultado o dever dos administradores de disponibilizar, no prazo de um mês da data da assembleia geral ordinária, aos acionistas os documentos previstos no art. 133 da Lei n. 6.404/76. Os administradores da companhia aberta não estão obrigados a meramente realizar condutas que visem à disponibilização dos documentos obrigatórios – pelo contrário, o dever dos administradores estará cumprido com a efetiva disponibilização dos documentos. Diferentemente, o dever de diligência demanda tipicamente obrigação de meio. A conduta diligente esperada do administrador visa indiretamente alcançar determinado resultado no interesse da companhia. O administrador não descumpra o dever de diligência, porém, só pelo fato de o resultado benéfico à sociedade não ser atingido¹²⁴⁶.

Outro aspecto fundamental, para análise da imputação do ilícito ao administrador, é a margem de discricionariedade na atuação do administrador dentro de suas atribuições e de seus poderes. Há ampla margem de discricionariedade ao administrador na tomada de decisões negociais, as quais se caracterizam pela determinação de como os negócios sociais serão realizados¹²⁴⁷. Nesses casos, há mais de uma alternativa de decisão possível e lícita, e o administrador está em melhor posição para decidir em prol do interesse da companhia¹²⁴⁸. Como não há prévia determinação da conduta exigida pela lei ou pelo estatuto social, com base na regra que ficou conhecida como “*business judgment rule*”, passou-se a avaliar o processo de tomada da decisão negocial do administrador, e não o mérito da decisão¹²⁴⁹.

¹²⁴⁶ GOMES, José Ferreira. Da administração à fiscalização das sociedades: a obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anônima. Coimbra: Almedina, 2017, p. 720.

¹²⁴⁷ São decisões negociais, segundo a CVM, aquelas sobre investimento em ações de outra companhia (PAS CVM n. 21/2004, Diretor Relator Pedro Marcilio de Sousa, julgado em 15 de maio de 2007), alienação do controle de outra sociedade (PAS CVM n. 25/03, Diretor Relator Eli Loria, julgado em 25/03/2008), definição de preço de serviços (PAS CVM n. 14/2005, Diretor Relator Eli Loria, julgado em 05/05/2009), gerenciamento de caixa e prioridade de pagamentos (PAS CVM n. 03/02, Diretora Relatora Norma Jonssen Parente, julgado em 12/02/2004). Vide, a respeito, com ampla pesquisa de casos julgados pela CVM e pelo Poder Judiciário, cf. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 194.

¹²⁴⁸ PAS CVM n. RJ2005/1443, Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 10/05/2006 (Caso Cataguazes-Leopoldina).

¹²⁴⁹ PAS CVM n. RJ2005/1443, Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 10/05/2006 (Caso Cataguazes-Leopoldina); BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 203-242.

Há outras normas legais, de modo distinto, que impõem ao administrador a realização de uma conduta determinada. Nesses casos, o administrador não terá ampla discricionariedade para definir se adotará, ou não, a conduta, tal como quando toma decisão negocial¹²⁵⁰. De maneira diversa, o administrador poderá ter discricionariedade – ainda que limitada – para decidir como realizar o comando legal, dadas as particularidades do caso.

Exemplo dessa distinção entre graus de discricionariedade dos administradores é o dever de divulgar fato relevante. O administrador não tem mais de uma alternativa de ação para cumprimento do art. 157, §4º, da Lei n. 6.404/76. Se surgir fato relevante nos negócios da companhia, o administrador será obrigado a, imediatamente, divulgar a informação. A exceção à divulgação imediata do fato relevante não depende da discricionariedade do administrador, mas da existência efetiva de risco a interesse legítimo da companhia. Ocorre que “fato relevante” e de “risco ao interesse legítimo da companhia” são dois conceitos indeterminados, que dependem do juízo discricionário do administrador. Dessa forma, o administrador pode cumprir com seus deveres legais, ainda que tenha errado na avaliação quanto à ocorrência de fato relevante¹²⁵¹.

É nesse sentido que o Colegiado da CVM, em mais de uma ocasião, já distinguiu, para fins da aplicação do dever de diligência, o que são, de um lado, decisões negociais dos administradores e o que são, de outro lado, obrigações fixadas em lei, em regulamento ou no estatuto¹²⁵². Ainda que o dever de diligência incida nos dois tipos atuação do administrador, quando o administrador atua para tomar decisão negocial não cabe a responsabilidade pelo mérito da decisão, se esta foi desinteressada. Quando há obrigação determinada em norma legal, regulamentar ou estatutária, não há escolha ao administrador, cabe a este cumprir a norma, ainda que o modo de cumprimento possa comportar margem de discricionariedade da administração.

Com base nesse breve panorama dos deveres dos administradores, é preciso identificar a conduta comissiva, ou omissiva, violadora de dever legal do administrador a quem se imputa o dever de indenizar. De fato, o administrador não é responsável pelos ilícitos dos outros administradores. No entanto, o administrador poderá ser responsabilizado solidariamente com o

¹²⁵⁰ PAS CVM n. 09/2009, Diretora Relatora Luciana Dias, julgado em 21/07/2015 (Caso Brasil Telecom III).

¹²⁵¹ PAS CVM n. RJ2016/7190, Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 09/07/19 (Caso MMX).

¹²⁵² PAS CVM n. RJ2014/13977, Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 30/01/20 (Caso Taurus); PAS CVM n. RJ2016/7190, Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 09/07/19 (Caso MMX); PAS CVM n. 09/2009, Diretora Relatora Luciana Dias, julgado em 21/07/2015 (Caso Brasil Telecom III); Processos Administrativos CVM n. RJ-2007-10879 e RJ-2007-13216, Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto, julgado em 24/10/2008; PAS CVM n. 19/05, Diretor Relator Eliseu Martins, julgado em 15/12/2009.

infrator, caso descumpra dever legal próprio. É exemplo a hipótese de o administrador não descobrir, impedir, consignar sua divergência em ata ou noticiar a outro órgão o ilícito cometido por outro administrador¹²⁵³. Ademais, se o administrador agir em conluio com outros administradores ou terceiros, ele responderá, solidariamente e com os demais coparticipes, pelos danos causados¹²⁵⁴.

Se não tiverem competência funcional, os administradores de companhia aberta não podem ser responsabilizados por eventuais danos causados pelo descumprimento de deveres legais voltados a assegurar o funcionamento normal da companhia¹²⁵⁵. No entanto, qualquer administrador pode ser responsabilizado solidariamente com os infratores desses deveres, se descumprir seu dever de diligência, ao tomar conhecimento do descumprimento daqueles deveres por outros administradores ou predecessores e se deixar de comunicar o mesmo descumprimento à assembleia geral¹²⁵⁶.

Para atribuir a determinado administrador a responsabilidade civil pela falha informacional, é preciso, portanto, individualizar sua conduta e demonstrar sua contribuição, dentro da organização da companhia, para a ocorrência da falha informacional. É preciso, portanto, delimitar a esfera de competência do administrador acusado. É preciso, ainda, com base nas atribuições e nos poderes do administrador, identificar dever imputado ao administrador em dadas circunstâncias fáticas. Posteriormente, cabe demonstrar que a conduta ou a omissão do administrador efetivamente violaram o dever. E, ainda, por fim, deve estar comprovada a relação da atuação ou da omissão para a falha informacional.

A elaboração, a aprovação e a divulgação das demonstrações financeiras são exemplos de como a conjugação da atuação de distintos administradores pode levar à falha informacional. Em diversos casos julgados pela CVM, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal foram condenados por falhas informacionais em demonstrações financeiras. A condenação administrativa é feita com base na individualização da conduta dos administradores. Consideram-se, aqui, as diferentes competências de cada órgão administrativo, bem como o conhecimento, ou a possibilidade, de descoberta das irregularidades realizadas por outros administradores. Com efeito, como determinados atos devem ser realizados por administradores específicos, não cabe a

¹²⁵³ Art. 158, §1º, Lei n. 6.404/76.

¹²⁵⁴ Art. 158, §5º Lei n. 6.404/76.

¹²⁵⁵ Art. 158, §§2º e 3º, Lei n. 6.404/76.

¹²⁵⁶ Art. 158, §4º, Lei n. 6.404/76.

responsabilidade de todos os administradores por uma mesma conduta, genericamente se atribuindo a todos o descumprimento do dever de diligência¹²⁵⁷.

No Caso Banco Mercantil¹²⁵⁸, a diferenciação, entre os administradores, de atribuições legais e estatutárias foi adotada para distinguir a condenação de cada um. Os diretores estatutários foram acusados pela elaboração; e os membros do conselho fiscal, pela aprovação do mesmo objeto: demonstrações financeiras, de quatro exercícios sociais e com irregularidades contábeis que levaram à produção artificial de lucros, assim se ocultando a real situação financeira da companhia e induzindo terceiros a erro. Após concluir que ocorreram irregularidades contábeis, o Colegiado da CVM condenou aqueles administradores que tinham atribuições relacionadas ao ilícito. Os membros do conselho de administração que não haviam contribuído, de forma ativa, para as irregularidades contábeis foram condenados pela negligência na avaliação sobre a legalidade dos fatos. Os diretores responsáveis pela área externa, pelo câmbio, pelos controles fiscais e financeiros e pela contabilidade foram condenados, por suas atribuições imporem o conhecimento sobre as irregularidades contábeis; e, portanto, sua atuação foi considerada como negligente. Outros diretores foram condenados, por ter sido comprovada sua atuação comissiva na realização das irregularidades sancionadas. Já os diretores que não realizaram condutas comissivas ou omissivas relacionadas às irregularidades foram absolvidos. A detalhada divisão de competências entre os administradores do Banco Mercantil foi, portanto, decisiva para a identificação de ilícitos cometidos pelos diversos administradores da companhia.

Adotando a mesma perspectiva da diferenciação de competências legais entre os administradores para atribuição de ilícito, no Caso Geotécnica¹²⁵⁹, apenas o diretor de relações com investidores foi condenado pela omissão na divulgação de informações obrigatórias por mais de três anos. Os demais administradores foram absolvidos da acusação de descumprimento do dever de diligência, pois a acusação estava delimitada às irregularidades na divulgação de informações obrigatórias da companhia. O dever de informar e o dever de diligência são diversos, de modo que o respectivo descumprimento depende da comprovação de quais ações, ou omissões, foram realizadas por cada administrador que teriam violado cada distinto dever. Caberia, portanto, à

¹²⁵⁷ BARBOSA, Marcelo; LYRA, Zoria. “Dever de diligência, razoabilidade e proporcionalidade”. (in) CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel (coord.). Sociedades anônimas, mercado de capitais e outros estudos: homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano. Vol. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 136.

¹²⁵⁸ PAS CVM n. 07/2002, Diretor-Relator Eli Loria, julgado em 22/11/04 (Caso Banco Mercantil).

¹²⁵⁹ PAS CVM n. RJ2005/7127, Diretora Relatora Maria Helena Santana, julgado em 08/11/2006 (Caso Geotécnica).

acusação ter demonstrado – por meio de atas de reunião da diretoria ou do conselho de administração, ou mesmo por depoimentos pessoais – qual teria sido a negligência dos demais administradores, o que não ocorreu no caso.

Outro precedente ilustrativo da responsabilidade de mais de um administrador por falhas informacionais em demonstrações financeiras foi o Caso Brasil Telecom I¹²⁶⁰. Nesse caso, o diretor presidente e o diretor financeiro da companhia foram condenados pelo descumprimento do dever de diligência na elaboração de demonstrações financeiras, as quais não reconheciam contingências contábeis, além de ambos os diretores terem aplicado tese ainda em discussão no judiciário com relação a casos com trânsito em julgado. A defesa alegou que os acusados teriam elaborado as demonstrações financeiras com base em informações e em recomendações do diretor jurídico, de assessores externos e de pareceristas. O Colegiado da CVM, porém, entendeu que o dever de diligência teria sido descumprido, pois havia relevantes sinais de alerta no sentido contrário das recomendações. Os acusados não teriam cumprido adequadamente seus deveres próprios, ao confiarem apenas nas recomendações recebidas. Em relação à alegada discricionariedade da representação contábil de contingências passivas, a autarquia concluiu que não haveria discricionariedade dos administradores no tratamento contábil, mas subjetividade da classificação de risco das ações judiciais mitigada pelas normas contábeis cogentes.

Por fim, no Caso Taurus¹²⁶¹, a condenação dos diretores foi diferenciada entre, de um lado, os diretores que sabiam das irregularidades relacionadas à venda de sociedade controlada e, de outro, aqueles que não sabiam, mas deviam ter identificado, nas demonstrações financeiras, as falhas na divulgação dessa operação. Os diretores e os membros do conselho fiscal que sabiam das irregularidades contratuais e dolosamente as omitiram nas demonstrações financeiras foram condenados pela atuação com desvio de finalidade, em violação dos arts. 154, 176 e 177, §3º, da Lei n. 6.404/76 e arts. 26 e 29 da ICVM 480/09¹²⁶². A diretora de relações com investidores, que não sabia das irregularidades, foi condenada pela atuação negligente na elaboração e na revisão das demonstrações financeiras, em violação aos arts. 153 e 176 da Lei n. 6.404/76. Isso porque as cláusulas constantes nos instrumentos contratuais permitiam verificar a irregularidade da venda da

¹²⁶⁰ PAS CVM n. 03/2011, Diretor-Relator Carlos Alberto Rebello Sobrinho, julgado em 02/07/19 (Caso Brasil Telecom I).

¹²⁶¹ PAS CVM n. RJ2014/13977, Diretor-Relator Gustavo Gonzalez, julgado em 30/01/20 (Caso Taurus).

¹²⁶² Atualmente as normas anteriormente previstas nos arts. 26 e 29 da ICVM 480/09 constam nos arts. 28 e 31 da Resolução CVM 80/22.

controlada, mas a diretora não foi diligente na elaboração das demonstrações financeiras, permitindo que estas fossem divulgadas com falhas informacionais. Já os membros do conselho de administração e os membros do conselho fiscal que não sabiam das irregularidades contratuais não foram condenados por violação ao art. 153 da Lei n. 6.404/76. Considerou-se que o dever de fiscalização – em especial, de revisão das demonstrações financeiras, tanto do conselho de administração, como do conselho fiscal – não seria tão amplo, a ponto de exigir que aqueles administradores revisassem contratos para descobrir falhas na representação contábil. Nesse caso, ainda, foi expressamente referido que – embora a decisão de realizar, ou não, a venda da controlada seja negocial – a correta representação contábil do negócio não é discricionária; e, portanto, não foi aplicada a *business judgment rule*.

Em síntese, tanto a divulgação de informação falsa como a omissão de informação por meio da companhia aberta podem envolver a ação ou a omissão de vários administradores. A respectiva responsabilidade civil depende da individualização da conduta comissiva ou omissiva, com base nos deveres legais impostos a cada administrador pelas próprias atribuições e por culpa própria. Depende, ainda, de comprovação do nexo causal entre a conduta e a falha informacional divulgada ao mercado de valores mobiliários.

Considerando que o dano sofrido por cada investidor é único, cabe indagar: qual é a parcela da indenização devida pela companhia aberta e qual é aquela parcela atribuível a cada administrador responsável pela falha informacional? É o que se verá a seguir.

b. Solidariedade passiva

A falha informacional pode depender da conjugação de diversas condutas omissivas e comissivas dos administradores da companhia aberta. Além disso, quando as condutas dos administradores levam, por meio da omissão ou da divulgação de informações falsas pelos canais oficiais da companhia, ao descumprimento de deveres de informar imputados à companhia aberta, a companhia se torna responsável pelo dever de indenizar os lesados pela falha informacional. Diante da pluralidade de potenciais responsáveis, cabe definir a parcela de responsabilidade de cada um quanto ao pagamento da indenização.

A Lei n. 6.404/76 previu expressamente, no art. 158, §2º, que os administradores são devedores solidários de indenização pelos danos causados em decorrência do descumprimento de

deveres impostos pela lei, para assegurar o normal funcionamento da companhia. Assim, há solidariedade passiva, entre os administradores da companhia aberta que tenham causado danos à companhia, a acionistas ou a terceiros pelo descumprimento de seus deveres próprios.

A Lei n. 6.404/76 não dá tratamento expresso, porém, à responsabilidade da companhia aberta por danos causados a acionistas e a terceiros. Com base na redação do art. 158, I e II, da Lei n. 6.404/76, e do art. 47 do Código Civil, pode-se inferir que à companhia são imputados os atos lícitos ou ilícitos realizados por seus administradores dentro de suas atribuições e de seus poderes. Nessas hipóteses, reconhece-se que tanto a companhia como o administrador são responsáveis perante terceiros pelos ilícitos. Além disso, a Lei n. 6.404/76 também prevê, expressamente, em ao menos uma hipótese, a responsabilidade civil conjunta da companhia e de seus administradores por danos causados a acionistas por falhas informacionais no certificado de ações, no art. 24, parágrafo primeiro: “**a omissão de qualquer dessas declarações dá ao acionista direito à indenização por perdas e danos contra a companhia e os diretores na gestão dos quais os certificados tenham sido emitidos**” (grifa-se). Ou seja, a lei societária identifica, expressamente, dupla imputação de ilícito e do dever de indenizar, tanto à companhia como a seus diretores.

Não há, porém, previsão, na Lei n. 6.404/76, quanto à proporção da responsabilidade de cada um quanto ao pagamento de indenização aos acionistas ou aos terceiros lesados.

A nosso ver, a companhia é responsável solidariamente com os administradores pela falha informacional. É o que decorre do art. 942, *caput*, do Código Civil, segundo o qual “(...) *se a ofensa tiver mais de um autor, todos responderão solidariamente pela reparação*”. Na norma, está implicitamente reconhecida a responsabilidade *in solidum*, a qual consagra a solidariedade passiva quando há *pluralidade de autoria*¹²⁶³. Como nota Cavalieri, o termo “autor” indica quem praticou a ação ou a omissão necessárias para a realização de um ato ilícito¹²⁶⁴, que, aqui, abrange a imputação do ato tanto jurídica quanto material. Trata-se, portanto, dos casos em que a mais de uma pessoa é atribuída a autoria do ilícito causador do dano.

¹²⁶³ MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. Vol. V. Tomo II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 509.

¹²⁶⁴ CAVALIERI FILHO, Sergio. Programa de Responsabilidade Civil. 13. Ed. São Paulo: Atlas, 2019, p. 87.

A responsabilidade *in solidum* existe quando há unicidade do dano com base em causalidade comum¹²⁶⁵ ou em um nexo causal plúrimo¹²⁶⁶, ainda que não haja prévia coordenação intencional entre os responsáveis.

A esse respeito, com base na perspectiva do direito francês¹²⁶⁷, Savatier¹²⁶⁸ sustenta que há responsabilidade *in solidum* quando aos olhos do lesado a atuação de cada um dos responsáveis é percebida de forma *indivisível*. Segundo o autor, a indivisibilidade está na causalidade do dano, e não na natureza do pedido de indenização. Assim, a imputação de responsabilidade a cada um dos responsáveis pode ser por ilícitos diversos, e o que distingue a responsabilidade *in solidum* seria o fato de que, perante a vítima, a causa do dano é una. Mazeaud e Mazeaud¹²⁶⁹ justificam solidariedade pelo fato de que nem a ação nem a omissão de nenhum dos responsáveis poderiam, isoladamente, ter provocado aquele dano e que, portanto, todos são obrigados ao pagamento da totalidade da indenização. Cada um realiza um ilícito diferente, cada ilícito é causa do dano, mas o dano é único. Adotando a mesma perspectiva, sob a ótica do direito brasileiro, San Tiago Dantas¹²⁷⁰ ressaltou que, na solidariedade passiva, os devedores são corresponsáveis por somente uma obrigação, diferentemente da obrigação indivisível, que tem unidade na prestação.

A capacidade de agir das companhias está fisicamente conectada ao agir do administrador¹²⁷¹. É por isso que Giannini¹²⁷² resalta que o direito quase sempre imputa à pessoa jurídica o risco do comportamento do próprio representante “infel”, encarregando à pessoa jurídica com responsabilidade ou *corresponsabilidade* pelos atos da pessoa física, titular do órgão social. Dessa forma, como há unicidade absoluta entre, de um lado, os atos dos administradores exercidos dentro das respectivas atribuições e, de outro lado, o ato atribuído à companhia, para os lesados, a causa do seu dano é uma só: a falha informacional. E a falha informacional tem múltiplos autores.

¹²⁶⁵ GOMES, Orlando. Responsabilidade Civil. Atual. Edvaldo Brito. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 81

¹²⁶⁶ PEREIRA, Caio Mário da Silva. Responsabilidade Civil. Atual. Gustavo Tepedino. 12. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 113.

¹²⁶⁷ No direito francês, há diferenciação da solidariedade passiva decorrente de obrigação contratual daquela decorrente do ilícito, sendo essa última denominada responsabilidade *in solidum* e a primeira obrigação solidária. A consequência dessa distinção tem repercussão nos efeitos da interrupção da prescrição, da sentença, da apelação, da remissão da dívida frente a apenas um, pois na obrigação solidária a realização de qualquer um desses atos frente a um aproveita os demais, o que não ocorreria na responsabilidade *in solidum*, cf. MAZEAUD, Leon. *Traité théorique et pratique de la responsabilité civile délictuelle et contractuelle*. 4. Ed. Tomo II. Paris: Sirey, 1949, pp. 805-806.

¹²⁶⁸ SAVATIER, René. *Traité de la responsabilité civile en Droit Français*. Tomo II. 2. Ed. Paris: LGDJ, 1951, p. 46.

¹²⁶⁹ MAZEAUD, Leon. *Traité théorique et pratique de la responsabilité civile délictuelle et contractuelle*. 4. Ed. Tomo II. Paris: Sirey, 1949, pp. 785-786.

¹²⁷⁰ DANTAS, San Tiago. Programa de Direito Civil II. Rio de Janeiro: Editora Rio, 1978, p. 50.

¹²⁷¹ GIANNINI, Massimo Severo. *Diritto Amministrativo*. Vol. I. Milano: Guffrè, 1970, p. 122.

¹²⁷² GIANNINI, Massimo Severo. *Diritto Amministrativo*. Vol. I. Milano: Guffrè, 1970, p. 145.

Assim, os acionistas e demais investidores lesados podem pleitear a totalidade da indenização tanto perante a companhia aberta, como perante os administradores que tenham dado causa à divulgação da falha informacional ao mercado de valores mobiliários, pois ambos – companhia e administradores – são solidariamente responsáveis¹²⁷³.

Na relação interna entre os devedores solidários, como regra, aquele que pagar a totalidade da indenização pode exercer o direito de regresso e demandar o pagamento da parcela da indenização atribuída aos demais corresponsáveis¹²⁷⁴.

Se a indenização aos acionistas e investidores for paga pela companhia aberta, ela poderá demandar, observados os requisitos dos arts. 159 e 134, §3º, da Lei n. 6.404/76, a totalidade da indenização dos administradores responsáveis. Na relação interna entre companhia e administradores, a responsabilidade pela falha informacional é exclusiva dos administradores, incidindo, portanto, o regime de responsabilidade dos administradores previsto nos arts. 158, 159 e 134, §3º, Lei n. 6.404/76. Entre os administradores corresponsáveis, em tese, caberia identificar a parcela de cada um na realização da falha informacional, com base na individualização da conduta e na causalidade entre a conduta e o resultado danoso – é o que a doutrina, em direito civil, qualifica como “quotas” dos codevedores da obrigação solidária¹²⁷⁵. Na prática, porém, dificilmente será possível identificar a medida da contribuição causal de cada administrador para a ocorrência da falha informacional no mercado de valores mobiliários. Nesses casos, caberá a divisão igualitária, entre todos os administradores corresponsáveis pela totalidade da indenização paga pela companhia aberta a terceiros.

Em síntese, quando ocorrer descumprimento dos deveres de informar impostos pelo regime informacional obrigatório, a companhia e os administradores que descumpriram deveres próprios são responsáveis pelo dever de indenizar. Havendo multiplicidade de devedores do dever de

¹²⁷³ Assim também nos direitos alemão, francês, italiano, português e norte-americano, conforme, respectivamente, HELLGARDT, Alexander. *Kapitalmarktdelikttsrecht*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, pp. 434-435; PROROK, Johan. *La responsabilité civile sur les marchés financiers*. Paris: LGDJ, 2019, pp. 542-544, 552-558; BRUNO, Sabrina. *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*. Nápoles: Edizioni Scientifiche Italiane, 2000, pp. 160-188; FACCI, Giovanni. *Il danno da informazione finanziaria inesatta*. Torino: Zanichelli, 2009, pp. 236-242; CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 4. Ed. Coimbra: Almedina, 2018, pp. 12, 815-817; art. 151 do Código de Valores Mobiliários de Portugal; GEVURTZ, Franklin A. “United States: The Protection of Minority Investors and Compensation of Their Losses”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, p. 136.

¹²⁷⁴ AGUIAR DIAS, José de. *Da responsabilidade civil*. 12. Ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, pp. 915-916; PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade Civil*. Atual. Gustavo Tepedino. 12. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, pp. 113-114.

¹²⁷⁵ CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. 13. Ed. São Paulo: Atlas, 2019, p. 89.

indenizar, haverá solidariedade passiva, pois todos os responsáveis colaboraram para a ocorrência do dano. Cabe, a seguir, identificar quem são os titulares da pretensão indenizatória por falha informacional ocorrida no mercado de valores mobiliários.

5.2. Quem deve ser indenizado?

A determinação de quem deve ser indenizado requer a retomada de alguns dos pressupostos da responsabilidade civil analisados na primeira parte deste estudo, composta pelo primeiro (falha informacional), pelo segundo (dano) e pelo terceiro (nexo de causalidade) capítulos.

Em primeiro lugar, a falha informacional pode distorcer o preço tanto de ações quanto de outros valores mobiliários, tais como títulos de dívida. Assim, não apenas acionistas, mas também investidores de outros valores mobiliários de emissão de companhia aberta podem ser lesados pela falha informacional¹²⁷⁶.

Embora a precificação de cada espécie de valor mobiliário leve em consideração alguns critérios diferentes, tanto a divulgação de uma informação falsa como a omissão de uma informação relevante podem alterar a formação do preço, tanto de ações, como de valores mobiliários de dívida não conversíveis em ações. O quadro comparativo para aferição da existência e para quantificação de danos por falha informacional é o comportamento do mercado na precificação da mesma espécie de valores mobiliários. Dessa forma, a falha informacional de determinada companhia aberta poderá ocasionar distorção no preço das ações ordinárias e não exercer nenhum impacto no preço das debêntures ou das ações preferenciais, ou vice-versa¹²⁷⁷. Igualmente, é possível que a medida da distorção do preço das ações ordinárias e das debêntures – que será o critério para a quantificação dos danos – seja diversa¹²⁷⁸.

Usualmente, o preço de títulos de dívida é baseado no cálculo do valor presente do fluxo de caixa futuro esperado que eles gerem. Esse cálculo depende da magnitude e do cronograma de pagamentos da remuneração prometida. Depende, ainda, da devolução dos recursos ao final, bem

¹²⁷⁶ PARK, James J. “Bondholders and Securities Class Actions”, *Minnesota Law Review*, 99, 2014, pp. 595-598; HELLGARDT, Alexander. *Kapitalmarktdelikttsrecht*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, pp. 340-341; PROROK, Johan. *La responsabilité civile sur les marchés financiers*. Paris: LGDJ, 2019, p. 288, nota de rodapé n. 15.

¹²⁷⁷ HARTZMARK, Michael; SEYHUN, H. Nejat, “Understanding the Efficiency of the Market for Preferred Stock”, *Virginia Law & Business Review*, vol. 8, n. 2, 2014, pp. 160-173.

¹²⁷⁸ *In re Countrywide Financial Corp. Securities Litigation*, 273 F.R.D. 586 (C.D. Cal. 2009).

como das taxas de juros fixadas em títulos de dívida comparáveis no mercado¹²⁷⁹. Hartzmark *et al* indicam que há seis fatores que influenciam no preço de títulos de dívida negociados no mercado de valores mobiliários: (i) taxa de retorno esperada de títulos com vencimento e baixíssimo risco (*i.e.*, títulos do governo), (ii) previsões contratuais específicas, (iii) risco de insolvência da companhia, (iv) probabilidade de recuperação do crédito em caso de insolvência, (v) impostos incidentes na remuneração e (vi) liquidez do título de dívida.

Como observa James Park¹²⁸⁰, a precificação dos títulos de dívida depende menos da expectativa de aumento dos lucros do que o preço de uma ação. Como o investidor, titular de títulos de dívida, tem o direito de receber juros e a devolução do principal no futuro, os lucros da companhia não apresentam impacto significativo na expectativa futura desses investidores. Além disso, estes têm prioridade em relação aos acionistas, em caso de falência da companhia, estando, portanto, com maior garantia em relação à variação de avaliação da companhia. Com efeito, as novas informações afetarão o preço dos títulos de dívida, se mudar a avaliação do investidor sobre a capacidade de pagamento dos juros e de devolução do principal pela companhia. Em razão disso, não há uma linha linear de variação do preço das ações e de títulos de dívida de uma mesma companhia¹²⁸¹, a ponto de ser possível estabelecer um múltiplo constante para definir a relação entre a variação daqueles preços¹²⁸².

Assim, tanto acionistas como titulares de outros valores mobiliários emitidos pela companhia podem sofrer danos em decorrência da falha informacional. No entanto, a prova do nexo causal e do dano baseada em estudos de evento deve ser feita, individualmente, para cada espécie de valor mobiliário. Isso significa que um estudo de evento feito com base na variação do preço das ações da companhia aberta não é prova cabível, para demonstrar eventual dano sofrido por debenturistas.

Em segundo lugar, somente são partes lesadas pela falha informacional aqueles que compraram ou venderam valores mobiliários durante o lapso temporal em que os preços foram

¹²⁷⁹ HARTZMARK, Michael; SCHIPANI, Cindy A.; SEYHUN, H. Nejat, "Fraud on the Market: Analysis of the Efficiency of the Corporate Bond Market", *Columbia Business Law Review*, 2011, n. 3, p. 669.

¹²⁸⁰ PARK, James J. "Bondholders and Securities Class Actions", *Minnesota Law Review*, 99, 2014, p. 590.

¹²⁸¹ *In re Countrywide Financial Corp. Securities Litigation*, 273 F.R.D. 586 (C.D. Cal. 2009).

¹²⁸² HARTZMARK, Michael; SCHIPANI, Cindy A.; SEYHUN, H. Nejat, "Fraud on the Market: Analysis of the Efficiency of the Corporate Bond Market", *Columbia Business Law Review*, 2011, n. 3, p. 676.

distorcidos pela falha informacional¹²⁸³. A título de exemplo, não terá sofrido nenhum dano o investidor que tenha adquirido os valores mobiliários antes da falha informacional e permanecido com as respectivas ações após a falha informacional.

A variação do preço das ações, por si só, não consiste em dano indenizável. Ademais, se, para identificar o dano e onexo causal, como visto no segundo capítulo deste estudo, é preciso que o mercado seja eficiente, e a descoberta da falha informacional deve ser vista como a correção do preço. Em razão disso – ainda que os valores mobiliários do investidor tenham reduzido, pela distorção do preço de mercado, o patrimônio daquele investidor, temporariamente e com a descoberta da falha informacional –, o preço, em tese, seria corrigido.

Além disso, como o dano decorre da interferência da falha informacional na formação do preço, seja este da oferta pública de emissão, seja este do mercado secundário, todos os investidores que realizaram subscrição, compra ou venda de valores mobiliários podem ter sofrido danos indenizáveis. Não cabe, portanto, restringir o universo de potenciais lesados de uma oferta pública de emissão a apenas aqueles que subscreveram os novos valores mobiliários. Se a falha informacional no prospecto interferiu na formação do preço dos valores mobiliários negociados no mercado secundário, até a descoberta da falha informacional, os investidores que compraram ou venderam valores mobiliários por preço distorcido também podem ter sofrido danos¹²⁸⁴.

Diante disso, o segundo requisito para identificar quem deve ser indenizado é identificar quem comprou, por preço inflacionado, os valores mobiliários ou quem vendeu, por preço deflacionado, valores mobiliários. Com base nesse universo de potenciais lesados, há que se identificar, individualmente, quem efetuou outras compras e vendas do mesmo valor mobiliário no período, para, assim, verificar se o investidor sofreu efetivamente redução patrimonial na data da descoberta da falha informacional e da correção do preço distorcido.

Em terceiro lugar, não apenas aqueles titulares – na data do ajuizamento da ação judicial ou da arbitragem – de valores mobiliários da companhia são partes legítimas para pleitear a indenização. Ou seja, a pretensão indenizatória não depende necessariamente da manutenção da

¹²⁸³ VERSE, Dirk A. “Germany: Liability for Incorrect Capital Market Information”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, pp. 373-374.

¹²⁸⁴ VERSE, Dirk A. “Germany: Liability for Incorrect Capital Market Information”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, p. 374; PINA, Carlos Costa. *Dever de informação e responsabilidade pelo prospecto no mercado primário de valores mobiliários*. Coimbra: Coimbra Editora, 1999, p. 226.

titularidade do valor mobiliário de emissão da companhia. O direito à indenização depende da ocorrência do dano, com a compra ou com a venda de valores mobiliários, e da correção do preço distorcido na data da descoberta da falha informacional. O dano, por sua vez, deve, ainda, implicar redução patrimonial ao investidor.

Como visto, há dano quando (i) a parte adquiriu, por preço inflacionado e após a falha informacional, valores mobiliários, e não os vendeu antes da descoberta e quando (ii) a parte adquiriu, antes da falha informacional, e vendeu, antes da descoberta da falha informacional, valores mobiliários por preço deflacionado pela falha informacional. É, portanto, irrelevante se, na data do ajuizamento da ação de responsabilidade civil, o investidor lesado ainda é titular de valores mobiliários da companhia, cuja compra ou venda ocasionaram o dano. Nos casos de danos sofridos pela venda de valores mobiliários por preço deflacionado, é, inclusive, pressuposto que o lesado não seja mais, na data da descoberta da falha informacional, titular dos valores mobiliários.

Para os fins da responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores, a diferenciação entre acionistas e titulares de outros valores mobiliários restringe-se à determinação do nexo causal e da medida do dano.

Não há diferença na natureza da relação jurídica estabelecida entre, de um lado, companhia ou administradores e de outro lado, acionistas ou titulares de outros valores mobiliários. Nos dois casos, há relação de responsabilidade extracontratual decorrente de ilícito. Nos dois casos, o mesmo interesse é violado pela falha informacional – a diferença é a consequência da violação ao interesse à informação completa. Para os acionistas, a violação do interesse à informação completa pode ter resultado na venda das suas ações ordinárias por preço 20% inferior ao que poderia ter sido; e, para os debenturistas, a violação ao mesmo interesse à informação pode ter resultado na venda de suas debêntures por preço apenas 5% inferior ao que poderia ter sido, se não tivesse ocorrido a falha informacional. Trata-se, portanto, de questão fática: qual foi a interferência da falha informacional no mercado de ações ordinárias da companhia “X” e qual foi a interferência da falha informacional no mercado de debêntures da companhia “X”.

Não há distinção, portanto, entre acionistas e demais titulares de valores mobiliários em relação ao respectivo direito de ação contra a companhia aberta. A relação societária do acionista com a companhia não é a fonte da obrigação de pagamento da indenização. Não são os direitos inerentes ao *status socii* que são violados pela falha informacional. É o interesse à informação

correta, completa e precisa devida ao público geral¹²⁸⁵ para decidir se e quando o lesado pretende adquirir ou vender e o valor mobiliário – e ainda, para decidir qual esse valor mobiliário.

O que enseja a pretensão indenizatória é a compra ou a venda por preço distorcido e, posteriormente, corrigido de valores mobiliários em ambiente regulado, cuja fiabilidade depende das informações obrigatórias exigidas da companhia emissora. Assim, acionistas e titulares de outros valores mobiliários têm pretensão indenizatória de mesma natureza contra a companhia aberta e seus administradores. O que muda é a ocorrência e medida do dano, a depender das circunstâncias fáticas do caso.

Determinados os sujeitos ativo e passivo da relação de reparação, cabe proceder à terceira, e última parte, deste estudo, na qual será apresentada análise crítica do sistema de responsabilidade civil, como meio de tutela dos acionistas e investidores, por falha informacional no mercado de valores mobiliários.

¹²⁸⁵ KLEINDIEK, Detlef. Deliktshaftung und juristische Person. Tübingen: Mohr Siebeck, 1997, pp. 372-393; BRÜGGEMEIER, Gert. “Organisationshaftung: Deliktsrechtliche Aspekte innerorganisatorischer Funktionsdifferenzierung”, Archiv für die civilistische Praxis, 1991, Band 191, Heft 1/2 (1991), pp. 63-67.

PARTE III – EFETIVIDADE DO REGIME JURÍDICO ATUAL

CAPÍTULO 6 – Tutela dos investidores e o paradoxo da responsabilidade civil

As diferenças de desenvolvimento do mercado de capitais em distintos países já foram relacionadas à maior ou à menor proteção legal conferida aos investidores¹²⁸⁶. É sabido que o “*direito dos livros*” não é o “*direito em ação*”¹²⁸⁷. Portanto, não basta apenas o direito – é preciso que haja instrumentos jurídicos aptos a dar cumprimento às normas de direito societário e do mercado de valores mobiliários (“*enforcement*”). Em decorrência disso, os sistemas jurídicos com *enforcement* intenso e rigoroso permitem às companhias abertas custo de capital inferior e avaliação superior dos seus valores mobiliários em comparação com aqueles com *enforcement* não efetivo¹²⁸⁸. O *enforcement* no mercado de valores mobiliários, porém, depende da conjugação¹²⁸⁹ de diversos mecanismos de cumprimento forçado de normas públicos e privados¹²⁹⁰.

No Brasil, é corrente o entendimento de que não há *enforcement* – seja este público, seja privado – satisfatório, nas normas tanto sobre direito societário, como sobre mercado de valores mobiliários¹²⁹¹. Nos últimos anos, algumas companhias abertas brasileiras responderam a *class actions* iniciadas por titulares de ADRs nos Estados Unidos, em decorrência de alegadas falhas informacionais cometidas por aquelas companhias e por seus administradores. Em alguns casos, as companhias brasileiras celebraram acordos com os investidores de ADRs para evitar a continuidade das *class actions*, dispendendo recursos vultuosos para indenizá-los. Foram casos que acenderam

¹²⁸⁶ LA PORTA, Rafael; LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. “Corporate Ownership Around the World”, *The Journal of Finance*, Vol. 54, n. 2, abril/1999, pp. 471-517.

¹²⁸⁷ POUND, Roscoe. “Law in books and law in action”, *American Law Review*, vol. 44, 1, 1910, p. 15 e ss.

¹²⁸⁸ COFFEE JUNIOR, John C. “Law and the Market: the impact of enforcement”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 156, 2007, pp. 229 e ss.

¹²⁸⁹ GELTER, Martin. “Global Securities Litigation and Enforcement”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019., p. 10 (observando que apenas a efetividade de mecanismos privados de enforcement não é responsável pelo desenvolvimento do mercado de valores mobiliários norte-americano); JACKSON, Howell E.; ROE, Mark J. “Public and private enforcement of securities laws: Resource-based evidence”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 93, Issue 2, 2009, pp. 207-238 (demonstrando que os países que têm mais recursos para fiscalização e investigação por meio do enforcement público têm mercado de valores mobiliários mais desenvolvido).

¹²⁹⁰ ARMOUR, John; BLACK, Bernard S.; CHEFFINS, Brian R.; NOLAN, Richard. “Private enforcement of corporate law: An empirical comparison of the UK and US”. (in) *Enforcement of Corporate and Securities Law: China and the World*. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 241-287.

¹²⁹¹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Influência do patrimonialismo na sociedade anônima - Importância dos mecanismos privados de efetivação dos devedores do acionista controlador e dos administradores”, (in) VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. (Org.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 129-156; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Enforcement e tutela indenizatória no direito societário e no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier latin, 2018, pp. 59-68; OCDE, “Private enforcement of shareholder rights: A comparison of selected jurisdictions and policy alternatives for Brazil”, 2020.

debate sobre a suficiência da tutela aos investidores de valores mobiliários emitidos no Brasil pelas mesmas companhias abertas¹²⁹². É dúvida que ensejam questionamentos. Haveria, no Brasil, sistema de responsabilidade civil contra falhas informacionais realizadas no mercado de valores mobiliários? Quais seriam os instrumentos processuais disponíveis para pleitear a indenização, ou mesmo a fiscalização, das companhias abertas e de seus administradores? Os investidores de valores mobiliários emitidos no Brasil teriam tutela jurídica inferior àquela dos investidores de valores mobiliários emitidos nos Estados Unidos? Seriam os acionistas brasileiros que arcaariam indiretamente com o dispêndio de recursos, para indenizar os titulares de ADRs nos Estados Unidos?¹²⁹³ As ações de responsabilidade civil de acionistas contra a companhia não levariam apenas à realocação de recursos entre grupos de acionistas?

Nesse contexto de dúvidas, testemunhou-se o surgimento de ações judiciais, de ações civis públicas, de arbitragens multipartes e de arbitragens coletivas no Brasil, nas quais investidores de valores mobiliários de emissão daquelas companhias pleiteavam indenizações por danos sofridos “pela desvalorização” dos seus valores mobiliários¹²⁹⁴. Por um lado, advogou-se pela necessidade

¹²⁹² REBELLO, Carlos. “Empresas com ADR: investidores brasileiros, tenham cautela!”, *Capital Aberto*, 22 de janeiro de 2016; ROMERO, Cristiano; MAIA, Camila; TORRES, Fernando; RAMALHO, André. “Petrobras vai pagar indenização bilionária para encerrar ação em NY”, *Valor Econômico*, 04 de janeiro de 2018; ALVES, Aluisio. “Ações coletivas de investidores contra empresas brasileiras listadas nos EUA devem aumentar”, *Reuters*, 08 de junho de 2016.

¹²⁹³ Vide, a respeito, PRADO, Viviane Muller. “Os desafios para o ressarcimento dos investidores”. (in) WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). *A responsabilidade civil da empresa perante os investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 367-427.

¹²⁹⁴ TJSP, Ação Civil Pública nº 1106499-89.2017.8.26.0100, 6ª Vara Cível, Juíza de Direito Dra. Lúcia Caninéo Campanha, julgado em 04/07/2018 (AIDMIN v. Petrobras); TRF2, Apelação Cível nº 0043131-31.2015.4.02.5101, Rel. Des. Federal Reis Friede, 6ª Turma Especializada, julgado em 27/07/2017 (Renato Palhares v. Petrobras e União Federal); TRF3, Apelação Cível nº 0007520-19.2015.4.03.6126, Rel. Des. Federal Antonio Cedenho, julgado em 05/06/2019 (Jackson Mitsui v. Petrobras e União Federal); TRF4, Sentença nº 5010110-30.2015.4.04.7200/SC, Rel. Juiz Federal Vilian Bollmann, julgado em 24/05/2017 (Daniel Moreira v. Petrobras e União Federal); TJRJ, Apelação Cível nº 45851/2005, Rel. Des. Joaquim Alves de Brito, 9ª Câmara Cível, julgado em 02/05/2006 (MP v. Banco do Brasil e outros); TJRS, Apelação Cível nº 70029771839, 19ª Câmara Cível, Rel. Des. Eugênio Facchini Neto, julgado em 30/08/2011 (MP v. Lojas Renner); STJ, REsp nº 1.540.428/SP, Terceira Turma, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, julgado em 06/02/2018, DJe 16/03/2018 (ASA Administradora de Bens e outros v. Banco ABN AMRO Real S.A.); JFSP, Apelação Cível nº 0004471-19.2013.4.03.6100, Sexta Turma, Des. Fed. Fábio Prieto, julgado em 06/06/2019 (ABRIMEC v. LAEP e outros); TRF3, Agravo de Instrumento nº 0008836-78.2016.4.03.0000/SP na Ação Civil Pública nº 0005926-19.2013.4.03.6100, Sexta Turma, Rel. Des. Fábio Prieto, julgado em 06/06/2019 (MP e CVM v. LAEP e outros); TJSP, Apelação Cível nº 1089065-29.2013.8.26.0100, Rel. Min. Ramon Mateo Júnior, julgado em 10/04/2015 (Min Namkeung v. Banco Panamericano); TJSP, Agravo de Instrumento nº 2181084-12.2014.8.26.0000, Rel. Min. Claudio Godoy, julgado em 29/04/2015 (Laura Eun Hee Kim v. Banco Panamericano); TJSP, Decisão Interlocutória na Ação Civil Pública nº 1023052-04.2020.8.26.0100, 2ª Vara Empresarial e Conflitos de Arbitragem, Juíza de Direito Dra. Renata Mota Maciel, decisão de 12/06/2020 (Instituto Ibero-Americano da Empresa v. IRB); TRF3, Ação Civil Pública nº 0015278-16.2004.4.03.6100, Terceira Turma, Rel. Des. Fed. Nelton dos Santos, julgado em 19/05/2016 (MPF v. Administradores Lojas Arapuã e outros); TJRJ, Ação Civil Pública nº 0085670-76.2015.8.19.0001, 19ª Câmara Cível, Rel. Des. Valéria Dacheux, 25/06/2019 (AIDMIN v. OGX). Para 335

de tratamento igualitário entre os investidores de ADRs e de valores mobiliários emitidos no Brasil – o que, para alguns, serviu de fundamento para as ações iniciadas no Brasil¹²⁹⁵. Por outro lado, sustentou-se a iniquidade da responsabilidade civil para lidar com falhas informacionais, haja vista que a companhia seria, ao mesmo tempo, vítima e responsável, ocasionando agravamento dos prejuízos patrimoniais dos acionistas, quando a companhia dispndia recursos com indenizações a acionistas e a investidores. Para alguns, o problema denominado como da “circularidade” das demandas indenizatórias de acionistas contra a companhia retiraria qualquer função da responsabilidade civil como meio de tutela de investidores. A indagação é: seria esse o paradoxo da responsabilidade civil por falha informacional? Com isso, passou-se a discutir, no Brasil, o papel que a tutela indenizatória aos investidores exerceria, para garantir maior proteção aos investidores de valores mobiliários emitidos no Brasil.

Ressalte-se, porém, que, em algumas ações ou arbitragens iniciadas no Brasil, o fundamento da pretensão não foi a interferência da falha informacional no preço da subscrição, da compra ou da venda de valores mobiliários. Em muitos casos¹²⁹⁶, o dano pleiteado decorreria da mera desvalorização do preço de mercado dos valores mobiliários com a descoberta da prática de corrupção pelos administradores da companhia. Esse tipo de demanda não é, contudo, objeto deste estudo.

O que se pretende demonstrar, neste capítulo, é que a responsabilidade civil da companhia aberta e de seus administradores por falha informacional compõe sistema muito mais amplo de tutela do interesse dos investidores quanto à informação no mercado de valores mobiliários. Dessa forma, para que seja possível identificar qual é o espaço que a responsabilidade civil ocupa nesse sistema, é preciso analisar o mesmo sistema em conjunto. De um lado, há mecanismos voltados exclusivamente para prevenir a ocorrência do ilícito. De outro lado, há mecanismos que buscam conferir tratamento sancionatório, ou compensatório, à ocorrência do ilícito no mercado de valores mobiliários. Novamente, surge uma dupla realidade. Se, por um lado, a responsabilidade civil se

referências às arbitragens envolvendo companhias abertas brasileiras demandadas por danos causados a investidores por falhas informacionais, vide notas de rodapé n. 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17.

¹²⁹⁵ PRADO, Viviane Muller. “Os desafios para o ressarcimento dos investidores”. (in) WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 368.

¹²⁹⁶ TRF2, Apelação Cível nº 0043131-31.2015.4.02.5101, Rel. Des. Federal Reis Friede, 6ª Turma Especializada, julgado em 27/07/2017 (Renato Palhares v. Petrobras e União Federal); TRF3, Apelação Cível nº 0007520-19.2015.4.03.6126, Rel. Des. Federal Antonio Cedeno, julgado em 05/06/2019 (Jackson Mitsui v. Petrobras e União Federal); TRF4, Sentença nº 5010110-30.2015.4.04.7200/SC, Rel. Juiz Federal Vilian Bollmann, julgado em 24/05/2017 (Daniel Moreira v. Petrobras e União Federal).

apresenta como meio de tutela dos investidores que foram lesados por adquirir ou vender valores mobiliários por preço distorcido, por outro, a própria responsabilidade civil pode representar risco ao investimento em companhias abertas. E, mais uma vez, surgem indagações. Seria a responsabilidade civil, no mercado de valores mobiliários, verdadeiro paradoxo do sistema de tutela dos investidores? Ou haveria má compreensão sobre a função e sobre as hipóteses de cabimento da responsabilidade civil?

Pretende-se, a seguir, apresentar sistematização dos mecanismos de tutela da informação *ex ante* e *ex post*, para identificar tanto qual é a função da responsabilidade civil da companhia aberta e dos administradores, como qual deveria ser seu espaço da mesma responsabilidade civil nesse sistema. O *enforcement* das regras do mercado de valores mobiliários não se restringe à responsabilidade civil¹²⁹⁷. Em razão dessa não restrição – ao final, no sétimo capítulo –, pretende-se indicar qual é a efetividade do atual regime jurídico para propor eventuais alterações necessárias ao melhor funcionamento da responsabilidade civil.

6.1. Como os interesses dos investidores são tutelados?

6.1.1. Tutela ex ante

O sistema jurídico brasileiro prevê pluralidade de estratégias regulatórias, para evitar a ocorrência de falhas informacionais. No entanto, como se verá, a maior parte desses mecanismos é subutilizada, o que, derradeiramente, enfraquece o sistema de cumprimento das normas de direito societário e do mercado brasileiro de valores mobiliários.

As tutelas *ex ante* são importantes instrumentos para evitar a necessidade da tutela indenizatória. A prevenção da falha informacional pode ocorrer por três meios principais: seja pela imposição de barreiras ao acesso ao mercado de valores mobiliários, seja pela imputação a *gatekeepers* de deveres de fiscalização e de revisão das informações prestadas pelas companhias abertas, ou seja, ainda, pelo fortalecimento dos mecanismos de *enforcement* das normas cogentes de regulação da informação direcionadas à companhia e aos administradores.

¹²⁹⁷ PERRONE, Andrea. Il diritto del mercato dei capitali. Milano: Giuffrè, 2020, pp. 94-95.

No mercado primário, seria possível classificar os mecanismos de tutela da informação em três espécies: mecanismos prejudiciais à colocação da oferta; mecanismos de intervenção no curso da oferta; e mecanismos de fiscalização privada.

Os mecanismos prejudiciais à colocação da oferta de emissão de novos valores mobiliários visam a impor requisitos para o registro da oferta pública. Com isso, se a oferta não observar exigências mínimas, inclusive no que toca à suficiência e qualidade das informações, o emissor não poderá nem mesmo realizar a oferta¹²⁹⁸. A dispensa de requisitos do registro somente pode ocorrer quando o público investidor tem condições de acessar e de analisar informações mais restritas que sejam suficientes para a tomada de decisão de investimento. Nesses casos, os subscritores, ou os adquirentes, deverão firmar declaração confirmando (i) terem conhecimento e experiência em finanças e negócios, para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta; (ii) terem tido acesso a informações suficientes para a decisão de investimento; e (iii) saberem que a oferta tem dispensa de registro ou de requisitos¹²⁹⁹. A CVM terá, ainda, a prerrogativa de requerer documentos e informações complementares, a fim de assegurar o pleno esclarecimento das particularidades da oferta, ou de atualizar as informações divulgadas originariamente¹³⁰⁰. A oferta pública inicial de emissão de novos valores mobiliários pode também ser indeferida, caso, a partir das informações apresentadas, esteja demonstrado que há inviabilidade ou temeridade do empreendimento, ou mesmo inidoneidade dos fundadores¹³⁰¹. Ainda, a CVM pode exigir a apresentação de outros documentos ou informações adicionais, inclusive para inclusão no prospecto, para possibilitar a análise e a compreensão do prospecto pelos investidores¹³⁰².

Os mecanismos prejudiciais à colocação da oferta podem ser excessivamente formais, não necessariamente contribuindo para efetiva tutela dos investidores. No âmbito da Audiência Pública SDM n. 02/21, a CVM colocou em discussão a reformulação do regime regulatório das ofertas públicas. Um dos objetivos da revisão da regulação, na matéria, é precisamente racionalizar, reduzir ou eliminar a exigência de determinados documentos ou requisitos associados ao processo de registro das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. A chamada “Minuta A”, proposta na audiência pública, amplia substancialmente as hipóteses de rito automático, as quais

¹²⁹⁸ Art. 19, Lei n. 6.385/76; art. 2, ICVM 400/03.

¹²⁹⁹ Art. 4º, ICVM 400/03.

¹³⁰⁰ Arts. 9 e 10, ICVM 400/03.

¹³⁰¹ Art. 16, I, ICVM 400/03.

¹³⁰² Art. 39, §§2º e 3º, ICVM 400/03.

não demandam a análise da CVM para autorização da colocação da oferta pública. A ideia é facilitar a colocação de valores mobiliários voltados a investidores profissionais ou qualificados, considerando que esses investidores têm amplas condições de conhecer e de avaliar os riscos associados ao investimento. Assim, no equilíbrio entre tutela dos investidores e redução dos custos regulatórios, a CVM visa, para esses casos, a privilegiar a redução de custos regulatórios¹³⁰³.

Além disso, para o rito ordinário de ofertas públicas, em que a CVM precisa aprovar previamente a colocação, a Audiência Pública SDM n. 02/21 previu redução das informações e documentos atualmente exigidos na ICVM n. 400/03. Os principais objetivos da proposta de reforma regulatória, nessa parte, são o de adequar o regime informacional ao público ao qual a oferta é dirigida, bem como o de simplificar o conjunto de informações divulgadas, para que assim seja facilitada a compreensão dos investidores. De fato, o formato denso e o tamanho excessivo da documentação obrigatória exigida para as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários podem acabar afastando o interesse do investidor em analisar e em compreender as informações divulgadas¹³⁰⁴. Embora os mecanismos de formação dos preços sejam complexos e envolvam a atuação de distintos investidores de diferentes perfis, fato é que, quanto mais extensas e densas forem as informações, mais difícil será a compreensão das mesmas informações; e, conseqüentemente, menos eficiente será o mercado de valores mobiliários. É necessário, e útil, o esforço da autarquia para a revisão do modelo de documentos e das informações obrigatórias exigidas para a colocação de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Parece-nos que a revisão da ICVM n. 400/03, proposta por meio da Audiência Pública SDM n. 02/21, tornará mais efetiva a tutela aos investidores contra os mecanismos prejudiciais à colocação da oferta.

Os mecanismos de intervenção na oferta, por sua vez, buscam minimizar os prejuízos de alguma irregularidade surgida durante a distribuição da oferta pública de emissão de valores mobiliários. Assim, a CVM pode determinar, para que seja sanada a falha informacional, a suspensão da oferta, quando há deficiência das informações já divulgadas, ou, ainda, quando surge fato novo não considerado no prospecto¹³⁰⁵. Quando houver alteração das circunstâncias existentes à época do registro até o dia posterior ao do exercício da distribuição de lote suplementar, a CVM poderá acolher o pedido de modificação ou revogação do registro¹³⁰⁶. A CVM detém, ainda, a

¹³⁰³ CVM. Edital de Audiência Pública SDM n. 02/21, pp. 1-10.

¹³⁰⁴ CVM. Edital de Audiência Pública SDM n. 02/21, pp. 10-23.

¹³⁰⁵ Art. 41, ICVM 400/03.

¹³⁰⁶ Arts. 25 e 27, ICVM 400/03.

prerrogativa de suspender, ou mesmo de cancelar, as ofertas que ocorram de forma diversa daquela constante na regulamentação ou registro, ou, ainda, as ofertas que violem as normas aplicáveis. Nesses casos, os investidores têm, ademais, o direito de revogar eventual aceitação da oferta em andamento e de demandar a restituição dos valores pagos, em caso de suspensão, de cancelamento, de modificação ou de revogação da oferta¹³⁰⁷. A CVM também pode, por decisão fundamentada, exigir a correção de informações, alterações ou cessação da veiculação do material publicitário da oferta¹³⁰⁸.

Juntamente com a prerrogativa legal da CVM de determinar a suspensão ou cancelamento da oferta pública, a CVM pode emitir alerta ao mercado de valores mobiliários sobre a irregularidade da oferta pública de títulos ou contratos de investimento sem registro junto à CVM. Além das medidas administrativas, a CVM ou o Ministério Público podem ajuizar ação civil pública de natureza preventiva para determinar a cessação de alguma conduta para evitar prejuízos aos investidores, nos termos do art. 1º, Lei n. 7.913/89¹³⁰⁹.

No âmbito da função fiscalizatória, a CVM colabora ativamente para evitar danos aos investidores em decorrência de falhas informacionais na oferta pública de emissão de valores mobiliários. Nem sempre, porém, será possível à autarquia descobrir que há uma falha informacional na documentação da oferta, inclusive porque o registro não envolve a apreciação sobre o conteúdo da informação, mas tão somente sobre o atendimento de critérios formais de legalidade¹³¹⁰. Dessa forma, essa tutela *ex ante* não é, por si só suficiente, para prevenir falhas informacionais.

Os mecanismos de fiscalização privada complementam a atuação da CVM, pois promovem, para o fim de reportar a quem de direito, tanto a investigação quanto a descoberta de irregularidades na oferta pública.

Instrumento de fiscalização relevante – ainda que residual¹³¹¹ – é a imposição de diversos deveres às instituições intermediárias, em especial, ao líder da distribuição¹³¹². Esses agentes exercem papel de verdadeiros *gatekeepers*, já que realizam auditoria nas informações da

¹³⁰⁷ Art. 9, §1º, II, Lei n. 6.385/76; Arts. 19 e 20, ICVM 400/03.

¹³⁰⁸ Art. 50, §4º ICVM 400/03.

¹³⁰⁹ TJSP, Agravo de Instrumento n. 393.373-4/9-00, 9ª Câmara de Direito Privado do TJSP, Des. Rel. Viviane Nicolau, julgado em 06/03/2007.

¹³¹⁰ Arts. 15 e 56, §7º, ICVM 400/03.

¹³¹¹ PERRONE, Andrea. *Il diritto del mercato dei capitali*. Milano: Giuffrè, 2020, pp. 96-97.

¹³¹² Arts. 33 a 37 e 49, ICVM 400/03.

companhia e da própria oferta – por isso, são fiscais do cumprimento dos deveres de informar ao mercado de valores mobiliários. Além disso, as instituições intermediárias têm deveres próprios de informar ao mercado de valores mobiliários, o que assegura aos investidores mais um agente responsável por zelar pela qualidade e pela completude da informação divulgada ao mercado. Ainda que o conteúdo do dever de informar seja distinto entre a companhia e os administradores, as instituições intermediárias podem contribuir, com visão de fora, quanto ao cumprimento, ou não, das normas aplicáveis. Como observa John Coffee Junior ¹³¹³, os *gatekeepers* são aqueles posicionados para prevenir ilícitos, retendo a cooperação e consenso necessários, como policiais privados que estão colocados, no processo, para *prevenir* o ilícito. Ao mesmo tempo, uma segunda característica dos *gatekeepers* é a sua atuação como intermediário reputacional, quando “cedem” sua reputação à companhia, para auxiliar na confiança dos investidores nas informações divulgadas pela companhia.

Além disso, a fiscalização pode ser feita pelos próprios investidores, principalmente pelos investidores profissionais ou qualificados, que têm maior capacidade de análise, em menor período, sobre amplo e complexo conjunto de informações. Diante da descoberta da falha informacional, a cotação dos valores mobiliários no mercado secundário pode vir a sofrer uma correção natural, com base volume de ordens de compra e de venda colocados pelos investidores informados. Outra forma de tutela da informação ocorre por meio de reclamação do investidor à CVM, com a finalidade de indicar à autarquia alguma irregularidade na oferta que possa ser prejudicial a todos investidores¹³¹⁴.

A tutela *ex ante* das informações periódicas e eventuais exigidas da companhia aberta também pode ser dividida entre mecanismos de intervenção e de fiscalização.

Por meio dos mecanismos de intervenção, a CVM ou mesmo a bolsa de valores podem determinar restrições à atuação, no mercado de valores mobiliários, da companhia aberta. Como mecanismo de intervenção, pode-se citar a exigência de registro como emissora de valores mobiliários, com a necessidade de análise de documentos e de informações pela autarquia para concessão do registro¹³¹⁵. Além disso, a CVM e a bolsa de valores podem determinar a suspensão da negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, em caso de violação de

¹³¹³ COFFEE JUNIOR, John C. Gatekeepers: the professions and corporate governance. Oxford: Oxford University Press, 2006, pp. 2-3.

¹³¹⁴ Resolução CVM n. 43/2021.

¹³¹⁵ Arts. 4 e 5, Resolução CVM 80/22.

normas aplicáveis ao mercado de valores mobiliários¹³¹⁶. A CVM tem o poder, ainda, de proibir os participantes do mercado de valores mobiliários de praticar determinados atos que especificar¹³¹⁷, inclusive a divulgação de informações falsas.

Por meio dos mecanismos de fiscalização, é atribuída à CVM, à bolsa de valores e a outros agentes o dever de fiscalizar a divulgação pública das informações da companhia aberta. A CVM tem a prerrogativa de requerer, sob pena de cominação de multa, informações; de examinar registros contábeis, livros ou documentos; e, ainda, determinar às companhias abertas que republiquem demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgados¹³¹⁸. Além disso, CVM e a bolsa de valores podem solicitar às companhias abertas esclarecimentos sobre fatos relevantes já divulgados e, também, sobre possíveis vazamentos de informações privilegiadas, em caso de oscilação atípica na cotação, no preço ou na quantidade negociada dos valores mobiliários¹³¹⁹.

A ICVM n. 461/07¹³²⁰ determina, ainda, a obrigatoriedade da autorregulação para cada entidade administradora da bolsa de valores ou do mercado de balcão organizado. A autorregulação engloba não apenas a constituição de normas próprias, mas também imposição de penalidades em caso de descumprimento das normas de autorregulação. A BSM atualmente atua na autorregulação, no monitoramento, na supervisão e na fiscalização dos mercados administrados pela B3, o que abarca operações, registros, ofertas e processos de liquidação física e financeira dos negócios realizados na B3. Trata-se, também, de meio de fiscalização *ex ante*, garantindo aos investidores mais um agente atento à formação dos preços dos valores mobiliários, o que pode ser o primeiro indicativo sobre a ocorrência de falha informacional. Além disso, o departamento de autorregulação tem o dever de informar a CVM sobre a ocorrência, ou indício de ocorrência, de infração grave às normas da CVM, tais como a divulgação de fato relevante¹³²¹.

O exercício do direito à fiscalização pelos acionistas da companhia aberta também pode ser fonte de tutela *ex ante* da informação, beneficiando a todos os investidores. Na assembleia geral, os acionistas têm acesso a informações diretamente dos órgãos administrativos, que podem auxiliar

¹³¹⁶ Art. 9, §1º, I, Lei n. 6.385/76.

¹³¹⁷ Art. 9, §1º, IV, Lei n. 6.385/76.

¹³¹⁸ Art. 9, I e II, Lei n. 6.385/76; art. 61, Resolução CVM 80/22.

¹³¹⁹ Art. 4, Resolução CVM 44/21.

¹³²⁰ Arts. 36 a 49, ICVM 461/07.

¹³²¹ Art. 44, ICVM 461/07.

na descoberta de ilícitos¹³²². Os acionistas detentores de cinco por cento ou menos do capital social¹³²³ podem requerer, ainda, a exibição dos livros sociais, quando haja fundada suspeita de irregularidades. Além disso, os acionistas que representem, no mínimo, um décimo das ações com direito de voto ou cinco, por cento das ações sem direito de voto, podem requerer a instalação do conselho fiscal, para fortalecer a fiscalização da gestão social¹³²⁴. É possível, ainda, a acionistas detentores de percentual no capital social de cinco por cento ou menos requerer informações adicionais sobre matérias de competência do conselho fiscal¹³²⁵.

O conselho fiscal da companhia aberta também exerce papel relevante na fiscalização da gestão social e do cumprimento dos deveres legais e estatutários pelos administradores. Para tanto, são competências legais do conselho fiscal: requerer informações, ou documentos, dos órgãos administrativos, ou do auditor independente, bem como acompanhar as reuniões dos órgãos administrativos sobre assuntos que devam opinar¹³²⁶. O conselho fiscal pode, ainda, pedir à diretoria a contratação de perito, às custas da companhia, para apurar fato cujo esclarecimento seja necessário ao desempenho da função do conselho fiscal. O órgão representa, portanto, o acesso dos acionistas não controladores a informações privativas dos órgãos administrativos da companhia. Não à toa, a Lei n. 6.404/76 outorgou o direito de eleição em separado de membros do conselho fiscal aos preferencialistas e acionistas que representem dez por cento ou mais das ações com direito de voto¹³²⁷.

Os auditores independentes são também importantes *gatekeepers*, que permitem aos investidores confirmar que as demonstrações financeiras da companhia observaram os requisitos legais aplicáveis, bem como os padrões exigidos da contabilidade¹³²⁸. A independência dessa revisão das demonstrações financeiras permite maior fiabilidade à fiscalização realizada.

As agências de *rating* e os analistas de valores mobiliários também exercem papel de fiscalização das informações divulgadas pela companhia, auxiliando na prevenção de danos aos investidores por falha informacional. A agência de *rating*, ao realizar uma avaliação do risco de crédito de uma companhia aberta, precisa, para emitir o relatório de avaliação, efetuar ampla e

¹³²² Arts. 134, §§1º e 2º, e 157, §§1º, 2º, 3º, Lei n. 6.404/76.

¹³²³ Art. 105, Lei n. 6.404/76; art. 1, I, e 2, ICVM 627/20.

¹³²⁴ Art. 161, §2º, Lei n. 6.404/76.

¹³²⁵ Arts. 163, §6º, e 291, Lei n. 6.404/76; art. 1, V, e 2, ICVM 627/20.

¹³²⁶ Art. 163, §§1º a 4º, Lei n. 6.404/76.

¹³²⁷ Art. 161, §4º, “a”, Lei n. 6.404/76.

¹³²⁸ Art. 177, §3º, Lei n. 6.404/76.

profunda análise sobre as finanças da companhia e sobre os principais atos societários. Por sua vez, o analista de valores mobiliários investiga, com base nas informações disponíveis da companhia, a expectativa futura quanto à precificação dos valores mobiliários de determinada companhia. Com isso, em comum, tanto a agência de *rating* quanto o analista de valores mobiliários atribuem credibilidade a um emissor, com base na qualidade da análise e na credibilidade no mercado. A utilidade dos *gatekeepers* como fiscais das companhias abertas no mercado de valores mobiliários depende, naturalmente, do capital reputacional deles, o qual pode ser colocado em xeque em situações de conflito de interesses com o emissor. Nesse contexto, se o *gatekeeper* tiver seu capital reputacional em risco ou se estiver sujeito a altos custos, em decorrência do contencioso surgido pelo descumprimento de seus deveres legais, o *gatekeeper* estará, no exercício das funções, mais pressionado a atuar com retidão e diligência¹³²⁹. Trata-se, porém, de equilíbrio difícil de alcançar.

Por fim, pode-se apontar, como outro mecanismo fiscalizatório de tutela *ex ante*, a ação civil pública voltada a evitar prejuízos aos investidores¹³³⁰. A Lei n. 7.913/89 prevê ação coletiva, tanto para ressarcir os investidores, quanto para evitar a ocorrência do dano. Caberia, na última hipótese, portanto, a ação civil pública, para que a companhia emissora retifique alguma informação ou divulgue informação pendente. Dessa forma, embora, na prática, essa ação coletiva tenha pouco uso, a depender do contexto, a ação civil pública de mercado poderia ser outro meio de tutela da informação, antes mesmo da ocorrência de danos aos investidores.

Os mecanismos de tutela *ex ante* da informação das companhias abertas podem ser instrumentos úteis para prevenir a ocorrência de ilícitos, em especial do ilícito da falha informacional. Na prática, porém, o que se nota é que boa parte desses mecanismos é pouco utilizada, fragilizando o efeito dissuasório oriundo da fiscalização. Ademais, a rapidez com que a informação afeta os preços no mercado de valores mobiliários é circunstância fática que pode, muitas vezes, tornar os mecanismos de tutela *ex ante* pouco efetivos. Parece-nos que o sistema de tutela dos investidores como um todo, se eficiente e se utilizado, poderia, porém, em conjunto, apresentar função dissuasória de novos ilícitos. Trata-se, contudo, de efeito que dependeria de uma eficiência sistemática de todos esses mecanismos, sendo insuficiente apenas um ou outro deles.

¹³²⁹ COFFEE JUNIOR, John C. *Gatekeepers: the professions and corporate governance*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 5.

¹³³⁰ Art. 1, Lei n. 7.913/89.

Cabe avaliar, portanto, o que precisaria ser alterado, nesse microsistema de tutela da informação, para que seja efetivo o *enforcement* das normas sobre direito societário e sobre mercado de valores mobiliários¹³³¹. Antes dessa avaliação, apresentaremos, abaixo, os mecanismos de tutela *ex post* dos investidores, que podem auxiliar na dissuasão de falhas informacionais.

6.1.2. Tutela *ex post*

Quando a falha informacional já ocorreu, o sistema jurídico prevê distintas formas de conferir efetividade às normas sobre direito societário e sobre mercado de valores mobiliários que tenham sido descumpridas. A responsabilidade civil é apenas uma dessas formas.

A depender do caso, a responsabilidade administrativa da companhia e dos administradores, e até mesmo a responsabilidade penal dos administradores pode decorrer da mesma conduta antijurídica. Exemplificativamente, fraudar escriturações, lançamentos, registros, relatórios, pareceres devidos aos investidores consiste em crime contra economia popular¹³³², em ilícito administrativo¹³³³ e em ilícito civil¹³³⁴. A responsabilidade administrativa e penal tem função punitiva e dissuasória de novos ilícitos – não por outro motivo é agravante, em ambos os casos, a prática sistemática, ou regular, da conduta irregular¹³³⁵. Dessa forma, caso tanto a responsabilidade administrativa quanto a penal (se cabível) de administradores ou mesmo de controladores surgisse sempre que ocorresse a falha informacional, o efeito dissuasório de novos ilícitos proporcionaria, no longo prazo e no mercado de valores mobiliários, tutela ao interesse à informação.

Como observam Cesare Pedrazzi e Paulo José da Costa Júnior¹³³⁶, o direito penal societário tem, basicamente, três bens a tutelar: (i) informações sobre a sociedade, (ii) capital social e (iii) o funcionamento correto do mercado de capitais, contra manobras que possam afetar a formação dos preços. Dessa forma, o descumprimento de deveres de divulgar informações da maior relevância para avaliação e para precificação dos valores mobiliários pode cumular distintas tutelas *ex post*:

¹³³¹ Vide, sétimo capítulo, abaixo.

¹³³² Art. 3º, X, Lei n. 1.521/51.

¹³³³ Arts. 15, 22, I a V, 46, 49 e 50, Resolução CVM 80/22.

¹³³⁴ Art. 158, I, e 177, Lei n. 6.404/76; Arts. 186 e 1.179 a 1.194, Código Civil.

¹³³⁵ Art. 61, I, Código Penal c/c art. 3, VII e X, Lei n. 1.521/51; art. 65, I, Resolução CVM 45/21.

¹³³⁶ PEDRAZZI, Cesare; COSTA JR., Paulo José da. Direito Penal das Sociedades Anônimas. São Paulo: RT, 1973, p. 18.

na seara civil, na administrativa e na penal. O efeito punitivo da responsabilidade administrativa e penal, nesses casos, é muito útil para colaborar com o efeito dissuasório de novos ilícitos civis.

Também é mecanismo *ex post* de tutela dos investidores a intervenção a suspensão ou cancelamento do registro de companhia aberta pela CVM quando já foi cometido o ilícito informacional¹³³⁷. Com efeito, a autarquia tem a prerrogativa legal de suspender o registro da companhia como emissora de valores mobiliários, caso a companhia descumpra, por período superior a doze meses, suas obrigações periódicas¹³³⁸. Se houver a suspensão da companhia por mais de doze meses, a CVM deverá cancelar o seu registro como companhia aberta, emissora de valores mobiliários¹³³⁹. De acordo com o regulamento de listagem do nível 1, nível 2 e novo mercado da B3, a bolsa de valores também pode aplicar sanções pecuniárias e não pecuniárias, tais como advertência por escrito, censura pública, suspensão da negociação das ações e, até mesmo, cancelamento da autorização para negociar no nível de listagem¹³⁴⁰.

Até aqui, tratamos primordialmente sobre normas determinando quais informações devem ser divulgadas e sobre o que a CVM, a bolsa de valores, *gatekeepers* e mesmo os próprios acionistas e demais investidores podem (e devem) fazer, para assegurar o contínuo cumprimento dessas normas informacionais. Ocorre que a falha informacional pode ser apenas um entre outros ilícitos realizados por intermédio da companhia aberta. São correntes os casos em que a falha informacional foi cometida com a finalidade de esconder a ocorrência de outros ilícitos civis, administrativos e até mesmo criminais cometidos no curso dos negócios sociais.

Exemplo disso é o Caso Panamericano II¹³⁴¹, no qual os administradores e o Banco Panamericano foram condenados, em processo administrativo sancionador, por falhas informacionais. Tanto no prospecto como em informações periódicas da companhia, omitiram-se fraudes contábeis, para esconder passivo de, aproximadamente, R\$ 179 milhões, o que representava, à época, mais de 30% do patrimônio líquido da companhia. A falha informacional existiu, no caso, para impedir o conhecimento sobre diversas outras irregularidades que ocorriam na gestão da companhia, inclusive sobre saques, em espécie, para pagamento de propinas.

¹³³⁷ Art. 9, §1º, II, Lei n. 6.385/76.

¹³³⁸ Art. 57, Resolução CVM 80/22.

¹³³⁹ Art. 58, Resolução CVM 80/22.

¹³⁴⁰ Arts. 9.4 e 9.5, Regulamento do Nível 1 de Governança Corporativa da B3; Arts. 12.4 e 12.5, Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa da B3; Arts. 47 a 65, Regulamento do Novo Mercado da B3.

¹³⁴¹ PAS CVM n. 01/2011, Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 27/02/18 (Caso Panamericano II).

Nesses casos, podem coexistir, de um lado, o dano direto à companhia por determinado ilícito cometido na gestão social e, de outro lado, o dano direto de cada investidor lesado causados pela falha informacional. Veja-se, como exemplo, a hipótese em que o administrador celebra contratos fraudulentos de prestação de serviços com sociedade, na qual ele é controlador, sem a respectiva contraprestação à companhia aberta. Nessa hipótese, uma fraude contábil poderia ocultar o desvio ilícito de recursos da companhia. Assim, a companhia sofre, pela transferência de recursos sem contrapartida, danos patrimoniais. Os investidores, por sua vez, também podem ter sofrido, pela aquisição de ações por preço distorcido pela falha informacional, dano direto. Os dois tipos de danos podem ter sido causados por dois ilícitos diferentes, ainda que correlacionados.

A nosso ver, a tutela *ex post* dos investidores abarca também os instrumentos jurídicos aptos a sancionar ou reparar os ilícitos escondidos pela falha informacional. Isso porque, ao final, o que interessa aos investidores não é apenas o recebimento de informações verdadeiras, completas, consistentes e que, sobretudo, não os induzam a erro. É preciso, também, assegurar os meios para coibir e para dissuadir o comportamento ilícito que levou à falha informacional.

Sob essa perspectiva, as ações de responsabilidade civil contra administradores e contra sociedade controladora por danos causados à companhia são importantes instrumentos para tutelar os interesses dos investidores quanto à informação. Explica-se.

Nessas demandas, busca-se a reparação do dano sofrido pela companhia em razão da má gestão ou do abuso do poder de controle. Conseqüentemente, na ação social é preciso demonstrar a causalidade entre as condutas dos acusados e o dano patrimonial da companhia. A indenização em favor da companhia não afasta, porém, a responsabilidade da própria companhia, no mercado de valores mobiliários, por falhas informacionais. A compensação recebida pela companhia pelos ilícitos que foram escondidos pela falha informacional não compensa o dano direto sofrido pelos investidores em razão da falha informacional. Isso porque os danos sofridos pelos investidores em decorrência de falhas informacionais consistem na diferença entre, de um lado, o preço pago, de outro, e o que teria sido pago sem a falha informacional na data da subscrição, da compra, ou da venda. A eventual variação do preço dos valores mobiliários, depois de recebida indenização pela companhia, decorre do aumento do patrimônio social, que havia sido lesado pelo ilícito escondido pela falha informacional.

Ilustra-se esse entendimento com o caso fictício da companhia A, que teve, por hipótese, recursos desviados por seus administradores, em 07 de janeiro de 2018. Naquela data, as ações da

companhia eram negociadas por \$20. Em 03 de maio de 2018, quando foi divulgado formulário de informações trimestrais fraudado para esconder o ilícito cometido em janeiro, o preço das ações da companhia A era de \$25. O investidor B adquire ações da companhia A no mercado secundário em 15 de maio de 2018 por \$26. Em 03 de junho de 2018, quando é revelado o desvio ilícito de recursos da companhia A, o preço das ações cai para \$5. Ainda, considere-se que, no dia 07 de maio de 2019, a companhia recebeu indenização dos administradores pelos danos patrimoniais sofridos com o desvio de recursos no ano anterior. Diante dessa informação, na mesma data, o preço das ações da companhia A sobe para \$50. No entanto, ainda assim, o investidor B terá sofrido dano pela falha informacional, mesmo que tenha mantido a titularidade das ações da companhia A por todo esse tempo. O fato de o investidor poder vender as ações por \$50, em 07 de maio de 2019, não muda o fato que, em 15 de maio de 2018, ele pagou \$10 a mais do que teria pagado, se a informação correta tivesse sido divulgada tempestivamente. Com a correção do preço da ação, por meio da descoberta da falha informacional, o investidor perdeu, definitivamente, a possibilidade de revender as ações por preço distorcido pela mesma falha informacional. O desempenho do preço dos valores mobiliários após a descoberta da falha informacional é, portanto, irrelevante para identificação e quantificação do dano do investidor.

Resta o questionamento: por que, então, as ações sociais de responsabilidade contra os administradores e contra a sociedade controladora contribuem para a tutela do interesse dos investidores quanto à informação?

Ainda que o dano aos investidores pela falha informacional não se confunda com o dano à companhia por desvios dos administradores e do controlador, se as ações sociais promovessem efetivo mecanismo de cumprimento forçado de normas, o ilícito que provocou a falha informacional ocorreria com menos frequência¹³⁴². Há, nesse sentido, um efeito dissuasório indireto nas ações de responsabilidade social.

A ação social de responsabilidade civil contra administradores, por danos causados à companhia, somente pode ser ajuizada, porém, após passar por deliberação da assembleia geral de acionistas. Se a proposta de ajuizamento da ação indenizatória for aprovada, a própria diretoria da companhia deve levar a companhia a iniciar a demanda. Se aprovada a deliberação social, mas a companhia não ajuizar a ação dentro de três meses, qualquer acionista terá legitimidade

¹³⁴² OCDE, “Private Enforcement of Shareholder Rights: A comparison of selected jurisdictions and policy alternatives for Brazil”, 2020.

extraordinária para ajuizar a ação em favor da companhia. Caso, porém, em assembleia geral, a proposta de ajuizamento da ação seja rejeitada, acionistas detentores de cinco por cento do capital social, ou menos a depender do montante do capital social da companhia¹³⁴³, terão legitimidade extraordinária para buscar a indenização em benefício da companhia.

A ação de responsabilidade civil por abuso do poder de controle, por sua vez, pode ser ajuizada pela companhia, independentemente da deliberação em assembleia geral de acionistas. Diante da dificuldade de a diretoria ajuizar a ação contra a sociedade controladora, que pode, a qualquer momento, os destituir, a Lei n. 6.404/76 previu legitimação extraordinária aos acionistas não controladores. Nos termos do art. 246, §1º, da Lei n. 6.404/76, qualquer acionista pode ajuizar a ação social por abuso do poder de controle, desde que pague caução pelas custas e pelos honorários advocatícios devidos, no caso de a ação vir a ser julgada como improcedente. Se o acionista detiver cinco por cento do capital social, ou menos a depender do montante do capital social da companhia¹³⁴⁴, não precisará pagar a caução.

Além disso, outros mecanismos de tutela *ex post* são as responsabilidades administrativa e penal (se cabível) dos administradores e, eventualmente, da sociedade controladora pelos ilícitos cometidos na gestão social que foram escondidos pela falha informacional. Dessa forma, para além da responsabilidade administrativa e penal pelas falhas informacionais, é possível também se utilizar da responsabilidade administrativa e penal, para coibir ou dissuadir, no longo prazo, condutas irregulares na gestão social.

Por fim, mas não menos importante: a responsabilidade civil por falha informacional deveria ser relevante instrumento de tutela *ex post* dos investidores. Considerando que o dano individual de cada investidor pode ser reduzido, a tutela indenizatória se tornará factível apenas caso haja instrumento processual coletivo adequado.

A ação civil pública de mercado de capitais, prevista na Lei n. 7.913/89, foi pensada justamente para possibilitar o ressarcimento dos investidores que tenham sofrido individualmente pequenas perdas. Na exposição de motivos da referida lei, consta que os prejuízos sofridos pelos investidores seriam de pequena monta, o que não justificaria demandas individuais. No entanto, quando somados, os danos sofridos pelos investidores podem ser expressivos, a ponto de superarem eventuais benefícios auferidos pelo infrator. Assim, declaradamente a finalidade da ação civil

¹³⁴³ Art. 159, §4º, Lei n. 6.404/76; art. 1, IV, ICVM 627/20.

¹³⁴⁴ Art. 246, Lei n. 6.404/76; art. 1, VI, ICVM 627/20.

pública de mercado é a defesa da classe de pequenos investidores que aplicam suas poupanças para “normalização do mercado de valores mobiliários”¹³⁴⁵.

Por meio de instrumento processual à época inovador, buscou-se atender não apenas o direito dos investidores de serem ressarcidos pelos danos sofridos, mas também o interesse de preservação, no regular funcionamento do mercado, da confiança do público indeterminado de investidores. Sem ação coletiva, não é viável, em absoluto, a tutela indenizatória. Dessa forma, a tutela indenizatória é apenas um dos meios existentes de tutela *ex post* dos investidores, o qual deve ser avaliado e criticado com base na localização e na utilidade da própria tutela, dentro de sistema mais amplo e variado de tutela do investidor.

Outro meio de tutela indenizatória dos investidores seria a previsão de pagamento de indenização aos investidores, em termo de compromisso. Trata-se de mecanismo negocial que pode ser celebrado entre a CVM e o administrado, por meio do qual a autarquia concorda em deixar de instaurar ou em suspender, em qualquer fase que preceda a tomada da decisão de primeira instância, o procedimento administrativo destinado à apuração de infração prevista nas normas legais e regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar e sancionar¹³⁴⁶. Para tanto, é preciso que o administrado concorde em cessar a conduta ilícita e em corrigir as irregularidades praticadas¹³⁴⁷. O termo de compromisso pode delimitar de antemão os beneficiários da indenização, ou pode determinar os beneficiários ainda que sem individualizá-los, ou, ainda, pode prover apenas os critérios para determinação dos beneficiários¹³⁴⁸.

Ocorre que os beneficiários não participam da negociação do termo de compromisso, tampouco podem colaborar de qualquer modo para a determinação do grupo de beneficiários ou do montante da indenização devida. Ademais, pesquisas empíricas vêm demonstrando que os termos de compromisso, em sua maioria, determinam os beneficiários da indenização. Contudo, como o termo de compromisso é um negócio jurídico, caso não haja cumprimento voluntário, seria preciso iniciar execução forçada da obrigação assumida pelo administrado. Além disso, há que se considerar que a indenização, nesses casos, beneficia a coletividade de lesados, porém, não há um

¹³⁴⁵ BRASIL. Câmara dos Deputados. Exposição de Motivos n. 358 ao Projeto de Lei n. 1.318/1988. Dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. Brasília: Câmara dos Deputados, 1988.

¹³⁴⁶ Art. 11, §5º, II, Lei n. 6.385/76.

¹³⁴⁷ WEBER, Ana Carolina. Responsabilidade societária: danos causados pelos administradores. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 352.

¹³⁴⁸ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais – Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 253.

procedimento de habilitação e liquidação dos danos individuais dos investidores, o que reduz significativamente a efetividade desse mecanismo de tutela indenizatória. Ainda, em 53,4% dos termos de compromissos analisados, em estudo de autoria de Viviane Prado e Renato Vilela, não foi possível reconhecer relação direta entre o cálculo da prestação e o prejuízo¹³⁴⁹.

Em suma, com base nesse sucinto panorama dos mecanismos de tutela *ex ante* e *ex post* dos investidores contra falhas informacionais no mercado de valores mobiliários, é possível ter mais clareza sobre a localização, nesse sistema, da responsabilidade civil. Cabe, então, delimitar a função da responsabilidade civil. É preciso, delimitar, ainda, como a tutela está sendo atendida, por meio das ações indenizatórias por danos causados, no mercado de valores mobiliários, por falha informacional.

6.2. Qual é a função da responsabilidade civil?

“Se o estável século XIX assistiu à construção rigorosa e perfeita de um modelo de resposta àquela questão, o instável século XX veio oferecer vários modelos, plasmando formas de responsabilização civil congruentes à nossa sociedade plural e desigual. (...). O instituto da responsabilidade civil, em suma, é acossado por um verdadeiro “excesso de inputs”, esperando-se “que dê resposta a múltiplos fins, por vezes contraditórios” como reparar o lesado, repartir perdas, distribuir riscos, punir o lesante, prevenir comportamentos ilícitos, controlar a atividade de produção, assegurar o respeito à pessoa humana, etc.”¹³⁵⁰

O tema da responsabilidade civil lida com três dos valores fundamentais do Estado Democrático de Direito: liberdade, segurança e justiça¹³⁵¹. A responsabilidade civil nada mais é, portanto, que uma das soluções jurídicas para o problema das consequências negativas a outrem de atos, de fatos ou de atividades ocorridas na vida em sociedade. Por meio da responsabilidade civil, busca-se lidar com a tutela de direitos, de bens e de interesses violados, cuja violação ocasionou danos imputáveis a alguém. Mas cabe a pergunta: quais direitos, bens e interesses são merecedores

¹³⁴⁹ PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato. “Indenização de investidores por termo de compromisso”. (in) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. Pereira (coord.). Processo Societário II. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 832-838.

¹³⁵⁰ MARTINS-COSTA, Judith. “Um aspecto da obrigação de indenizar: notas para uma sistematização dos deveres pré-negociais de proteção no Direito Civil brasileiro”, RT, vol. 867, 2008, pp. 11 - 51, Jan / 2008.

¹³⁵¹ JOSSERAND, Louis. “L’évolution de la responsabilité”. (in) Évolutions et Actualités – Conférences de Droit Civil. Paris: Recueil Sirey, 1936, p. 32.

de tutela? A quem deve ser imputado o dever de indenizar? Há outros meios jurídicos de solucionar as consequências danosas dos ilícitos?

O paradoxo da responsabilidade civil por falha informacional no mercado de capitais decorre dos efeitos da *imputação do dever de indenizar à companhia* por prejuízos patrimoniais sofridos por investidores, como consequência da *variação do preço* dos valores mobiliários no mercado. Neste estudo, propusemos critérios para determinar os danos causados pelas falhas informacionais, os meios de prova para demonstrar a causalidade entre falha informacional e dano, bem como o fundamento jurídico para sustentar a imputação da falha informacional e, conseqüentemente, do dever de indenização à companhia aberta e a seus administradores. Não concordamos com o entendimento de que o investidor sofreria danos pela mera variação do preço de mercado dos seus valores mobiliários. O dano informacional somente existe se o investidor adquire ou vende valores mobiliários por preço distorcido e se, após a descoberta da falha informacional, o preço de mercado vem a ser corrigido em detrimento do investidor.

Ainda assim, a circularidade, entre acionistas e companhia, da demanda indenizatória levanta dúvidas sobre a utilidade e sobre a função da responsabilidade civil como meio de tutela dos investidores, no mercado de valores mobiliários. Se, em razão da distorção do preço dos valores mobiliários, os acionistas sofrem dano patrimonial, quando a companhia indenizar os investidores pelas perdas patrimoniais, é esperado que o preço dos valores mobiliários caia, já que a companhia terá seu patrimônio reduzido para pagar as indenizações. Assim, o problema da circularidade decorreria da saída de recursos “de um bolso” do acionista para chegada a “outro bolso” do mesmo acionista. Ou, pior, o problema da circularidade geraria desigualdade entre acionistas, pois aqueles que não sofreram danos arcariam, indiretamente, com a indenização daqueles acionistas credores da indenização. É preciso, portanto, questionar quais são, no sistema jurídico brasileiro, as funções da responsabilidade civil, para avaliar se e como essas mesmas funções são, de fato, atendidas pela responsabilidade civil por falha informacional.

Pretendemos demonstrar, a seguir, que a responsabilidade civil tem como função compensar a vítima do ilícito. Em razão disso, a indenização por falha informacional no mercado de valores mobiliários deve restringir-se à medida do dano sofrido pelo investidor. A dissuasão de novos ilícitos deve ser compreendida como consequência de um sistema eficiente de *enforcement* das normas do mercado de valores mobiliários, e não como uma função da indenização.

A responsabilidade civil passou, no decurso do tempo, por transformações significativas. Partiu do enfoque no ato ilícito culposo para o enfoque no dano indenizável sofrido pela vítima, com a criação de inúmeros tipos de responsabilidade civil especial para atender aos “novos interesses” merecedores de tutela. Nesse contexto de elevada fragmentação, pode parecer que características típicas ou tradicionais da responsabilidade tenham tido sua importância paulatinamente reduzida. Não é, porém, o que nos parece, no que toca à função reparatória da responsabilidade civil.

Em verdade, pode-se dizer que essa fragmentação denota uma espécie de “objetivação” da responsabilidade civil, sob uma perspectiva de socialização de riscos¹³⁵², na qual a conduta do responsável passa a ter sua importância reduzida e o dano da vítima adquire centralidade no mesmo regime jurídico, a ponto de, em alguns sistemas jurídicos, falar-se de “*derecho de daños*”¹³⁵³ como alternativa ao termo “responsabilidade civil”. Essa objetivação nada mais é que o reconhecimento da prevalência da função compensatória da responsabilidade civil¹³⁵⁴. Com efeito, a função reparatória está na raiz da distinção entre responsabilidade civil e penal, entre delito e o crime e entre interesse privado e público. A responsabilidade civil surge como instrumento jurídico de reestabelecimento do lesado à situação equivalente em que se encontrava antes de ocorrer o ato ilícito – ou seja, a responsabilidade civil é a tutela contra os efeitos do ilícito (art. 944, *caput*, CC)¹³⁵⁵. Consequentemente, a reparação do dano causado ao lesado sempre foi, e continua sendo a função primordial da responsabilidade civil, de modo que o único pressuposto intocável da responsabilidade civil é a existência de dano indenizável¹³⁵⁶.

¹³⁵² PINTO MONTEIRO, António. Cláusula Penal e Indemnização. Coimbra: Almedina, 1990, pp. 662-663, nota de rodapé n. 1536.

¹³⁵³ DÍEZ-PICAZO, Luis. Derecho de Daños. Madrid: Civitas, 1999, p. 19.

¹³⁵⁴ CARVAL, Suzanne. La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée. Paris: LGDJ, 1995, p. 3.

¹³⁵⁵ SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. Princípio da reparação integral. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 19.

¹³⁵⁶ Em sentido contrário, THIBIERGE, Catherine. “Libres propos sur l'évolution du droit de la responsabilité (vers un élargissement de la fonction de la responsabilité civile ?)”, RTD Civ. 1999 p. 561 (para quem a responsabilidade civil poderia servir à função preventiva nos casos em que o ato ilícito culposo ou atividade de risco não ocasionasse dano, mas risco aos interesses de outrem); GONDIM, Glenda Gonçalves. Responsabilidade civil sem dano: da lógica reparatória à lógica inibitória. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito. Universidade Federal do Paraná, 2015 (para quem a responsabilidade civil “lato sensu” abarcaria a violação a dever de cuidado frente ao direito subjetivo de não ser lesado, motivo pelo qual o mero risco a esse direito poderia ser fundamento jurídico da responsabilidade civil).

A responsabilidade civil não é – nem nunca foi – o único instrumento jurídico próprio para responder a atos ilícitos¹³⁵⁷. Não há, portanto, que se confundir o papel da responsabilidade civil com aquele da responsabilidade administrativa ou da responsabilidade penal, as quais visam, primordialmente, a atender às funções dissuasória e punitiva¹³⁵⁸. Ainda assim, com o transcorrer do tempo, em determinados tipos de responsabilidade civil extracontratual houve quem tenha sustentado que a responsabilidade civil deva atender, também, a função punitiva e a dissuasória.

Como se sabe, nos países de tradição anglo-saxônica, a função punitiva da responsabilidade civil (“*tort law*”) nunca foi completamente eliminada¹³⁵⁹, importando em indenização adicional àquela devida, para compensação ou para reparação dos danos ocasionados por ilícitos realizados com culpa grave ou dolo. No direito norte-americano, a indenização punitiva serve para atender a dois fins: dissuasão de condutas ilícitas futuras e punição como retribuição ao ato ilícito. Na indenização punitiva, não há caráter de compensação, nem de redução, de riscos sociais, motivo pelo qual esse tipo de indenização depende da gravidade do ilícito¹³⁶⁰.

Já nos países de tradição romano-germânica, ainda que originariamente a responsabilidade civil tenha surgido como espécie de vingança privada, desde o direito romano justiniano a responsabilidade civil, de iniciativa da própria vítima, passou a ter função apenas compensatória, ao passo que tanto a responsabilidade penal como a responsabilidade administrativa assumiram os papéis punitivo e dissuasório¹³⁶¹. Isso significa que indenização punitiva não é reconhecida no direito continental europeu, portanto, a medida da indenização não pode ser majorada com intuito de reprovar a conduta do ofensor¹³⁶². Ainda assim, o tema da “pena privada” (res)surgiu, nos países

¹³⁵⁷ Como ressalta Pontes de Miranda, o surgimento do dever de indenizar é apenas uma das consequências jurídicas do ilícito, cf. PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo II. 2. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954, §§203-207, pp. 355 e ss.

¹³⁵⁸ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julia Sotto Mayor. Mercado de Capitais – Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 25-33.

¹³⁵⁹ GALLO, Paolo. “Punitive damages in Italy?”, (in) *A L’Europe du troisieme millenaire – Mélanges offerts à Giuseppe Gandolfi*. Milão: Giuffrè, 2004, p. 1426; MARTINS-COSTA, Judith; PARGENDLER, Mariana, “Os usos e abusos da função punitiva (punitive damages e o Direito Brasileiro)”, *Revista CEJ*, Brasília, n. 28, jan-mar/2005, pp. 18-21.

¹³⁶⁰ POLINSKY, A. Mitchell; SHAVELL, Steven. “Punitive damages”, (in) BOUCKAERT, Boudewijn; DE GEEST, Gerrit (org.). *Encyclopedia of Law and Economics*. Vol. II. Cheltenham: Edward Elgar, 2000, p. 765; KEETON, W. Page. (coord.). *Prosser and Keeton on the Law of Torts*. 5. Ed. St. Paul: West, 1984, p. 9.

¹³⁶¹ A esse respeito vide ZIMMERMANN, Reinhard. *The Law of Obligations: Roman Foundations of the Civilian Tradition*. Cape Town: Juta & Co, 1990, pp. 902 e ss.; GALLO, Paolo. “Punitive damages in Italy?”, (in) *A L’Europe du troisieme millenaire – Mélanges offerts à Giuseppe Gandolfi*. Milão: Giuffrè, 2004, p. 1425; MOREIRA ALVES, José Carlos. *Direito Romano*. 17. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016, item 262.

¹³⁶² WAGNER, Gerhard. “Punitive damages”. (in) BASEDOW, Jürgen; HOPT, Klaus J.; ZIMMERMANN, Reinhard; STIER, Andreas (eds.). *The Max Planck Encyclopedia of European Private law*. Vol. II. Oxford: Oxford University

de tradição romano-germânica, ao menos desde os anos 1980, em casos relacionados a danos à pessoa, à honra, reputação, à privacidade e assim por diante. Em vista disso, no direito francês e no direito alemão, por exemplo, reconhece-se, em certos casos, a função preventiva na responsabilidade civil, permitindo-se que a indenização seja majorada, a exemplo dos casos em que o ofensor auferir lucros com a prática ilícita¹³⁶³. Esse movimento continental europeu, de reformulação do conceito e da utilidade da chamada “pena privada”, teve inegável influência da jurisprudência norte-americana, em tema de *punitive damages*¹³⁶⁴.

Como anota António Pinto Monteiro, o “renascimento” da qualificação da responsabilidade civil como espécie de pena privada seria uma reação às profundas transformações que o instituto sofreu com base na perspectiva da socialização dos riscos. A redução da importância da conduta do ofensor gerou a minimização da função preventivo-sancionatória da responsabilidade civil, perdendo-se, em certa medida, o olhar para a necessidade de que se previnam condutas ilícitas¹³⁶⁵. Atento a essa realidade, Jorge Sinde Monteiro¹³⁶⁶ defende que – concomitantemente a esse processo de distribuição coletiva dos prejuízos – deve haver, em determinados tipos de danos, o fortalecimento da responsabilidade pessoal e individual por culpa grave ou dolo, para reforçar a repressão ou a prevenção de determinados ilícitos.

A função punitiva da responsabilidade civil passou a ser proposta, no direito brasileiro, a partir dos casos de indenização por danos extrapatrimoniais¹³⁶⁷ ou envolvendo interesses ou direitos transindividuais, tais como no direito do consumidor¹³⁶⁸ e no direito ambiental. Com efeito, em determinados casos, percebeu-se que a condenação do responsável ao pagamento de indenização na medida dos danos sofridos pelo lesado seria insuficiente para prevenir ou para

Press, 2012, item 2 (versão digital); CAPPELLETTI, Marco. “Comparative Reflections on Punishment in Tort Law”. (in) BORGHETTI, Jean-Sébastien; WHITTAKER, Simon (eds.). French Civil Liability in Comparative Perspective. Oxford: Hart Publishing, 2019, pp. 329-330.

¹³⁶³ WURMNEST, Wolfgang. “Damages”. (in) BASEDOW, Jürgen; HOPT, Klaus J.; ZIMMERMANN, Reinhard; STIER, Andreas (eds.). The Max Planck Encyclopedia of European Private Law. Vol. II. Oxford: Oxford University Press, 2012, item 3a (versão digital).

¹³⁶⁴ GALLO, Paolo. Pene private e responsabilità civile. Milano: Giuffrè, 1996, pp. 37-58; CARVAL, Suzanne. La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée. Paris: LGDJ, 1995, pp. 1-16; PIZZOL, Ricardo Dal. Responsabilidade civil - Funções punitiva e preventiva. Indaiatuba: Editora Foco, 2020, pp. 155-178.

¹³⁶⁵ PINTO MONTEIRO, António. Cláusula Penal e Indemnização. Coimbra: Almedina, 1990, pp. 659-663, nota de rodapé n. 1536.

¹³⁶⁶ SINDE MONTEIRO, Jorge. “Responsabilidade civil”, Revista de Direito e Economia vol. 4, 1978, pp. 384 e ss.

¹³⁶⁷ AgRg no Ag 850.273/BA, Rel. Ministro Honildo Amaral De Mello Castro (Desembargador Convocado do TJ/AP), Quarta Turma, julgado em 03/08/2010; REsp 401.358/PB, Rel. Ministro Carlos Fernando Mathias (Juiz Federal Convocado do TRF 1ª Região), Quarta Turma, julgado em 05/03/2009.

¹³⁶⁸ AgRg no REsp 1348883/RJ, Rel. Ministra Regina Helena Costa, Primeira Turma, julgado em 03/03/2016.

desestimular a realização do ilícito, haja vista o valor reduzido dos danos em comparação com eventuais benefícios econômicos que o responsável teria auferido com a conduta ilícita. Diante disso, houve quem tenha defendido que a indenização deveria exceder o montante dos danos sofridos, tanto para efetivamente punir o agente responsável, como para punir o ofensor e evitar novos ilícitos¹³⁶⁹.

Defensor da função punitiva da responsabilidade civil, no direito brasileiro, Nelson Rosenvald sustenta que a pena civil extracontratual seria útil, tanto em resposta à ilícitos de elevada gravidade “*em que os danos são de difícil demonstração*” e em violações a interesses coletivos *lato sensu*, quanto, ainda, em resposta a situações em que as sanções penais são insuficientes¹³⁷⁰, independentemente de tratar-se de ilícito civil culposo ou não.

Para Judith Martins-Costa e para Mariana Pargendler, a função punitiva da responsabilidade civil deveria restringir-se às hipóteses de responsabilidade por dolo ou culpa grave, por danos extrapatrimoniais e de natureza transindividuais. No que toca aos danos extrapatrimoniais, não há propriamente como reparar os danos sofridos, mas compensá-los, o que se concretizaria por meio de uma ponderação axiológica traduzida em valores monetários, motivo pelo qual a limitação legal (art. 944, *caput*, CC) poderia, de alguma forma, ser superada. Da mesma forma, no que toca à indenização por danos ambientais ou ao consumidor prevista na Lei n. 7.347/85, que, por sua vez, prevê no seu art. 13: “*havendo condenação em dinheiro, a indenização pelo dano causado reverterá a um fundo gerido por um Conselho Federal ou por Conselhos Estaduais de que participarão necessariamente o Ministério Público e representantes da comunidade, sendo seus recursos destinados à reconstituição dos bens lesados*”. Segundo as autoras, nesses casos, a indenização poderia ter um caráter punitivo ou exemplar¹³⁷¹.

Para Paulo de Tarso Sanseverino, como regra geral, não haveria espaço para acolher, no direito brasileiro, a função punitiva. Isso porque a indenização punitiva esbarraria nas restrições impostas pela função indenitória do princípio da reparação integral dos danos, considerando que a extensão dos danos funciona como verdadeiro teto indenizatório, conforme expressamente

¹³⁶⁹ Vide a esse respeito ROSENVALD, Nelson. As funções da responsabilidade civil – A reparação e a pena civil. 3. Ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

¹³⁷⁰ ROSENVALD, Nelson. As funções da responsabilidade civil – A reparação e a pena civil. 3. Ed.. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 217.

¹³⁷¹ MARTINS-COSTA, Judith; PARGENDLER, Mariana, “Os usos e abusos da função punitiva (punitive damages e o Direito Brasileiro)”, Revista CEJ, Brasília, n. 28, jan-mar/2005, pp. 16, 22-25.

acolhido no art. 944, *caput*, Código Civil¹³⁷². O autor discorda de que a indenização devida por danos de natureza extrapatrimoniais possa atender à função punitiva. Ainda que a indenização por danos extrapatrimoniais não tenha caráter ressarcitório, deve atender a uma relação de equivalência com os interesses lesados, não cabendo disparidade excessiva, seja para mais, seja para menos. A indenização por danos coletivos, por sua vez, seria, ainda na perspectiva de Sanseverino, a única hipótese, no nosso sistema jurídico, de indenização de caráter punitivo, mas que se diferenciaria dos chamados “*punitive damages*”, do *common law*, já que não seriam danos devidos às vítimas, mas a um fundo público.

No direito norte-americano, a responsabilidade civil por falha informacional foi influenciada pelos princípios da responsabilidade civil no direito de *common law* (“*tort law*”), em que esta é voltada não apenas à compensação da vítima, mas também ao desincentivo de novas condutas ilícitas. Essa perspectiva se revela na responsabilidade civil por fato de terceiro (“*vicarious liability*”) e na responsabilidade civil do transportador e do fornecedor de produtos. A indenização compensatória, porém, não é majorada para atender à função dissuasória. Apenas a indenização punitiva é medida, sem limitação, ao dano sofrido pela vítima¹³⁷³.

Seguindo a concepção utilitarista de Jeremy Bentham, a responsabilidade civil e a responsabilidade penal lidavam com sanções a ilícitos¹³⁷⁴, e a diferença seria a gravidade do “mal” que deveria ser objeto da sanção imposta. Essa noção foi posteriormente desenvolvida por Guido Calabresi¹³⁷⁵ e por Ronald Coase¹³⁷⁶, precursores da análise econômica do direito. Sob a perspectiva da análise econômica do direito¹³⁷⁷, a responsabilidade civil deve atender a duas principais funções: justiça¹³⁷⁸ e redução de custos decorrentes dos acidentes. Para atingir a função de reduzir os custos da responsabilidade civil, Calabresi¹³⁷⁹ cita métodos dissuasórios de condutas

¹³⁷² SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. Princípio da reparação integral. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 74.

¹³⁷³ KEETON, W. Page. (coord.). Prosser and Keeton on the Law of Torts. 5. Ed. St. Paul: West, 1984, pp. 25-26.

¹³⁷⁴ BENTHAM, Jeremy. “Principles of Penal Law”. (in) BOWRING, John (ed.). The Works of Jeremy Bentham. Vol. I. Edinburgh: William Tait, 1843, capítulos I e XI (versão digital).

¹³⁷⁵ CALABRESI, Guido. “Some Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts”, Yale Law Journal, vol. 70, n. 4, 1961, pp. 506-507.

¹³⁷⁶ COASE, R.H. “The Problem of Social Cost”, The Journal of Law & Economics, Vol. 3, 1960, pp. 30-34.

¹³⁷⁷ CALABRESI, Guido. The costs of accidents – A legal and economic analysis. New Heaven: Yale University Press, 1970, pp. 24-129.

¹³⁷⁸ Calabresi, porém, não define qual conceito de justiça estaria adotando na sua análise, o que veio a ser criticado pela doutrina, cf. POSNER, Richard A. “Guido Calabresi's 'The Costs of Accidents': A Reassessment,” Maryland Law Review, vol. 64, 2005, p. 15.

¹³⁷⁹ CALABRESI, Guido. The costs of accidents – A legal and economic analysis. New Heaven: Yale University Press, 1970, pp. 68-129.

ilícitas, para que, dentro da liberdade individual de cada um, opte-se por evitar danos a outrem. Coase¹³⁸⁰, por sua vez, propõe outra perspectiva utilitarista, sugerindo que caberia à responsabilidade civil alocar os custos da conduta lesiva àquele que será menos sacrificado pelos efeitos desta. Adotando perspectiva similar, Gary Becker¹³⁸¹ sustentou que, quanto maior for a probabilidade de a conduta ilícita ser condenada e ser realmente sancionada, maior será o efeito dissuasório. Naturalmente, outros fatores serão relevantes nessa análise sob a perspectiva econômica, tais como os benefícios auferidos com a conduta ilícita, a aversão ao risco do ofensor e assim por diante.

No direito norte-americano, no qual há amplo uso de seguros para assegurar as vítimas contra os riscos de eventos danosos, Shavell sustenta que, na atualidade, a função compensatória da responsabilidade civil perdeu relevância. Para o autor, a principal função da responsabilidade civil deveria ser criar incentivos para redução de riscos pelos responsáveis¹³⁸².

Em virtude do amplo desenvolvimento da noção utilitarista da responsabilidade civil no direito norte-americano, a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários tem duas principais funções: a compensatória e a dissuasória¹³⁸³. Isso significa que, por meio da indenização, se busca não apenas ressarcir o investidor, mas também prevenir novos ilícitos, sem que o montante da indenização seja superior ao dano sofrido pelos investidores. Por um lado, se o responsável for responder por indenização de montante superior a eventuais ganhos que venha a auferir com a falha informacional, esse fato seria suficiente para remover qualquer incentivo para que venha a realizar falha informacional. Por outro, se a indenização exceder vastamente o eventual ganho do responsável pelo ilícito (“*overdeterrence*”), o responsável poderá

¹³⁸⁰ COASE, R.H. “The Problem of Social Cost”, *The Journal of Law & Economics*, Vol. 3, 1960, pp. 30-34.

¹³⁸¹ BECKER, Gary S. “Crime and Punishment: An Economic Approach”, *Journal of Political Economy*, v. 76, 1968, pp. 177 e ss.

¹³⁸² SHAVELL, Stevens. *Foundations of economic analysis of Law*. Cambridge: Harvard University Press, 2004, 267-269.

¹³⁸³ COFFEE JUNIOR, John. *Entrepreneurial Litigation – Its rise, fall and future*. Cambridge: Harvard University Press, 2015, pp. 141-149; FOX, Merritt. “Why Civil Liability for Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade”, *Wisconsin Law Review*, 2009, pp. 297 e ss.; EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R., “Optimal Damages in Securities Cases”, *University of Chicago Law Review*, vol. 52, 1985, pp. 612-613; BURCH, Elizabeth Chamblee. “Reassessing damages in securities fraud class actions”, *Maryland Law Review*, vol. 66, 2007, p. 380; LANGEVOORT, Donald C. “Capping damages for open-market securities fraud”, *Arizona Law Review*, vol. 38, 1996, p. 651-662; FRANCIS, Samuel. “Meet Two-Face: The Dualistic Rule 10b-5 and the Quandry of Offsetting Losses by Gains”, *Fordham Law Review*, vol. 77, 2009, pp. 3084-3085; ROSE, Amanda. “Reforming securities litigation reform: restructuring the relationship between public and private enforcement of rule 10B-5”, *Columbia Law Review*, vol. 108, n. 6, 2008, p. 1325.

se tornar excessivamente avesso a riscos na condução dos negócios sociais¹³⁸⁴. Assim, a regime estrangeiro visa alcançar ponto de equilíbrio para que a responsabilidade civil sirva apenas para prevenir o ilícito. Adotando o entendimento norte-americano, as doutrinas alemã, francesa e italiana também passaram a considerar que a responsabilidade civil por falha informacional possa atender à função tanto compensatória como dissuasória¹³⁸⁵.

Os danos causados pelas falhas informacionais são patrimoniais, motivo pelo qual entendemos que o art. 944 do Código Civil serve como barreira para o reconhecimento de uma função punitiva à responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários. Isso não significa negar que o sistema de *enforcement* das normas de direito societário e direito do mercado de valores mobiliários possa ter efeitos dissuasórios de novos ilícitos. O fato de o ilícito estar sujeito à condenação e à execução de pagamento de indenização pelos danos informacionais causados é meio de dar cumprimento, indiretamente, à norma violada, bem como de desincentivar novas condutas ilícitas¹³⁸⁶. Com efeito, o efeito social ou reputacional inerente à condenação do responsável ao pagamento de indenização colabora para a prevenção de novos ilícitos. Ocorre que a responsabilidade civil somente atenderá às funções, se efetivamente for perseguida pelas vítimas lesadas pelo ilícito.

Entendemos que, ao menos em relação aos danos informacionais individuais, ora analisados, não é papel da responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários buscar a punição dos infratores, mas, sim, a reparação de eventuais danos indenizáveis sofridos pelos lesados. Sobrecarregar a responsabilidade civil com funções que não lhe são próprias ocasionaria desequilíbrios desproporcionais no sistema jurídico vigente, ainda mais porque a mesma falha informacional pode ensejar responsabilidades civil, administrativa e penal¹³⁸⁷. Nesse cenário, cada uma dessas áreas deve atender a papel diverso¹³⁸⁸.

¹³⁸⁴ COFFEE JUNIOR, John C. “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, *Columbia Law Review*, Vol. 106, n. 7, 2006, p. 1548.

¹³⁸⁵ HELLGARDT, Alexander. *Kapitalmarktdelikttsrecht*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, pp. 365-371; GIUDICI, Paolo. *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*. Milão: Giuffrè, 2008, pp. 35-76; PROROK, Johan. *La responsabilité civile sur les marchés financiers*. Paris: LGDJ, 2019, pp. 56-73.

¹³⁸⁶ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 113-114 (afirmando que a responsabilidade civil constitui elemento de regulação da conduta dos administradores, pois torna efetivos os seus vários deveres nos planos societários, interno e externo).

¹³⁸⁷ RAMOS, Luís. *Funcionário público - Responsabilidade disciplinar, penal e civil*. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, v. 36, p. 112-118, abr. 1954.

¹³⁸⁸ OSÓRIO, Fábio Medina. *Direito Administrativo Sancionador*. 2. Ed. São Paulo: RT, 2005, p. 341.

Ainda nesse mesmo sentido, há de se considerar que está consagrado, em nosso sistema jurídico, o princípio *non bis in idem*, segundo o qual ninguém pode ser punido mais de uma vez pelo mesmo fato¹³⁸⁹. Como ressalta Fábio Medina Osório¹³⁹⁰, trata-se de princípio implicitamente inferido das garantias constitucionais da proporcionalidade e do devido processo legal, previstas na Constituição de 1988¹³⁹¹. É princípio que serve, eminentemente, para “*paralisar atividades punitivas desproporcionais, potencialmente contraditórias, a partir de limites à duplicidade ou à multiplicação de processos punitivos em torno de fatos unitários, aqui tomada a identidade normativa em todos os seus alicerces relevantes*”¹³⁹². Ainda que o tema seja de elevada complexidade e requeira determinação de critérios concretos para identificação da duplicação da resposta punitiva, nas esferas penais e administrativa, para um mesmo fato¹³⁹³, parece claro que, nesse contexto, não cabe à responsabilidade civil assumir como regra função punitiva. Isso porque já existe, ao menos na seara administrativa, a atuação punitiva da CVM para lidar com os exatos mesmos ilícitos que ensejariam à responsabilidade civil.

É preciso considerar, porém, que a tutela dos interesses individuais homogêneos dos investidores por meio da ação civil pública pode reverter a indenização individual em coletiva. Isso poderá ocorrer quando os investidores não se habilitarem, dentro de dois anos da publicação do edital, na ação civil pública para receber a parcela que lhes couber da indenização, nos termos do art. 2º, §2º, Lei n. 7.913/89. A norma visa a tutelar, residualmente, o interesse difuso ao regular funcionamento do mercado de valores mobiliários.

Como alerta Mauro Cappelletti, a indenização por violação de interesses difusos abandona a lógica meramente privatística e compensatória da responsabilidade civil, para se adequar à

¹³⁸⁹ Esse princípio é muito discutido nos casos em que um mesmo ato seria qualificado como ilícito administrativo e penal. Assim, considerando que tanto a responsabilidade administrativa quanto a penal buscam a “*retribuição pela prática de ilícitos, especialmente, a prevenção de novas condutas ilícitas*”, justifica-se o questionamento sobre a eventual duplicidade da punição. Vide a esse respeito, LOBO DA COSTA, Helena Regina. Direito Penal Econômico e Direito Administrativo Sancionador: Ne bis in idem como medida de política sancionadora integrada. Tese de Livre Docência. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2013, p. 223 e ss.

¹³⁹⁰ OSÓRIO, Fábio Medina. Direito Administrativo Sancionador. 2. Ed. São Paulo: RT, 2005, p. 339-340.

¹³⁹¹ Além de expressamente consagrado na Convenção Interamericana de Direitos Humanos de 1969 (Pacto de São José da Costa Rica, Art. 8º, ‘4’), da qual o Brasil é signatário.

¹³⁹² OSÓRIO, Fábio Medina. Direito Administrativo Sancionador. 2. Ed. São Paulo: RT, 2005, p. 362.

¹³⁹³ Como anota Osório, a aplicação do princípio *non bis in idem* no Brasil é ainda restrita: “No Brasil, certamente por conta de uma compreensão consciente ou inconsciente acerca do mau funcionamento das instâncias de controle, o que tem prevalecido é uma dinâmica restritiva em torno à hermenêutica acerca do *non bis in idem*, encartada no princípio de separação de Poderes, dentro da ideia de independência das instâncias e autoridades, da autonomia das infrações e dos fundamentos do poder punitivo”, cf. OSÓRIO, Fábio Medina. Direito Administrativo Sancionador. 2. Ed. São Paulo: RT, 2005, p. 372.

natureza dos interesses coletivos¹³⁹⁴. Ainda que a indenização deva servir para “*reconstituição dos bens lesados*”, nos termos do art. 13 da Lei n. 7.347/1985¹³⁹⁵, não há propriamente como reparar os bens coletivos violados, mas apenas como satisfazer, por meio de compensação pecuniária, os interesses violados. É por isso que se diz que esse tipo de “sanção” teria uma natureza “quase-pública” adquirindo, nessa medida, funções repressivas e preventivas em relação ao ilícito realizado. Os recursos destinados ao Fundo de Defesa dos Interesses Difusos devem ser utilizados para “*recuperação de bens, promoção de eventos educativos e científicos, educação de material informativo relacionado com a lesão, bem como modernização administrativa dos órgãos públicos responsáveis pela execução da política relacionada com a defesa do interesse envolvido*”¹³⁹⁶. Os recursos não devem, de modo diverso, ser empregados apenas para punição do responsável, sem nenhuma relação com os reflexos à coletividade da conduta ilícita. Diferentemente das multas aplicadas no âmbito administrativo¹³⁹⁷, a indenização por violação de interesses coletivos tem caráter satisfativo, se pode concluir que – repita-se, diferentemente da indenização por danos individuais – a indenização, nessa hipótese, acumula múltiplas funções: compensatória, punitiva, dissuasória e de efetividade de normas. Assim, eventual indenização residual por violação de interesses coletivos, prevista na Lei n. 7.913/89, deve atender às funções compensatória, punitiva e dissuasória. Entendemos que as três funções somente serão atendidas se houver condições mínimas, sob a perspectiva do direito material e do direito processual, para que os lesados tenham incentivos para perseguir a reparação de seus danos.

Em síntese, a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários por danos individuais deve atender à função compensatória¹³⁹⁸. A indenização não deve tomar em conta, portanto, finalidade punitiva, nem dissuasória de novos ilícitos, ainda que o dano sofrido pelo investidor seja inferior aos benefícios auferidos pelo infrator com a prática do ilícito.

¹³⁹⁴ CAPPELLETTI, Mauro. “Formazioni sociali e interessi di grupo davanti alla giustizia civile”, *Rivista di Diritto Processuale* v. 3, 1975, p. 396.

¹³⁹⁵ Aplicável à responsabilidade civil por falha informacional por danos coletivos no mercado de valores mobiliários por força do art. 3º, Lei n. 7.913/1989.

¹³⁹⁶ MAZZILLI, Hugo Nigro. *A defesa dos interesses difusos em juízo*. 29. Ed. São Paulo: Saraiva, 2016, pp. 632-633.

¹³⁹⁷ As multas pecuniárias aplicadas pela CVM, com base no art. 11, II, Lei n. 6.385/76, são meio de custeio da própria autarquia, nos termos do art. 7, V, Lei n. 6.385/76. É importante notar que tais multas não são pagas diretamente à CVM, mas ao Tesouro Nacional, de modo que não são utilizadas para proteção do mercado de valores mobiliários. A esse respeito vide PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Enforcement e tutela indenizatória no direito societário e no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 177-178.

¹³⁹⁸ Nesse sentido também PROROK, Johan. *La responsabilité civile sur les marchés financiers*. Paris: LGDJ, 2019, pp. 57 e ss.

A indenização não deve ter nenhuma correspondência com benefícios indevidas auferidos pelo responsável pelo ilícito. O efeito dissuasório não é uma *função* do instituto da responsabilidade civil, mas pode ser uma *consequência* da efetividade do sistema de cumprimento forçado das normas sobre o direito societário e sobre mercado de valores mobiliários. Isso porque, ao menos em tese, quanto mais fácil for aos investidores descobrir falhas informacionais e exercer seu direito de ação a fim de serem ressarcidos pelos danos informacionais sofridos, maior será o desincentivo à falha informacional.

Sustentamos, até aqui, que a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários tem como fundamento legal o regime geral de responsabilidade civil extracontratual, previsto nos arts. 186 e 927 do Código Civil. Conforme foi apresentado no primeiro, no segundo e no terceiro capítulos do trabalho, os investidores que comprarem ou venderem valores mobiliários por preço distorcido por falhas informacionais poderão sofrer dano, se, após a descoberta da falha informacional, o preço dos valores mobiliários for corrigido. Demonstramos, ainda, as dificuldades existentes para comprovação do nexo de causalidade entre falha informacional e dano. Com base nisso, propusemos critérios para quantificação dos danos informacionais. Ainda, defendemos que tanto a companhia aberta como os administradores que a levaram a cometer a falha informacional são responsáveis pelo dever de indenizar os danos causados aos investidores. Por fim, analisamos os distintos meios de tutela dos investidores no mercado de valores mobiliários, sob perspectiva *ex ante* e *ex post*, em relação à ocorrência da falha informacional. Nesse contexto, concluímos que a responsabilidade civil é apenas mais um instrumento de tutela dos investidores que deve atender apenas à função compensatória. Cabe apresentar análise crítica do sistema jurídico brasileiro até aqui analisado, a fim de indicar suas fragilidades e de apresentar possíveis soluções. É o que será tratado a seguir.

CAPÍTULO 7 – Análise Crítica e Proposições

7.1. Análise crítica

A análise nada mais é do que separar cada parte do todo, para examinar os elementos deste. O objetivo da análise é, portanto, investigar, minuciosamente, cada parte do objeto de estudo, examinando suas singularidades. Foi o que desenvolvemos na primeira e na segunda parte deste estudo, em que foram apresentados, separadamente, os pressupostos e os efeitos da responsabilidade civil por falha informacional.

A crítica, por sua vez, com base em Immanuel Kant, é tida como uma nova forma de refletir em oposição ao pensamento existente até aquele momento¹³⁹⁹. A filosofia crítica kantiana não é, portanto, nova verdade, mas nova forma de pensar, por meio da investigação do procedimento da própria razão¹⁴⁰⁰. No contexto da Segunda Guerra Mundial, Theodor Adorno e Max Horkheimer viram, no conceito kantiano de esclarecimento (*Aufklärung*)¹⁴⁰¹, o elo para sua teoria crítica. De um lado, o esclarecimento do indivíduo é o meio para superar a ignorância e a preguiça de pensar por conta própria; de outro, é a forma de o indivíduo aprofundar a crítica àquilo que existe¹⁴⁰². Ao se esclarecer, o indivíduo passa a poder “*dissolver os mitos e substituir a imaginação pelo saber*”¹⁴⁰³.

Buscando se afastar da “*idolatria daquilo que existe*”¹⁴⁰⁴, o propósito deste capítulo é apresentar a crítica ao modelo vigente de responsabilidade civil por falha informacional. Mais do

¹³⁹⁹ KANT, Immanuel. *A Metafísica dos Costumes*. 3. ed. Trad. José Lamengo. Lisboa: Calouste Gulbenkian, 2017, p. 10.

¹⁴⁰⁰ KANT, Immanuel. *Lógica*. Trad. Guido Antônio de Almeida. Rio de Janeiro: Tempo Brasil, 1992, p. 49.

¹⁴⁰¹ KANT, Immanuel. “Resposta à pergunta: que é ‘esclarecimento’? (‘Aufklärung’)”. (in) *Immanuel Kant – Textos Seletos*. 2. Ed. Petrópolis, Vozes, 1985, pp. 100-104

¹⁴⁰² KANT, Immanuel. “Resposta à pergunta: que é ‘esclarecimento’? (‘Aufklärung’)”. (in) *Immanuel Kant – Textos Seletos*. 2. Ed. Petrópolis, Vozes, 1985, p. 100.

¹⁴⁰³ ADORNO, Theodor W.; HORKHEIMER, Max. *Dialética do esclarecimento: fragmentos filosóficos*. Trad. Guido Antonio de Almeida. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 1985, p. 19.

¹⁴⁰⁴ ADORNO, Theodor W.; HORKHEIMER, Max. *Dialética do esclarecimento: fragmentos filosóficos*. Trad. Guido Antonio de Almeida. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 1985, p. 16.

que rejeitar o que existe, pretende-se propor, no sistema de tutela do investidor, “*reforma do modo de pensar*”¹⁴⁰⁵ a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários.

A aplicação do regime geral instituído pelos arts. 186 e 927 do Código Civil é insuficiente para lidar com falhas informacionais no mercado de valores mobiliários. Quando efetuada com base no modelo tradicional de responsabilidade civil, a demonstração do dano e do nexo causal descuida tanto das especificidades do impacto da informação na formação dos preços dos valores mobiliários, como das respectivas consequências patrimoniais aos investidores, deixando os investidores, em razão da falta de instrumento processual adequado, desassistidos em sua eventual busca por indenização. Diante da inadequação do sistema de direito material e de direito processual, não espanta a constatação de que a responsabilidade civil por falha informacional não atende à sua função compensatória. É o que se pretende demonstrar a seguir.

7.1.1. O regime geral de responsabilidade civil é suficiente?

O dever de indenizar por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários surge à companhia aberta e a seus administradores em dois casos: (i) quando o investidor sofrer danos residuais causados pela subscrição, eivada de dolo principal, de valores mobiliários em oferta pública de emissão (“dano residual”); bem como, (i) quando o investidor comprar ou vender, por preço distorcido, valores mobiliários, cujo preço de mercado vier posteriormente a ser corrigido (“dano informacional”).

Na responsabilidade civil pelo dano informacional, como visto no terceiro capítulo, a prova do nexo de causalidade coincide com a prova da existência e da medida do dano. Se o dano informacional é, precisamente, a diferença entre o preço pago ou recebido e o que teria pago ou recebido, caso não tivesse ocorrido a falha informacional, a comprovação de que a falha informacional influenciou o preço da compra ou da venda é a prova tanto do dano como do nexo de causalidade.

¹⁴⁰⁵ KANT, Immanuel. “Resposta à pergunta: que é ‘esclarecimento?’ (‘Aufklärung’)”. (in) Immanuel Kant – Textos Seletos. 2. Ed. Petrópolis, Vozes, 1985, p. 104.

Ocorre que o processo de formação dos preços dos valores mobiliários sofre a influência de inúmeras informações a cada milissegundo, cada uma delas precisando ser conhecida e interpretada pelos investidores para que possam influenciar suas decisões de investimento. Já aí se verifica uma enorme dificuldade para se estabelecer a relação causal necessária à responsabilidade civil. Na prática, como visto, a dificuldade é ainda maior, na medida em que o processo de formação dos preços no mercado de valores mobiliários é muito mais complexo, dependendo mais da análise, interpretação e decisão de investidores profissionais e informados do que do estudo por todos os investidores das informações disponíveis. Além disso, irracionalidades, ruídos decorrentes de *high frequency tradings* e de bolhas de mercado podem tornar a precificação dos valores mobiliários descolada das informações divulgadas.

A lógica individualista do regime geral de responsabilidade civil extracontratual subjetiva, remotamente oriunda do Código Civil Napoleônico de 1804, é inadequada para lidar, no mercado de valores mobiliários, com os danos informacionais¹⁴⁰⁶. Com efeito, a cláusula geral de responsabilidade civil napoleônica foi pensada para responsabilizar um indivíduo que lesa outro indivíduo¹⁴⁰⁷. A falha informacional no mercado de valores mobiliários, porém, é cometida por companhia aberta, formada por complexa estrutura organizacional dependente da atuação de diversos indivíduos. Ademais, a falha informacional somente poderá causar dano informacional, se a informação divulgada ou a omissão da informação for efetivamente relevante para a coletividade de investidores avaliar os valores mobiliários da companhia. Dessa forma, tanto o cometimento do ilícito, como os efeitos do ilícito no interesse legitimamente tutelado dos investidores depende de uma coletividade de indivíduos. Se a ocorrência do dano informacional depende do modo pelo qual o ilícito irá afetar o processo multilateral de formação dos preços no mercado de valores mobiliários, a prova do dano e do nexo de causalidade precisam tomar em conta as especificidades dos processos de mercado.

É, portanto, impor prova diabólica ao investidor exigir deste a demonstração de que a falha informacional foi responsável exatamente pelo pagamento de preço 5% superior ao que se teria formado sem a falha informacional. Em termos práticos, é impossível simular com exatidão o que teria ocorrido com os preços dos valores mobiliários no mercado, se a informação tivesse sido

¹⁴⁰⁶ PROROK, Johan. La responsabilité civile sur les marchés financiers. Paris: LGDJ, 2019, pp. 8-11.

¹⁴⁰⁷ BRUN, Philippe. Responsabilité civile extracontractuelle. 3. Ed. Paris: Lexisnexis, 2014, p. 6.

corretamente divulgada. Na data devida, a informação poderia ser mais ou menos relevante do que quando a falha informacional foi descoberta. A divulgação da informação na data correta, em conjunto com as demais informações disponíveis à época, poderia ter levado à interpretação diversa daquela feita pelos investidores na data da descoberta da falha informacional. Não bastasse isso, na data da descoberta da falha informacional, inúmeras outras informações específicas sobre companhia podem ter impactado na cotação dos valores mobiliários, tornando impraticável determinar, precisamente, a parcela da variação do dia atribuída exclusivamente à falha informacional.

Em suma, e como se demonstrou ao longo de todo trabalho, a aplicação do regime geral de responsabilidade civil aos danos sofridos por investidores em razão de falhas informacionais no mercado de valores mobiliários pode levar a *dois cenários indesejáveis*.

O primeiro cenário indesejável seria restringir – por meio da aplicação técnica e rigorosa do regime geral de responsabilidade civil – a concessão da tutela indenizatória a pouquíssimos investidores, e em excepcionalíssimos casos¹⁴⁰⁸. Esse cenário é indesejável, pois, a nosso ver, a dificuldade de prova impede que enorme gama de lesados possa pleitear tutela indenizatória. Sob perspectiva sistêmica, restringir demasiadamente a amplitude da responsabilidade civil pode desequilibrar o sistema de tutela dos investidores. Como visto no capítulo seis, se, na prática, o investidor não puder pleitear indenização individual por danos informacionais, a falha informacional somente poderia ser (diretamente) “sancionada” por meio da responsabilidade administrativa e – se cabível – da responsabilidade penal. No entanto, nem a responsabilidade administrativa, tampouco a penal, tem função compensatória.

¹⁴⁰⁸ É o que se denota atualmente no direito brasileiro, no qual praticamente inexistem casos de condenação de companhias abertas por danos informacionais causados a investidores. Vide, a respeito, a detalhada pesquisa de ações individuais ajuizadas por investidores contra companhias abertas feita por Lucas Barros, cf. BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. A responsabilidade das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2021, pp. 334-367. Vide, também, pesquisa publicada, em 2018, por Viviane Muller Prado, cf. PRADO, Viviane Muller. “Os desafios para o ressarcimento dos investidores”. (in) WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 378-394. No referido estudo, Prado demonstra que nenhum investidor teria sido indenizado, até a data da pesquisa. O único caso indicado por Prado, em que teria havido condenação da companhia, foi o caso Banco Real/ABN (TJSP, Apelação Cível n. 9247433-87.2005.8.26.0000, 5ª Câmara de Direito Privado, Des. Rel. Christine Santini, julgado em 23/11/2011). A decisão do TJSP, favorável aos investidores, contudo, foi reformada pelo STJ, em 06/02/2018, por não terem os autores se desincumbido do ônus de comprovar o dano sofrido (REsp 1540428/SP, Rel. Ministro Marco Aurélio Bellizze, Rel. p/ Acórdão Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, julgado em 06/02/2018).

O segundo cenário, ainda mais indesejável, seria a completa insegurança jurídica, caso a prova dos pressupostos da responsabilidade civil seja “flexibilizada” pelo julgador, causando o que já foi denominado como “erosão dos filtros da responsabilidade civil”¹⁴⁰⁹. A inadequação, ou a “injustiça”, da lei ao caso concreto, não raramente, é fundamento para a aplicação por tribunais judiciais ou arbitrais de exceções ou flexibilizações da norma legal, sem critérios técnicos ou objetivos claros, ensejando riscos incalculáveis às companhias abertas e a seus acionistas. Esse cenário é ainda mais indesejável do que o primeiro, pois não assegura a função compensatória da responsabilidade civil. A partir do momento em que não há clareza sobre o que será considerado ilícito, como será determinado onexo causal ou, ainda, como será calculado o dano, a responsabilidade civil torna-se uma loteria. Além disso, sob perspectiva meramente utilitarista, a elevação (imensurável) do risco da responsabilidade civil no mercado de valores mobiliários pode ensejar o que nos Estados Unidos foi qualificado como *overdeterrence*, *i.e.*, quando o risco e a gravidade da sanção passam a promover comportamentos indesejados dos agentes econômicos. No caso, o excesso de dissuasão de condutas poderia ensejar a divulgação excessiva de informações ou o desincentivo à assunção de riscos na atividade empresária. Ainda que a norma legal não deva se pautar necessariamente em considerações de ordem utilitarista, a responsabilidade civil por falha informacional atinge, de um lado, os principais agentes econômicos e, de outro, parcela da poupança popular. Assim, qualquer proposta hermenêutica ou *de lege ferenda* para reformas sistêmicas deve tomar em consideração o delicado equilíbrio de interesses envolvendo as companhias abertas e investidores.

Não se defende, aqui, a imputação de dever de indenizar sem ocorrência de danos aos investidores. Tampouco se sustenta a necessidade de erosão de filtros da responsabilidade civil. A questão é que os pressupostos e os filtros da responsabilidade por falha informacional precisam tomar em consideração *como o ilícito lesa o interesse* do investidor tutelado pelos deveres de informar¹⁴¹⁰. Em um ambiente fundamentado na divulgação ampla e completa de informações sobre a companhia aberta, seria ilusório afirmar simplesmente que tanto a omissão de informação relevante como a divulgação de informação falsa não lesam os interesses dos investidores tutelado

¹⁴⁰⁹ SCHREIBER, Anderson. *Novos paradigmas da responsabilidade civil*. 6. Ed. São Paulo: Atlas, 2015, pp. 11-119.

¹⁴¹⁰ GELTER, Martin. “Global Securities Litigation and Enforcement”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, p. 51 (referindo que é consenso em diversos países que o regime geral de responsabilidade civil é inadequado para lidar com a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários).

pela regulamentação de mercado de valores mobiliários. É preciso, portanto, repensar os requisitos de prova dos pressupostos da responsabilidade civil e os filtros da responsabilidade civil.

Já propusemos interpretação de quais seriam, com base no rigor do regime legal vigente, os critérios e os limites para a apreciação da prova do dano e do nexo de causalidade na responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários. Constatada a inadequação do regime vigente para a *fattispecie* em análise, cabe, *de lege ferenda*, propor a previsão legal de regime especial de responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários, como se verá no item 7.2.1, abaixo.

Antes disso, porém, cabe analisar, criticamente, um dos pilares para o funcionamento do regime legal vigente: os instrumentos processuais para o exercício da pretensão indenizatória.

7.1.2. Os instrumentos processuais são satisfatórios?

Uma das particularidades da responsabilidade civil por falha informacional é a de que, para o pequeno investidor, os danos causados por falhas informacionais podem ser muito reduzidos para justificar uma ação individual de responsabilidade civil. No entanto, considerando a quantidade de investidores que adquirem e que vendem, diariamente, valores mobiliários de determinada companhia aberta, os danos totais causados pela falha informacional podem ser enormes. Assim, ainda que os investidores possam – como o fazem¹⁴¹¹ – ajuizar ações individuais de responsabilidade civil contra a companhia aberta e contra os administradores desta, a viabilidade econômica da tutela dos investidores, não raro, dependerá de ação coletiva.

Além disso, é sabido que o funcionamento do mercado de valores mobiliários exige confiança dos seus participantes “*nas regras do jogo e na conduta dos seus jogadores*”, o que depende de instrumentos processuais capazes de dar respostas rápidas e adequadas para o

¹⁴¹¹ Vide, por exemplo, TJSP, Apelação Cível nº 9247433-87.2005.8.26.0000, 5ª Câmara de Direito Privado, Rel. Des. James Siano, julgado em 23/11/2011 (Ação indenizatória de investidores contra Banco ABN AMRO Real S.A.); TJSP, Apelação Cível nº 1089065-29.2013.8.26.0100, Rel. Min. Ramon Mateo Júnior, julgado em 10/04/2015, TJSP, Agravo de Instrumento nº 2181084-12.2014.8.26.0000, Rel. Min. Claudio Godoy, julgado em 29/04/2015 e TJSP, Apelação nº 0209676-33.2010.8.26.0100/São Paulo, Rel. Des. João Pazine Neto, julgado em 11/06/2013 (Ações indenizatórias de investidores contra o Banco Panamericano S/A).

descumprimento das “regras do jogo”¹⁴¹². É pressuposto da eficiência dos instrumentos processuais (i) a especialização dos julgadores na matéria societária, (ii) a reputação e probidade dos julgadores, (iii) a celeridade do procedimento, e (iv) a efetividade das decisões jurisdicionais tomadas¹⁴¹³. Pretendemos demonstrar, a seguir, que, no nosso sistema jurídico processual, não estão presentes os referidos pressupostos para a eficiência dos instrumentos processuais necessários para a tutela indenizatória dos investidores por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários.

Embora o direito brasileiro não tenha-se preocupado em legislar sobre a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários, nosso sistema previu, de forma pioneira, a ação civil pública para tutela preventiva e indenizatória contra ilícitos no mercado de valores mobiliários¹⁴¹⁴. A Lei n. 7.913/89 teve como propósito promover proteção legal aos pequenos investidores que, muitas vezes, desconhecem o direito à indenização por infrações cometidas no mercado de valores mobiliários. Na visão do legislador à época, os investidores seriam despreparados para atuar no mercado de valores mobiliários. Caberia então, ao Estado defender o interesse coletivo desses investidores para a “*normalização do mercado de valores mobiliários*”¹⁴¹⁵.

As ações civis públicas servem para tutelar interesses difusos, coletivos *stricto sensu* e direitos individuais homogêneos. Os denominados “interesses individuais homogêneos” se caracterizam pela sua origem comum, ainda que de titularidade de distintos sujeitos de direito. É por isso que os interesses individuais homogêneos são também nomeados como “acidentalmente coletivos”, pois, por natureza, são interesses individuais. A ação coletiva dos interesses individuais homogêneos é apenas uma facilidade para agregar, no mesmo instrumento processual, a tutela de distintos interesses individuais lesados¹⁴¹⁶. Assim, o pressuposto da tutela coletiva é, em termos de

¹⁴¹² MUNHOZ, Eduardo Secchi. “A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem”. (in) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. Pereira (coord.). Processo Societário. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 97.

¹⁴¹³ MUNHOZ, Eduardo Secchi. “A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem”. (in) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. Pereira (coord.). Processo Societário. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 97.

¹⁴¹⁴ GRINOVER, Ada Pellegrini. “A tutela coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários”. (in) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. Pereira (coord.). Processo Societário. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 33.

¹⁴¹⁵ BRASIL. Câmara dos Deputados. Exposição de Motivos n. 358 ao Projeto de Lei n. 1.318/1988. Dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. Brasília: Câmara dos Deputados, 1988.

¹⁴¹⁶ WATANABE, Kazuo. “art. 81”. (in) GRINOVER, Ada Pellegrini *et al* (coord.). Código Brasileiro de Defesa do Consumidor. 12. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 889.

justiça e de eficácia da sentença, a superioridade dos aspectos coletivos sobre os individuais de cada lesado¹⁴¹⁷.

A Lei n. 7.913/89 é resultado de anteprojeto de iniciativa da CVM, sob a presidência de Arnaldo Wald, que, na origem, visava a conferir legitimação à CVM para propor ação indenizatória de danos causados aos investidores do mercado¹⁴¹⁸. O anteprojeto de lei veio a ser alterado para prever a legitimação ativa para propositura da demanda coletiva ao Ministério Público. Na literalidade da redação original do art. 1º, caberia à CVM apenas solicitar ao Ministério Público o ajuizamento da ação civil pública, nas hipóteses legais. Mais recentemente, a Lei n. 14.195, de 26 de agosto de 2021, alterou o art. 1º da Lei n. 7.913/89, para incluir expressamente a CVM entre os legitimados ativos da ação civil pública de mercado de valores mobiliários.

De todo modo, grande parte da doutrina vem sustentando que todos os legitimados do art. 5º da Lei n. 7.347/85 poderiam ajuizar a ação civil pública de mercado de valores mobiliários, por força do art. 3º da Lei n. 7.913/89¹⁴¹⁹. Isso significa que, para além do Ministério Público e da CVM¹⁴²⁰, também seriam legitimadas as associações constituídas há pelo menos um ano, que

¹⁴¹⁷ GRINOVER, Ada Pellegrini. “A tutela coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários”. (in) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. Pereira (coord.). *Processo Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 31-32.

¹⁴¹⁸ ZACLIS, Lionel. *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo: RT, 2007, p. 150, nota de rodapé n.1; MEIRELLES, Hely Lopes. “Ação civil pública”. (in) MEIRELLES, Hely Lopes; WALD, Arnaldo; MENDES, Gilmar Ferreira. *Mandado de Segurança e Ações Constitucionais*. 36. Ed. Atual. Ampl. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 258.

¹⁴¹⁹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Influência do patrimonialismo na sociedade anônima - Importância dos mecanismos privados de efetivação dos devedores do acionista controlador e dos administradores”, (in) VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. (Org.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 143; GRINOVER, Ada Pellegrini. “A tutela coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários”. (in) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. Pereira (coord.). *Processo Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 46-48; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. “A Lei 7.913, de 7 de dezembro de 1989 – A tutela judicial do mercado de valores mobiliários”, *Revista dos Tribunais*, vol. 667/1991, pp. 70 - 78, Maio/199; MEIRELLES, Hely Lopes. “Ação civil pública”. (in) MEIRELLES, Hely Lopes; WALD, Arnaldo; MENDES, Gilmar Ferreira. *Mandado de Segurança e Ações Constitucionais*. 36. Ed. Atual. Ampl. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 259; LEONEL, Ricardo de Barros. *Manual do Processo Coletivo*. 4. Ed. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 141. KUYVEN, Fernando. “Legitimidade ativa e passiva na Lei n. 7.913/89”. (in) ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos. (coord.). *A tutela coletiva do acionista minoritário*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 114-116; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Enforcement e tutela indenizatória no direito societário e no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier latin, 2018, pp. 94-98. Em sentido contrário, vide ZACLIS, Lionel. *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo: RT, 2007, pp. 170-171.

¹⁴²⁰ Nos casos seguintes casos a CVM em conjunto com o Ministério Público ajuizou ação civil pública prevista na Lei n. 7.913/89: (i) LAEP (TRF3, Decisão Interlocutória na Ação Civil Pública nº 0005926-19.2013.4.03.6100 e Ação Cautelar nº 0003526-32.2013.403.6100, 17/07/2015), (ii) Grupo Ipiranga e (iii) Suzano Petroquímica, cf. CIARELLI, Mônica; PAMPLONA, Nicola. “CVM pede abertura de ação indenizatória”, *Estadão*, 07 de agosto de 2009; CARDOSO, Mônica. “Apesar dos avanços conquistados nos últimos tempos, casos de vazamento de informação continuam frequentes”, *Capital Aberto*, julho de 2008; CVM, “Negociações com ações do Grupo Ipiranga com indícios

tenham, entre suas finalidades, a defesa dos investidores. Com isso, as associações podem ajuizar ação de responsabilidade civil por falhas informacionais na qualidade tanto de representantes de seus associados¹⁴²¹, como de como legitimadas ativas, conforme já foi reconhecido pelo STF¹⁴²². Inclusive, boa parte das ações civis públicas ajuizadas contra companhias abertas por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários foi iniciada por associações de investidores¹⁴²³.

Em síntese, a Lei n. 7.913/89 tem por propósito assegurar tutela coletiva de natureza preventiva ou indenizatória diante de práticas manipulativas, de *insider trading* e de falhas informacionais. Caso a ação civil pública vise à tutela indenizatória, a indenização determinada na sentença condenatória reverterá aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo. Após a condenação, deverá ser publicado edital, para que os investidores lesados se habilitem no processo para recebimento da parcela da indenização que lhes couber, na proporção do prejuízo sofrido. Caso, porém, o investidor não se habilite, no prazo de dois anos, a contar da publicação do edital, a indenização restante deverá ser revertida para o fundo de defesa de direitos difusos, previsto no art. 13 da Lei n. 7.347/85 e regulamentado pelo Decreto n. 1.306/94.

Muito embora se deva reconhecer e aplaudir o pioneirismo da Lei n. 7.913/89, boa parte da crítica à ação civil pública de mercado decorre da parca regulação nessa lei sobre aspectos da maior relevância para o funcionamento desse instrumento processual. A nosso ver, o modelo de ação civil pública para tutela de interesses individuais homogêneos dos investidores é inadequado por, ao menos, *três motivos*.

de informação privilegiada”, 19 de abril de 2007; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. “As atuações conjuntas da CVM. Do MPF na tutela coletiva”. (in) ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos. (coord.). A tutela coletiva do acionista minoritário. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 25-29.

¹⁴²¹ Desde que expressamente autorizadas pelos seus associados, cf. art. 5º, XXI, CF.

¹⁴²² STF, TERCEIROS EMB.DECL. no REXT n. 612.043/PR, Rel. Min. Marco Aurélio, julgado em 06/06/2018 (“A eficácia subjetiva da coisa julgada formada a partir de ação coletiva, de rito ordinário, ajuizada por associação civil na defesa de interesses dos associados, somente alcança os filiados, residentes no âmbito da jurisdição do órgão julgador, que o fossem em momento anterior ou até a data da propositura da demanda, constantes da relação jurídica juntada à inicial do processo de conhecimento”).

¹⁴²³ TJSP, Ação Civil Pública nº 1106499-89.2017.8.26.0100, 6ª Vara Cível, Juíza de Direito Dra. Lúcia Caninéo Campanha, julgado em 04/07/2018 (AIDMIN v. Petrobras); JFSP, Apelação Cível nº 0004471-19.2013.4.03.6100, Sexta Turma, Des. Fed. Fábio Prieto, julgado em 06/06/2019 (Associação Brasileira dos Investidores no Mercado de Capitais – ABRIMEC v. LAEP et al); TJRJ, Ação Civil Pública nº 0085670-76.2015.8.19.0001, 19ª Câmara Cível, Rel. Des. Valéria Dacheux, 25/06/2019 (Associação dos Investidores Minoritários – AIDMIN v. Eiken Fuhrken Batista); TJSP, Decisão Interlocutória na Ação Civil Pública nº 1023052-04.2020.8.26.0100, 2ª Vara Empresarial e Conflitos de Arbitragem, Juíza de Direito Dra. Renata Mota Maciel, decisão de 12/06/2020 (Instituto Ibero-Americano da Empresa v. IRB-Brasil Resseguros S.A.).

Em primeiro lugar, a legitimidade ativa foi concedida apenas ao Ministério Público e mais recentemente à CVM, gerando certa dúvida sobre a legitimidade ativa das associações de investidores, como visto logo acima. Tendo-se em consideração a complexidade dos litígios coletivos que envolve ilícitos perpetrados no mercado de valores mobiliários, o ideal teria sido se afastar do sistema de ações coletivas para tutela de interesses *difusos* (e não *individuais homogêneos*) da Lei n. 7.347/85.

Isso porque as ações judiciais de iniciativa tanto do Ministério Público quanto da CVM sofrem com os problemas típicos dos mecanismos públicos de cumprimento forçado de normas, tais como a escassez de pessoas e de recursos para conduzir demanda de elevada complexidade não apenas na seara processual, mas também no campo de direito material. Não surpreendem, portanto, que, durante os mais de trinta anos de vigência da lei, sejam raros os casos de ações civis públicas de mercado de valores mobiliários de iniciativa do Ministério Público e da CVM. Ainda que não se defenda a exclusão do Ministério Público e da CVM do rol dos legitimados ativos para ajuizar a ação civil pública, o funcionamento do sistema de cumprimento forçado dos deveres de informar no mercado de valores mobiliários depende da conjugação do *enforcement* público com o *enforcement* privado¹⁴²⁴.

Ocorre que pela sistemática das Leis n. 7.913/89 e 7.347/85 somente as associações de investidores que atendam aos requisitos do art. 5, V, Lei n. 7.347/85, poderiam ajuizar a ação civil pública para tutela coletiva dos investidores. No entanto, tanto a constituição, há pelo menos um ano, da associação, como a finalidade institucional de tutela do interesse dos investidores em nada garantem boa representação dos interesses de coletividade de investidores. O requisito temporal apenas cria obstáculo disfuncional à tutela coletiva. O requisito da finalidade institucional de defesa do interesse coletivo, na prática, é mera formalidade, já que permite a constituição de associações com amplo objeto social de tutela dos investidores, mesmo que seus associados não sejam titulares de nenhum valor mobiliário. A completa desvinculação dos associados, ou dos administradores, da associação com o grupo de investidores lesado pode gerar o risco de demandas temerárias, que não atendam à finalidade legal.

¹⁴²⁴MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Influência do patrimonialismo na sociedade anônima - Importância dos mecanismos privados de efetivação dos devedores do acionista controlador e dos administradores”, (in) VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. (Org.). Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 136-144.

Ademais, as associações não têm representatividade social¹⁴²⁵, tampouco estrutura, para ajuizar ações civis públicas do mercado de valores mobiliários¹⁴²⁶. Conforme estudo realizado pelo IBGE em 2016¹⁴²⁷, apenas 1,4% das associações e das fundações brasileiras foram constituídas para a defesa de direitos de grupos e minorias, as quais, em média, contratam apenas dois assalariados, o que pode dificultar a condução de ações civis públicas de elevado custo e de alta complexidade técnica. Parece-nos que poderia ter sido concedida a legitimação ativa da ação civil pública também para os próprios investidores lesados, que atendessem determinados critérios qualitativos para representação da classe de investidores lesados, como será analisado a seguir no item 7.2.2.

Em segundo lugar, é ineficiente (se não inviável) a condenação do responsável ao pagamento do valor global da indenização devida a todos os investidores lesados. Segundo a redação do art. 2º da Lei n. 7.913/89, seria possível chegar ao entendimento de que a medida do dano de cada investidor já deveria estar determinada, para que assim fosse possível a condenação pelo valor global¹⁴²⁸. Ocorre que a indenização total nada mais é que a soma do dano individual de todos os lesados¹⁴²⁹; porém, nessa fase processual, é impossível calcular, com precisão, o dano individual sofrido por cada lesado. Ademais, considerando que o dano informacional não é idêntico para todos os investidores, qualquer cálculo da indenização global antes da determinação dos lesados, seria mera estimativa. A nosso ver, a indenização por danos informacionais não deveria se pautar em mera estimativa do dano total sofrido pela coletividade de investidores.

¹⁴²⁵ VITORELLI, Edilson. O devido processo legal coletivo. 2. Ed. São Paulo: RT, 2019, p. 376.

¹⁴²⁶ VITORELLI, Edilson. O devido processo legal coletivo. 2. Ed. São Paulo: RT, 2019, pp. 376-377; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. Enforcement e tutela indenizatória no direito societário e no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 96.

¹⁴²⁷ IBGE. As fundações privadas e associações sem fins lucrativos no Brasil: 2016. Rio de Janeiro: IBGE, 2019.

¹⁴²⁸ ZACLIS, Lionel. Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais. São Paulo: RT, 2007, p. 193; WAISBERG, Ivo. “A posição dos investidores e acionistas na execução e recebimento do dano – Notas sobre o art. 2º da Lei no 7.913/89”. (in) ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos. (coord.). A tutela coletiva do acionista minoritário. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 166-167.

¹⁴²⁹ ARAÚJO FILHO, Luiz Paulo da Silva. Ações coletivas: a tutela jurisdicional dos direitos individuais homogêneos. Rio de Janeiro: Forense, 2000, p. 134, nota de rodapé n. 43; ZAVASCKI, Teori Albino. Processo Coletivo. 7. Ed. São Paulo: RT, 2017, p. 159; MANCUSO, Rodolfo de Camargo. “Ação civil pública para tutela dos interesses dos titulares de valores mobiliários e investidores do mercado. Uma análise da Lei 7.913, de 7.12.89”. (in) ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos (coord.). A tutela coletiva do acionista minoritário. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 308-311; ADAMEK, Marcelo Vieira von. “Reflexões sobre a liquidação da sentença em arbitragem coletiva no mercado de capitais”. (in) MONTEIRO, André Luis *et al.* (coord.). Arbitragem Coletiva Societária. São Paulo: RT, 2021, pp. 411-412.

O art. 2º da Lei n. 7.913/89, aparentemente, adotaria procedimento unificado de condenação e de liquidação em ações coletivas¹⁴³⁰, por meio do qual o mesmo juiz decide se há dever de indenizar e quantifica a indenização global, para, em segunda etapa do mesmo processo, determinar o modo de dividir a indenização entre os lesados. Esse é o procedimento nas *securities class action* norte-americanas, nas quais, como visto no item 4.2 acima, a indenização global é estimada, com base no dano individual do investidor representante da classe. No entanto, o procedimento unificado é muito criticado para esse tipo de litígio. Isso porque não há uma metodologia precisa para quantificação da totalidade dos danos sofridos pelos investidores, já que não é possível rastrear cada compra e venda de valores mobiliários ocorrida no período relevante¹⁴³¹.

Outro método de condenação e de liquidação, em ações coletivas, é o procedimento bifurcado. No primeiro procedimento, o juiz decide se cabe a responsabilização do réu ao pagamento de indenização; e, no segundo, seria feita ou a liquidação individualizada dos danos ou a liquidação do dano coletivo. A sentença condenatória do primeiro procedimento precisa ser genérica. Somente no segundo procedimento, há a determinação jurisdicional da medida do dano¹⁴³². Isso significa, para a doutrina processualista, que a sentença genérica é meramente declaratória da responsabilidade do réu, dependendo, ainda, de cognição exauriente quanto à existência e à medida do dano e do nexo causal de cada lesado¹⁴³³. O procedimento bifurcado foi adotado nas ações civis públicas por danos a interesses individuais homogêneos reguladas pelo Código de Defesa do Consumidor – por isso a sentença deve ser genérica (art. 95, CDC); e a liquidação e execução da sentença poderão ser promovidas pela vítima e pelos sucessores (art. 97, CDC).

A nosso ver, o art. 2º da Lei n. 7.913/89 não trouxe solução adequada para a liquidação dos danos individuais homogêneos dos investidores causados por falhas informacionais. Isso porque o dano é individual de cada investidor. A existência e a medida do dano dependem de três fatores fundamentais: de quantos valores mobiliários cada investidor adquiriu ou vendeu; da influência da

¹⁴³⁰ ZACLIS, Lionel. Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais. São Paulo: RT, 2007, pp. 53-54.

¹⁴³¹ ALEXANDER, Janet Cooper. “Rethinking damages in securities class actions”, *Stanford Law Review*, vol. 48, n. 6, jul/1996, pp. 1491-1493; BOOTH, Richard A. “The End of the Securities Fraud Class Action as We Know It”, *Berkeley Business Law Journal*, Vol. 4.1, 2007, p. 7.

¹⁴³² ZAVASCKI, Teori Albino. *Processo Coletivo*. 7. Ed. São Paulo: RT, 2017, p. 159.

¹⁴³³ ZAVASCKI, Teori Albino. *Processo Coletivo*. 7. Ed. São Paulo: RT, 2017, p. 163; ARAÚJO FILHO, Luiz Paulo da Silva. *Ações coletivas: a tutela jurisdicional dos direitos individuais homogêneos*. Rio de Janeiro: Forense, 2000, pp. 132-133; VENTURI, Elton. *Processo Civil Coletivo*. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 392.

falha informacional na data da compra ou da aquisição; e da ocorrência, no período de duração da falha informacional, de outras aquisições ou vendas do mesmo valor mobiliário efetuadas pelo investidor.

A ação civil pública para tutela de interesses individuais homogêneos é apenas acidentalmente coletiva, pois a unificação do instrumento processual pode ser a única forma economicamente viável de exercer a pretensão indenizatória. A quantificação da indenização global devida a todos os investidores lesados pela falha informacional depende, como visto no item 4.2 acima, da quantificação do dano individual. Ainda que seja possível a utilização de métodos estatísticos para estimar a soma total dos danos individuais, o ponto de partida é o cálculo do dano sofrido por um investidor. Exigir a quantificação da indenização total, para depois determinar a proporção que cada investidor terá direito sobre a indenização total, tornará a fase de liquidação mais dispendiosa e morosa e, ainda, levará à imprecisão da indenização.

Em suma, a nosso ver, a ação civil pública de mercado de valores mobiliários deve ser interpretada como parte do microsistema de processo coletivo, o qual previu distintas formas de condenar e de liquidar danos em ações coletivas, a depender dos interesses tutelados¹⁴³⁴. Assim, a sentença da ação civil pública de responsabilidade civil por falha informacional deve ser genérica. Sendo a sentença genérica, a eficácia da coisa julgada deve ser *erga omnes*, apenas no caso de procedência do pedido, para beneficiar todas as vítimas e seus sucessores, nos termos do art. 103, III, do Código de Defesa do Consumidor.

Em terceiro lugar, a ação civil pública para tutela dos interesses dos investidores implica custos elevados e não oferece incentivos econômicos ao substituto processual. Embora a aplicação subsidiária do art. 18 da Lei n. 7.347/85 permita a desoneração da associação do pagamento das despesas processuais e dos honorários de sucumbência, fato é que os maiores encargos de ação indenizatória por falhas informacionais são os honorários de advogados e de assistentes técnicos para a descoberta e para a prova tanto do dano como do nexo de causalidade. É, portanto, fácil ajuizar a ação civil pública, porém, difícil arcar com os encargos mínimos para produzir a prova exigida para demanda de alta complexidade. Ou seja, cria-se o risco de associação despreparada – do ponto de vista técnico ou econômico – inicie a ação civil pública e não tutele adequadamente os

¹⁴³⁴ ARENHART, Sérgio Cruz; OSNA, Gustavo. Curso de Processo Civil Coletivo. 2. Ed. São Paulo: RT, 2020, pp. 258-263.

interesses da coletividade de investidores lesados. Ao invés de estimular demandas meritórias que possam proteger os investidores, atendendo à função compensatória da responsabilidade civil, o modelo atual, de um lado, restringe o acesso ao instrumento processual a legitimados sem poder financeiro (*i.e.*, Ministério Público, CVM e associações) e, de outro lado, não impede o ajuizamento de demandas frívolas.

Em suma, os problemas apontados acima na Lei n. 7.913/89 causam a inefetividade das decisões proferidas nas ações civis públicas. Somam-se à inefetividade das ações civis públicas, os problemas crônicos do sistema judiciário brasileiro, o qual, ao menos em nível nacional, não pode assegurar (i) nem a especialização dos julgadores na matéria societária, (ii) tampouco necessária celeridade do procedimento¹⁴³⁵. As deficiências na jurisdição estatal prejudicam a tutela dos investidores. Em razão disso, atualmente, acionistas vêm buscando tutela indenizatória por danos informacionais por meio de arbitragens individuais, multipartes e coletivas.

A arbitragem individual pode ser iniciada por acionista de companhia com cláusula arbitral estatutária¹⁴³⁶. A arbitragem multipartes, por sua vez, pode ser iniciada por grupo de acionistas, muitas vezes representados por distintos advogados, mas visando a tutela indenizatória com base nos mesmos fatos lesivos¹⁴³⁷. A arbitragem coletiva¹⁴³⁸, finalmente, é aquela iniciada por associação para tutelar interesse individual homogêneo de coletividade de investidores lesada por fato de origem comum.

¹⁴³⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi. “A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem”. (in) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. Pereira (coord.). *Processo Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 97.

¹⁴³⁶ Vide, por exemplo, a arbitragem CAM 159/20, iniciado por um acionista da IRB-Brasil Resseguros S.A., a fim de obter indenização pelos danos individuais sofridos pela desvalorização das ações da companhia. Conforme informado pela companhia no seu Formulário de Referência de 2021, em novembro de 2020, foi determinada a conexão da arbitragem CAM 159/20 com procedimento arbitral instaurado por outro acionista. Os requerentes atribuíram provisoriamente à causa o valor de R\$570.251,00.

¹⁴³⁷ Vide, por exemplo: (i) as arbitragens CAM 136/19, CAM 137/19 e CAM 172/19 instauradas por diversos acionistas minoritários da Vale S.A. (cf. Formulário de Referência da Vale S.A. de 2021); (ii) as arbitragens CAM 174/20 e CAM 178/20 instauradas por diversos acionistas minoritários da IRB-Brasil Resseguros S.A. (cf. Formulário de Referência da IRB-Brasil de 2021); (iii) as arbitragens CAM 72/16, 75/16, 95/17, 99-100/17, instauradas por acionistas minoritários da Petróleo Brasileiro – Petrobras S.A. (cf. Formulário de Referência da Petrobras de 2021; Documentos das Arbitragens envolvendo a União, disponíveis em <https://www.gov.br/agu/pt-br/composicao/cgu/cgu/eadir/casos-de-arbitragem-2/planilhas-de-arbitragem-da-uniao>).

¹⁴³⁸ Vide, por exemplo: (i) a arbitragem instaurada pela AIDIMIN contra a Petrobras na CAM B3, mediante representação de todos os acionistas minoritários da Petrobras que adquiriram ações na B3 entre 22 de janeiro de 2010 e 28 de julho de 2015 (cf. Formulário de Referência da Petrobras de 2021); e (ii) a arbitragem CAM 156/20 instaurada pelo Instituto Brasileiro de Ativismo Societário e Governança – IBRASG contra a IRB-Brasil Resseguros S.A., em março de 2020 (cf. Formulário de Referência da IRB-Brasil de 2021).

Cada uma das espécies de arbitragem enseja desafios próprios. Abaixo, sintetizaremos *cinco desafios* das arbitragens como meio de tutela indenizatória dos investidores por danos causados por falhas informacionais.

O *primeiro desafio* comum a todas as arbitragens voltadas à responsabilidade civil por danos causados por falha informacional no mercado de valores mobiliários é a arbitrabilidade objetiva. O litígio envolve aplicação de normas previstas nas Leis n. 6.404/76 e 6.385/76, bem como normas regulatórias de emissão da CVM. O fundamento legal da responsabilidade civil está no Código Civil. Seria preciso avaliar, no caso concreto, se a cláusula arbitral estatutária abarcaria esse tipo de litígio ou se apenas litígios baseados em matérias previstas no estatuto social da companhia seriam sujeitos à discussão em arbitragem. Ademais, não está pacificada a controvérsia sobre a necessidade, ou não, de previsão, na cláusula arbitral estatutária, de demandas coletivas¹⁴³⁹.

O *segundo desafio*, este próprio das arbitragens individuais, multipartes e coletivas, é a arbitrabilidade subjetiva. A cláusula arbitral estatutária deve definir quem está vinculado aos seus termos, em conjunto com o disposto nos arts. 109, §3º, e 136-A, da Lei n. 6.404/76¹⁴⁴⁰. Para além da discussão sobre quais acionistas e administradores estão vinculados à cláusula arbitral estatutária, as arbitragens multipartes e coletivas podem apresentar outras controvérsias em matéria de arbitrabilidade subjetiva. O sistema processual coletivo brasileiro delimita quem teria a legitimidade ativa para ajuizamento de ação civil pública para tutelar interesses individuais homogêneos de coletividade de investidores. No regime atual, os acionistas não têm legitimidade ativa para ajuizar ação civil pública para responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários. O art. 1º da Lei n. 7.913/89 prevê apenas que o Ministério Público e a CVM têm essa legitimidade. As associações, por aplicação subsidiária do art. 5º, V, da Lei n. 7.347/85, também seriam partes legítimas da ação civil pública. Não é pacífico, porém, que o regime legal

¹⁴³⁹ ADAMEK, Marcelo Vieira von. “Reflexões sobre a liquidação da sentença em arbitragem coletiva no mercado de capitais”. (in) MONTEIRO, André Luis *et al.* (coord.). Arbitragem Coletiva Societária. São Paulo: RT, 2021, p. 404 e nota de rodapé n. 18.

¹⁴⁴⁰ Em precedente criticável, a vinculação da própria *acionista controladora* à cláusula arbitral estatutária foi afastada, por maioria, pelo STJ em ação de responsabilidade civil por danos diretos iniciada por acionistas minoritários. No caso, a cláusula arbitral estatutária previa que “*deverão ser resolvidas por meio de arbitragem, obedecidas às regras previstas pela Câmara de Arbitragem do Mercado, as disputas ou Controvérsias que envolvam a Companhia, seus acionistas, os administradores e conselheiros fiscais, tendo por objeto a aplicação das disposições contidas na Lei nº 6.404, de 1976, neste estatuto social, nas normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários*”, cf. STJ, CC 151.130/SP, Rel. Ministra Nancy Andrighi, Rel. p/ Acórdão Ministro Luis Felipe Salomão, Segunda Seção, julgado em 27/11/2019.

das ações civis públicas se aplique às arbitragens coletivas. Tampouco está imune a controvérsias a vinculação das associações à cláusula arbitral estatutária, quando estas atuem em nome próprio, e não como representantes dos acionistas¹⁴⁴¹⁻¹⁴⁴².

O terceiro desafio próprio das arbitragens multipartes e coletivas é a *confidencialidade*. Embora a Lei n. 9.307/96 não exija que as arbitragens sejam confidenciais, o regulamento das câmaras de arbitragem ou prevê a confidencialidade como regra ou autoriza a previsão de confidencialidade pelas partes. A confidencialidade não apenas impede o livre acesso dos investidores ao processo, mas também restringe a divulgação de informações ao mercado.

Visando a minimizar os problemas decorrentes da confidencialidade nos litígios societários, recentemente, a CVM instituiu a obrigatoriedade de as companhias divulgarem comunicação sobre demandas societárias. Segundo o art. 1º do Anexo I da Resolução CVM n. 80/22, estão abarcados, no escopo da norma, os litígios judiciais ou arbitrais envolvendo direitos individuais homogêneos e cujos pedidos estejam, no todo ou em parte, baseados em legislação societária ou do mercado de valores mobiliários, ou nas normas editadas pela CVM. Devem ser divulgadas informações sobre (i) o ajuizamento ou instauração; (ii) partes, valores, bens ou direitos envolvidos, os principais fatos, os pedidos; (iii) decisões sobre pedidos de tutelas de urgência e evidência, decisões sobre jurisdição e competência, decisões sobre inclusão ou exclusão de partes e julgamentos de mérito ou extintivos do processo sem julgamento de mérito; (iv) apresentação de resposta, celebração de termo de arbitragem ou documento equivalente que represente estabilização da demanda, decisões sobre medidas cautelares ou de urgência, decisões sobre jurisdição dos árbitros, decisões sobre inclusão ou exclusão de partes e sentenças arbitrais, parciais ou finais; e (v) qualquer acordo celebrado no curso da demanda. Um dos principais benefícios da nova regulamentação é dar ciência a todos os investidores de que foi iniciada arbitragem com determinado objeto. Isso permite

¹⁴⁴¹ Defendendo a vinculação das associações à cláusula arbitral estatutária para atuarem como substitutas processuais, vide ADAMEK, Marcelo Vieira von. “Reflexões sobre a liquidação da sentença em arbitragem coletiva no mercado de capitais”. (in) MONTEIRO, André Luis *et al.* (coord.). Arbitragem Coletiva Societária. São Paulo: RT, 2021, pp. 403-404; PRADO, Viviane Muller; DECACCHE, Antonio. “Arbitragem coletiva e companhias abertas”, Revista de Arbitragem e Mediação, vol. 52/2017, pp. 99 – 122, Jan - Mar / 2017. Em sentido contrário, vide BROMBERG, Nicole Raca. “Arbitragem de classe e tutela coletiva de investidores no âmbito da Lei n. 7.913/89”. (in) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. Pereira (coord.). Processo Societário IV. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 1066-1072.

¹⁴⁴² Quando as associações atuam como representantes expressamente autorizadas pelos seus associados, nos termos do art. 5, XXI, CF, há vinculação à cláusula arbitral estatutária se os associados estão a ela vinculados, cf. ADAMEK, Marcelo Vieira von. “Reflexões sobre a liquidação da sentença em arbitragem coletiva no mercado de capitais”. (in) MONTEIRO, André Luis *et al.* (coord.). Arbitragem Coletiva Societária. São Paulo: RT, 2021, p. 403.

aos investidores buscar ingressar na arbitragem – se cabível – ou mesmo iniciar demanda individual, para assegurar o seu direito à indenização, independentemente do resultado da arbitragem coletiva. Ainda assim, os investidores não têm acesso a todas as manifestações e a todos os documentos apresentados na arbitragem multipartes e coletiva, o que pode dificultar a defesa dos próprios interesses em juízo.

O quarto desafio é o *procedimento* das arbitragens multipartes e coletivas. Considerando a novidade do tema no direito brasileiro, as câmaras de arbitragem ainda não têm regras próprias para as arbitragens coletivas¹⁴⁴³. Mesmo quando as câmaras de arbitragem têm normas para lidar com arbitragens multipartes, estas instituições não estão estruturadas para lidar com enorme quantidade de requerentes, representados por distintos escritórios de advocacia. Tampouco, nesse contexto, está o procedimento arbitral preparado para lidar com multiplicidade de pedidos de intervenção de novos acionistas no curso da arbitragem, tal como ocorreria no processo judicial. Ademais, não há clareza sobre a aplicação do regime legal previsto para as ações coletivas. Em razão disso, há lacuna sobre (i) os efeitos da coisa julgada da sentença arbitral da arbitragem coletiva, (ii) o procedimento de liquidação da condenação em arbitragem coletiva, e (iii) litispendência entre demandas de mesma natureza.

Por fim, há, ainda, o relevante desafio de como lidar com as regras sobre indicação de árbitros e sobre dever de revelação dos árbitros¹⁴⁴⁴ em arbitragens coletivas e multipartes envolvendo interesses individuais homogêneos. As normas aplicáveis às arbitragens individuais não consideram a possibilidade de existir vários sujeitos economicamente interessados no resultado da arbitragem cuja identidade não se pode conhecer.

A nosso ver, as arbitragens, especialmente aquelas multipartes e coletivas, agregam novas e mais desafiadoras complexidades a um sistema que já não vai bem. Ainda que seja possível superar todos os desafios da arbitragem *de lege ferenda*, há de se questionar – antes de qualquer reforma no sistema atual – quais seriam as vantagens que a arbitragem traria para os litígios societários envolvendo interesses individuais homogêneos. Diante da novidade e da amplitude do

¹⁴⁴³ COELHO, Eleonora. “A necessidade de criação de regulamentos adaptados para arbitragens coletivas no mercado de capitais”. (in) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. Pereira (coord.). *Processo Societário III*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 115-143.

¹⁴⁴⁴ Vide a esse respeito, KNEITZ, Camila *et al.* “Mapeamento de Questões Relevantes das Arbitragens Coletivas Societárias: Grupo de Pesquisas de Arbitragem e Direito Societário do CBAr Jovem”, *Revista Brasileira de Arbitragem*, n. 72, out-dez/2021, pp. 162-168.

tema das arbitragens coletivas e multipartes – cujo aprofundamento foge ao escopo desta tese –, nossas proposições em matéria processuais¹⁴⁴⁵ não enfrentarão especificidades das arbitragens. As propostas em matéria processual dirão respeito a aprimoramentos necessários aos processos coletivos, tanto judiciais, como os arbitrais, envolvendo tutela de interesses individuais homogêneos de investidores.

7.1.3. A responsabilidade civil atende à sua função?

Sustentamos no item 6.2, acima, que a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários deve atender à função compensatória. Embora seja desejado o efeito dissuasório de ilícitos, a indenização objetivada pela responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários não deve ser majorada para prevenir novos ilícitos. Isso porque a medida da indenização tem função exclusivamente compensatória. O efeito dissuasório pode vir a ser consequência de sistema eficiente de cumprimento forçado dos deveres de informar no mercado de valores mobiliários – o qual, como visto no item 6.1, acima, não se restringe aos instrumentos de tutela indenizatória.

Cabe analisar, portanto, se – com base no regime geral de responsabilidade civil e por meio dos instrumentos processuais – a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários consegue atender à sua função compensatória. Além disso, cabe avaliar se, com fundamento no direito posto, a responsabilidade civil consegue colaborar para um efetivo cumprimento forçado da regulação da informação, a fim de dissuadir novas práticas ilícitas.

No direito estrangeiro, a responsabilidade por falha informacional vêm sendo alvo de fundamentadas críticas¹⁴⁴⁶, por não atender nem à função compensatória, nem à função dissuasória (as críticas se verificam, em especial, nos Estados Unidos, onde há amplo reconhecimento da função dissuasória da responsabilidade civil).

¹⁴⁴⁵ Vide item 7.2.2., abaixo.

¹⁴⁴⁶ Vide a esse respeito BRATTON, William W.; WACHTER, Michael L., "The Political Economy of Fraud on the Market", *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 160, 2011, pp. 72-147.

Há, ao menos, quatro principais motivos para questionar o atendimento da *função compensatória* pela responsabilidade civil por falha informacional das companhias abertas por danos causados aos investidores.

Em primeiro lugar, a função compensatória é colocada em xeque, haja vista a incerteza da ocorrência de dano aos investidores. A ausência de parâmetros claros – no caso, para determinar qual é o dano informacional e como medi-lo diante das particularidades da formação dos preços no mercado de valores mobiliários – enfraquece a natureza compensatória da responsabilidade civil¹⁴⁴⁷. Se não há clareza sobre quais são os danos causados por falhas informacionais e sobre quando estes ocorrem, as ações indenizatórias passam a ser vistas como “loteria”¹⁴⁴⁸. Além disso, como analisado no terceiro capítulo, há inúmeros fatores que podem reduzir a certeza sobre o dano, motivo pelo qual há quem afirme que criar uma presunção de causalidade entre falha informacional e dano seria indenizar danos fictícios¹⁴⁴⁹.

Para Johan Prorok, embora a certeza sobre o dano não deva ser absoluta, a complexidade do funcionamento da precificação no mercado de valores mobiliários impediu, até o momento, um consenso sobre qual a teoria correta para comprovar os danos informacionais. Em razão dessa incerteza, os laudos periciais podem apresentar resultados extremamente variáveis, tornando imprecisa a avaliação do dano¹⁴⁵⁰. Não apenas a quantificação do dano individual informacional é controversa, há, também, significativa incerteza sobre o modo de calcular o dano total da classe de investidores lesada pela falha informacional. Mesmo nos Estados Unidos, onde os meios de prova do nexo causal e do dano foram mais bem desenvolvidos, não há clareza quanto ao método correto de quantificação da indenização global. Conforme demonstra Janet Alexander¹⁴⁵¹, a própria

¹⁴⁴⁷ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. *The economic structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1991, pp. 315-316.

¹⁴⁴⁸ ATIYAH, P.S. *The damages lottery*. Oxford: Hart, 1997, pp. 143-150 (mostrando que a “crise” da loteria dos danos atinge a responsabilidade civil de modo geral, em especial, a depender da gravidade da culpa do ofensor, da possibilidade de provar os pressupostos da responsabilidade civil e, também, se o ofensor é empregado ou administrador de uma companhia); U.S. Chamber Institute for Legal Reform. “Risk and Reward: The Securities Class Action Lottery”, 25 de fevereiro de 2019 (mostrando as distorções das *securities class actions* norte-americanas que levam a uma verdadeira loteria de indenizações favorecendo mais os advogados dos autores do que os acionistas).

¹⁴⁴⁹ COFFEE JUNIOR, John C. “Causation by presumption? Why the Supreme Court should reject phantom losses and reverse Broudo”, *The Business Lawyer*, Vol. 60, No. 2 (February 2005), pp. 533-548; LIPTON, Ann M.. “Fact or fiction: flawed approaches to evaluating market behavior in securities litigation”, *The Tennessee Journal of Business Law*, vol. 20, 2019, p. 772.

¹⁴⁵⁰ PROROK, Johan. *La responsabilité civile sur les marchés financiers*. Paris: LGDJ, 2019, p. 325.

¹⁴⁵¹ ALEXANDER, Janet Cooper. “Rethinking damages in securities class actions”, *Stanford Law Review*, vol. 48, n. 6, jul/1996, pp. 1487-1537.

companhia tem dificuldade de estimar o dano total sofrido pela classe de investidores, seja pelas fragilidades dos métodos econométricos utilizados, seja pela dificuldade de rastrear todas as compras e vendas do período. Em vista dessas dificuldades, há poucos elementos seguros para a negociação dos acordos entre as companhias e os investidores para encerramento das *securities class actions*.

Consequência da insegurança quanto à existência e medida do dano é o chamado “efeito extorsão” das *securities class actions*. Já que há insegurança jurídica de como as “batalhas” de estudos técnicos de peritos serão interpretadas pelo júri na fase de mérito da *class action*, as companhias preferem celebrar acordos, em valores significativos, para encerrar, antecipadamente, o litígio coletivo¹⁴⁵². Consequentemente, o filtro da responsabilidade civil por *fraud on the market* acaba sendo a fase de certificação da classe de investidores, momento no qual apenas questões processuais relativas ao cabimento da ação coletiva são analisadas. Segundo John Coffee Junior, esse efeito de extorsão propicia pagamentos de indenizações em valores superiores aos danos sofridos pelos investidores¹⁴⁵³, causando também “excesso de efeito dissuasório” (“*overdeterrence*”)¹⁴⁵⁴.

Não há como discordar da crítica quanto à incerteza do dano e do nexo causal na responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários. Desde a primeira parte deste estudo, viemos demonstrando todas as dificuldades teóricas e práticas para determinar e para comprovar o dano informacional e o respectivo nexo causal nesse tipo de responsabilidade.

No direito brasileiro, a disfunção compensatória da responsabilidade civil por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários é potencialmente ainda maior do que no direito norte-americano. Isso porque é relativamente novo o tratamento do tema, tanto pela doutrina,

¹⁴⁵² Estudo desenvolvido pelo *Institute for Legal Reform* da *U.S. Chamber* afirma que mesmo após a entrada em vigor da *Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA)* o número de *class actions* não diminuiu, ainda que o número de companhias abertas nos Estados Unidos tenha caído. Além disso, metade das *class actions* são improcedentes e dentre aquelas que têm continuidade, parte delas é encerrada por meio de acordos em valores que não pagam nem os custos do processo. Nesse sentido, conclui que “os advogados dos requerentes ajuízam casos que ou são sem fundamento jurídico ou não justificam seu custo. Esses dados deixam aberta a possibilidade de que tais ações estão sendo ajuizadas apenas para extorsão” (tradução da candidata). No original: “the plaintiffs’ bar brings cases that are either meritless or not cost justified. These data leave open the possibility that these cases are being filed purely for extortion value”, cf. *U.S. Chamber Institute for Legal Reform*. “Risk and Reward: The Securities Class Action Lottery”, 25 de fevereiro de 2019.

¹⁴⁵³ COFFEE JUNIOR, John C. *Entrepreneurial Litigation*. Cambridge: Harvard University Press, 2015, p. 135.

¹⁴⁵⁴ NOTE – Congress, the Supreme Court, and the rise of securities-fraud class actions, *Harvard Law Review*, vol. 132, 2019, pp. 1081-1082.

quanto pela jurisprudência. Como consequência, a insegurança jurídica impera para as companhias abertas, administradores e investidores, tendo em vista a imprevisibilidade de como os tribunais judiciais e arbitrais aplicarão o regime geral de responsabilidade civil em relação às falhas informacionais no mercado de valores mobiliários. Ademais, em vista da elevada dificuldade de estimar a probabilidade de sucesso de ações individuais e coletivas, bem como em razão da ausência de consenso sobre os critérios metodológicos para comprovação do dano e do nexo causal, a função compensatória da responsabilidade civil pode não ser atendida. A nosso ver, como será demonstrado ao final deste capítulo, para superar esse desvio da função compensatória da responsabilidade civil, seria preciso, *de lege ferenda*, instituir regime especial de responsabilidade civil por falha informacional na oferta pública de emissão de valores mobiliários.

Em segundo lugar, como analisado no item 6.2, ao tratarmos da função da responsabilidade civil no sistema de tutela do investidor, a imputação do dever de indenizar à companhia aberta, para alguns, criaria um problema de “circularidade”, pois, indiretamente, as próprias vítimas estariam arcando com sua indenização¹⁴⁵⁵. Sob essa perspectiva, a função compensatória não seria adequadamente atendida porque, ao pagar a indenização, a companhia teria redução patrimonial; e, conseqüentemente, o valor da participação do acionista no capital social da companhia seria diminuído. Conseqüentemente, a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários seria meramente uma troca dos recursos de um bolso para o outro do investidor (“*pocket-shifting*”).

Para James Cox¹⁴⁵⁶, o efeito compensatório da indenização será reduzido apenas se a companhia for responsável pelo pagamento da indenização e se os membros da classe forem acionistas da companhia. O autor alerta, porém, que o grau de circularidade depende do percentual

¹⁴⁵⁵ Sustentando esse entendimento, vide LANGEVOORT, Donald C. “Capping damages for open-market securities fraud”, *Arizona Law Review*, vol. 38, 1996, pp. 648-650; COX, James D. “Making Securities Fraud Class Actions Virtuous”, *Arizona Law Review*, vol. 39, 1997, p. 509; FOX, Meritt B. “Why Civil Liability For Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade?”, *Wisconsin Law Review*, 2009, p. 304; BRATTON, William W.; WACHTER, Michael L., “The Political Economy of Fraud on the Market”, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 160, 2011, pp. 94-96; COFFEE JUNIOR, John. *Entrepreneurial Litigation – Its rise, fall and future*. Cambridge: Harvard University Press, 2015, p. 168; GELTER, Martin. “Global Securities Litigation and Enforcement”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, pp. 46-51; ALEXANDER, Janet Cooper. “Rethinking damages in securities class actions”, *Stanford Law Review*, vol. 48, n. 6, jul/1996, pp. 1501-1507; GORGA, Érica. “The Impact of the Financial Crisis on Nonfinancial Firms: The Case of Brazilian Corporations and the ‘Double Circularity’ Problem in Transnational Securities Litigation”, *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 16, n. 1, 2015, pp. 131-182.

¹⁴⁵⁶ COX, James D. “Making Securities Fraud Class Actions Virtuous”, *Arizona Law Review*, vol. 39, 1997, pp. 509-510.

de participação dos membros da classe no capital social da companhia. É comum que, após a descoberta da falha informacional, alguns dos lesados vendam suas ações, ou mesmo que tenham estratégias de compra e de venda de curto prazo (“*in-and-out traders*”). Portanto, nem todos os membros da classe serão acionistas quando pleitearem indenização da companhia. Indo além do posicionamento de Cox, Langevoort¹⁴⁵⁷ chega ao ponto de sustentar que a indenização por falha informacional no mercado de valores mobiliários seria espécie de pena civil, já que o problema da circularidade seria insuperável.

Em terceiro lugar, para alguns, a diversificação dos investidores obstaría a ocorrência do dano informacional. Segundo os defensores dessa tese, os investidores que tiverem seus recursos aportados em valores mobiliários de diferentes emissores não sofrerão dano. Isso porque, se o investidor for lesado pela falha informacional da companhia A, poderá ser beneficiado pela falha informacional da companhia B. Dessa forma, a ocorrência, de maneira generalizada, de falhas informacionais por diversas companhias diluiria os prejuízos de cada investidor diversificado no mercado de valores mobiliários¹⁴⁵⁸.

Crítico da *securities class action*, John Coffee Junior¹⁴⁵⁹ afirmou que a responsabilidade civil por falha informacional não atende à função compensatória por causa tanto do problema da circularidade, como da diversificação dos acionistas. Já que as companhias pagam as indenizações, indiretamente, os acionistas da companhia, no momento do pagamento da condenação, acabam arcando com a indenização daqueles que não são mais acionistas. Isso significa que investidores diversificados estarão sempre sendo aleatoriamente beneficiados ou prejudicados pelas indenizações devidas por falhas informacionais. Ao final, é um “jogo de soma zero”, em que

¹⁴⁵⁷ LANGEVOORT, Donald C. “Capping damages for open-market securities fraud”, *Arizona Law Review*, vol. 38, 1996, pp. 652-662.

¹⁴⁵⁸ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R., “Optimal Damages in Securities Cases,” *University of Chicago Law Review*, vol. 52, 1985, p. 641; ALEXANDER, Janet Cooper, “Rethinking damages in securities class actions”, *Stanford Law Review*, vol. 48, n. 6, jul/1996, p. 1502; ARLEN, Jennifer H.; CARNEY, William J., “Vicarious liability for fraud on securities markets: theory and evidence”, *University of Illinois Law Review*, vol. 1992, n. 3, p. 719; LANGEVOORT, Donald C., “Capping damages for open-market securities fraud”, *Arizona Law Review*, vol. 38, 1996, p. 646; COFFEE JUNIOR, John C. “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, *Columbia Law Review*, Vol. 106, n. 7, 2006, p. 1562; GRUNDFEST, Joseph A., “Damages and Reliance under Section 10(b) of the Exchange Act”, *The Business Lawyer*, Vol. 69, n. 2, 2014, pp. 313-314; PROROK, Johan. *La responsabilité civile sur les marchés financiers*. Paris: LGDJ, 2019, pp. 326-345 ; VELIKONJA, Urska, “The Cost of Securities Fraud”, *William & Mary Law Review*, vol. 54, 2013, p. 1956.

¹⁴⁵⁹ COFFEE JUNIOR, John C., “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, *Columbia Law Review*, Vol. 106, n. 7, 2006, p. 1558.

nenhum dos litigantes cometeu, efetivamente, o ilícito. Essa constatação levou Coffee Junior¹⁴⁶⁰ a sustentar que a indenização derradeiramente serviria para “penalizar” aqueles investidores que não tiverem tomado precauções, tais como a diversificação de investimentos e a estratégica de investimentos de curto prazo. Isso levaria a crer que o sistema de responsabilidade civil, dessa forma, causa desigualdade entre os acionistas. Por isso, há quem defenda que os investidores diversificados não deveriam ter direito à indenização¹⁴⁶¹.

O problema da circularidade supostamente seria ainda mais grave nos casos em que a companhia aberta emite ADRs. A desigualdade entre investidores de valores mobiliários emitidos em diferentes sistemas jurídicos pela mesma companhia é apontada por Érica Gorga como um dos problemas da chamada “dupla circularidade”. Para Gorga, as diferenças de tutela indenizatória previstas nos ordenamentos norte-americano e brasileiro implicaria que os acionistas da companhia brasileira lesados pela falha informacional sejam prejudicados duplamente: (i) ao não conseguir exigir indenização pelos danos diretos no Brasil e (ii) ao arcar, indiretamente, com o pagamento da indenização dos titulares de ADR¹⁴⁶².

Em sentido contrário àquele dos críticos da responsabilidade civil por falha informacional nos Estados Unidos, Jill Fisch sustenta outra perspectiva sobre o problema da circularidade e da diversificação para atingir a função compensatória. Para a professora da Universidade da Pensilvânia, um dos principais benefícios de um sistema eficiente de responsabilidade civil por falha informacional seria o incentivo aos investidores a se informarem e a fiscalizarem a gestão social. Ainda que o investidor informado diversifique os investimentos, não seria esperado que ele tenha seus ganhos e perdas compensados com falhas informacionais de diferentes companhias. Pelo contrário, como esse tipo de investidor estuda as informações divulgadas, a tendência é a de que seja enganado pelas falhas informacionais. A autora alerta ainda que os investidores informados somente têm incentivos de dispendar tempo e recursos na análise das informações divulgadas, se identificarem que o preço de mercado está descolado do valor do ativo. Se a regulação adotar a lógica de que a diversificação dos investimentos diluiria eventuais perdas

¹⁴⁶⁰ COFFEE JUNIOR, John C., “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, *Columbia Law Review*, Vol. 106, n. 7, 2006, p. 1562.

¹⁴⁶¹ BOOTH, Richard A., “The End of the Securities Fraud Class Action as We Know It”, *Berkeley Business Law Journal*, Vol. 4,1, 2007, pp. 10-11.

¹⁴⁶² GORGA, Érica, “The Impact of the Financial Crisis on Nonfinancial Firms: The Case of Brazilian Corporations and the ‘Double Circularity’ Problem in Transnational Securities Litigation”, *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 16, n. 1, 2015, pp. 137-138.

marginais decorrentes das falhas informacionais cometidas pelas companhias abertas, não haverá incentivo para gastar tempo e recursos na análise das informações¹⁴⁶³. A esse respeito, James Spindler¹⁴⁶⁴ demonstra, sob o ponto de vista tecnicamente matemático, que os investidores não conseguem, ao diversificar seus investimentos, dissipar os danos, a menos que todos os investidores sejam desinformados e invistam de forma aleatória. Igualmente, Alicia Davis¹⁴⁶⁵ critica o entendimento de que os investidores diversificados não sofreriam danos, pois não haveria comprovação da premissa de que os investidores teriam a mesma probabilidade de serem beneficiados e prejudicados por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários.

A circularidade e a diversificação dos investidores, a nosso ver, não destituem, por completo, a função compensatória da indenização por dano informacional. A começar pelo fato de que nem todos os lesados são acionistas da companhia, tampouco todos os lesados têm investimentos diversificados¹⁴⁶⁶. Não apenas os titulares de ações podem ser lesados por falhas informacionais, mas também investidores de outros valores mobiliários de emissão da companhia. Ainda que o dano decorra da compra de ações da companhia, os lesados podem, no momento do ajuizamento da ação indenizatória, não ser mais acionistas da companhia, o que afasta o problema da circularidade. Mesmo que parte dos lesados seja acionista, normalmente esses investidores têm percentual diminuto no capital social da companhia. Portanto, seria, no mínimo, exagerado afirmar que há mera transferência de recursos de um bolso para outro.

Não bastasse isso, ainda que os acionistas tenham direito de participar no acervo social da companhia, é imprecisa a afirmação de que os acionistas estariam “*efetivamente fazendo transferências de recursos para eles próprios, de fato deslocando dinheiro de um bolso para outro*”¹⁴⁶⁷, pois o patrimônio social não é dos acionistas. Tratando-se de um acionista de uma companhia aberta, a redução do patrimônio social pelo pagamento das indenizações somente poderia refletir indiretamente no patrimônio do acionista pela desvalorização do preço das ações.

¹⁴⁶³ FISCH, Jill E. “Confronting the circularity problem in private securities litigation”, *Wisconsin Law Review*, vol. 2009, n. 2, pp. 345-349.

¹⁴⁶⁴ SPINDLER, James Cameron. “We have a consensus on fraud on the market – and it’s wrong”, *Harvard Business Law Review*, vol. 7, 2017, p. 110.

¹⁴⁶⁵ DAVIS, Alicia J. “Are Investors’ Gains and Losses from Securities Fraud Equal Over Time? Theory and Evidence”, *Law & Economics Working Papers*, n. 13, 2010, pp. 3 e ss.

¹⁴⁶⁶ DUBBS, Thomas A. “A scotch verdict on ‘circularity’ and other issues”, *Wisconsin Law Review*, vol. 2009, n. 2, pp. 455-460.

¹⁴⁶⁷ COFFEE JUNIOR, John C. “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, *Columbia Law Review*, Vol. 106, n. 7, 2006, p. 1558.

Ocorre que nem sempre o preço de mercado é ajustado conforme a variação do patrimônio líquido da companhia. São infundáveis os fatores que influenciam a precificação dos valores mobiliários, sendo a situação patrimonial da companhia apenas um deles.

Como foi demonstrado em estudo com companhias abertas condenadas por falhas informacionais e outras violações relacionadas nos Estados Unidos, entre 1978 e 2001, Dalia Marciukaityte, Samuel H. Szewczyk, Hatice Uzun, e Raj Varma¹⁴⁶⁸ verificaram que não houve, no longo prazo, relevante impacto negativo na variação do preço dos valores mobiliários, em comparação com outras companhias do mesmo segmento, embora a situação financeira daquelas companhias possa ter-se deteriorado após as condenações. Assim, ainda que se pudesse cogitar de, indiretamente, o acionista arcar com parte da indenização, não seria em montante tão significativo, a ponto de impedir o atendimento à função compensatória da indenização.

Ademais, não nos parece que a circularidade afete propriamente a função compensatória da indenização por dano informacional. É da natureza do investimento em valores mobiliários o risco da má gestão pelos administradores. Quando a companhia descumpre lei ambiental, a legislação consumerista, a legislação trabalhista ou mesmo quaisquer restrições regulatórias que lhe imponham o pagamento de multas e indenizações por danos causados a terceiros, os acionistas também estarão – pela mesma lógica da circularidade – indiretamente arcando com esses custos¹⁴⁶⁹. É risco empresarial a possibilidade de que administradores cometam ilícitos, tomem decisões equivocadas e descumpram contratos, o que pode levar a companhia a arcar com as consequências patrimoniais da má gestão. Para os acionistas da companhia, é irrelevante se a redução do patrimônio social decorre do pagamento de indenização a um consumidor, ou a um antigo acionista. Sob essa perspectiva, em ambos os casos, os acionistas da companhia são indiretamente onerados pelos atos dos administradores.

Em relação à diversificação de investimentos pelos investidores, entendemos que se trata de um falso problema. A alocação de recursos em investimentos variados não é garantia de que o investidor não sofrerá danos informacionais. Isso porque não há como “compensar” danos informacionais pela aquisição por preço distorcido de valores mobiliários da companhia “A” com

¹⁴⁶⁸ MARCIUKAITYTE, Dalia; SZEWCZYK, Samuel H.; UZUN, Hatice; VARMA, Raj. “Governance and Performance Changes after Accusations of Corporate Fraud”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 62, No. 3, Maio-Junho/2006, pp. 32-41.

¹⁴⁶⁹ COX, James D. “Making Securities Fraud Class Actions Virtuous”, *Arizona Law Review*, vol. 39, 1997, pp. 510-511.

benefícios pela venda por preço distorcido de valores mobiliários da companhia “B”. Se os ganhos e perdas não decorrem do mesmo ilícito, não há fundamento jurídico para desconsiderar dano informacional do investidor. Ainda que essa conclusão esteja equivocada, não há dados precisos para afirmar se os investidores diversificados de fato têm a mesma probabilidade de se beneficiar e se prejudicar com as falhas informacionais, tampouco há clareza de que nível de diversificação de investimentos tornaria o acionista “imune” aos danos informacionais. Em razão disso, depois da correção do preço com a descoberta da falha informacional, o prejuízo da compra daquelas ações por preço distorcido não “se perde no mercado”. Pelo contrário, a descoberta da falha informacional e correção do preço de mercado do valor mobiliário concretiza o dano informacional. Em suma, nem a diversificação de investimentos, nem a revenda das ações por preço superior após a correção do preço distorcido pela falha informacional podem impedir a ocorrência do dano informacional.

Em quarto lugar, critica-se, nos Estados Unidos, que mesmo os valores das indenizações sendo altos, a indenização efetivamente não beneficia a classe de acionistas requerentes, pois os custos da ação excedem os benefícios econômicos auferidos com a ação. Primeiramente, porque de 25% a 30% da indenização é revertido para o pagamento dos honorários dos advogados dos requerentes. Ademais, entre 5% e 10% do valor da indenização são utilizados para pagar as custas do processo, nas quais se incluem, por exemplo, taxas judiciais, honorários de *experts*, despesas de viagem e acompanhamento do processo. Não bastasse isso, os acionistas da companhia aberta ainda arcarão, indiretamente, com os custos processuais e com os honorários dos advogados de defesa da companhia. Na conta dos custos indiretos aos acionistas da companhia, devem-se incluir, também, custos com seguros para diretores e membros do conselho de administração. São custos que podem ser elevados, diante do aumento do risco associado à companhia¹⁴⁷⁰⁻¹⁴⁷¹.

Além disso, a descoberta da falha informacional e o ajuizamento de ações indenizatórias, ou mesmo de investigações, na seara administrativa contra a companhia e seus administradores podem provocar danos reputacionais à companhia¹⁴⁷². Estudo desenvolvido por Jonathan M.

¹⁴⁷⁰ COFFEE JUNIOR, John C. *Entrepreneurial Litigation*. Cambridge: Harvard University Press, 2015, p. 142.

¹⁴⁷¹ A respeito dos altos custos impostos pelas *class actions*, refere-se os seguintes estudos realizados nos Estados Unidos: (i) Commission on the Regulation of Capital Markets in the 21st Century, U.S. Chamber of Commerce, “Report and Recommendations”, Março/2007, pp. 28-29; (ii) U.S. Chamber Institute for Legal Reform. “Risk and Reward: The Securities Class Action Lottery”, 25 de fevereiro de 2019.

¹⁴⁷² COFFEE JUNIOR, John C. *Entrepreneurial Litigation*. Cambridge: Harvard University Press, 2015, p. 144; BAI, Lynn, COX; James D.; THOMAS, Randall S. “Lying and getting caught: an empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 158, Junho/2010, n. 7, p. 1913.

Karpoff, D. Scott Lee e Gerald S. Martin¹⁴⁷³ – no qual foram analisadas 585 companhias abertas sancionadas nas esferas civil, administrativa e penal pela SEC entre 1978 e 2002, por falhas na divulgação de informações financeiras – demonstrou que a média da sanção por companhia foi de vultuosos US\$ 23.500.000,00. Ao mesmo tempo, porém, os danos reputacionais sofridos por essas companhias foram em média 7,5 vezes o montante da sanção da SEC. Os autores do estudo consideraram como danos reputacionais a perda esperada no valor presente dos fluxos de caixa futuros, em razão de menores vendas e de maiores custos para contratação e para financiamento. Segundo os dados analisados, em média, as empresas perdem, quando é descoberta a falha informacional, 38% de seus valores de mercado. Para Karpoff *et al*, 24,5% dessas perdas refletiriam a correção do preço de mercado, após a descoberta das informações financeiras corretas da companhia; já 8,8% da queda refletiria a expectativa de penalidades legais, incluindo multas da SEC e do Departamento de Justiça (DOJ), bem como acordos de ações coletivas de valores mobiliários. Ao final, os autores sustentam que 66,6% da queda do preço seria devida ao dano reputacional¹⁴⁷⁴.

Diferentemente dos Estados Unidos¹⁴⁷⁵, no direito brasileiro, embora inicialmente cada parte arque com os seus próprios custos e despesas, ao final, o vencido deve, como regra, ressarcir o vencedor pelas despesas processuais por ele incorridas, incluindo também honorários advocatícios. Além disso, os advogados não escolhem o percentual dos seus honorários sucumbenciais, os quais não costumam alcançar o elevado patamar de 30%, tal como se verifica nas *securities class actions*. Ainda que, nos Estados Unidos, os custos diretos, indiretos e incidentais do processo possam não ser idênticos àqueles existentes no Brasil, é inegável que as ações indenizatórias contra a companhia envolvem custos elevados. Esse é o motivo pelo qual podem ser economicamente inviáveis as ações individuais de responsabilidade civil de investidores contra a companhia. Em determinados casos, apenas as ações coletivas podem tornar o litígio economicamente vantajoso aos investidores¹⁴⁷⁶. Mesmo assim, os custos processuais podem indiretamente reduzir a

¹⁴⁷³ KARPOFF, Jonathan M.; LEE, D. Scott; MARTIN, Gerald S. “The Cost to Firms of Cooking the Books”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43, n. 3, 2008, pp. 581-611.

¹⁴⁷⁴ KARPOFF, Jonathan M.; LEE, D. Scott; MARTIN, Gerald S. “The Cost to Firms of Cooking the Books”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43, n. 3, 2008, p. 582.

¹⁴⁷⁵ Nos Estados Unidos, como regra, o vencido não ressarcir o vencedor dos custos como honorários advocatícios, cf. LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. *Fundamentals of Securities Regulation*. Vol. 2. 7. Ed. New York: Wolters Kluwer, 2018, p. 2058.

¹⁴⁷⁶ PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Enforcement e tutela indenizatória no direito societário e no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 121.

indenização dos autores que ainda permanecerem acionistas, seguindo a mesma lógica acima analisada da circularidade. Ressaltamos, uma vez mais, porém, que – a depender da participação do acionista no capital social, da reação do mercado à descoberta da falha informacional e do ajuizamento de medidas sancionatórias e indenizatórias contra a companhia – o efeito da circularidade pode ser bastante reduzido. Em razão disso, a nosso ver, a circularidade não é um argumento que impeça o atendimento da função compensatória pela responsabilidade civil por falha informacional contra a companhia.

Em relação à *função dissuasória*, há três principais motivos para questionar que esta seja atendida pela responsabilidade civil por falha informacional das companhias abertas por danos causados aos investidores.

Em primeiro lugar, o baixo risco de a falha informacional ser descoberta e de a companhia ou seus administradores serem responsabilizados, reduz, naturalmente, o efeito dissuasório da demanda indenizatória¹⁴⁷⁷. Essa fragilidade é particularmente aplicável ao cenário brasileiro, onde praticamente inexistem casos de condenação judicial da companhia ou de seus administradores ao pagamento de indenização a investidores por falhas informacionais.

Ao contrário do que pode parecer à primeira vista, é, em verdade, baixo o risco de a companhia aberta brasileira ser responsabilizada por danos causados a investidores por falhas informacionais. A começar porque, com base no regime geral de responsabilidade civil, a prova do nexos causal entre falha informacional e dano dos investidores é altamente complexa e onerosa aos investidores. Em raros casos, será possível comprovar, com grau mínimo de certeza, a existência tanto do dano, como do nexos causal. Não bastasse essa dificuldade comprobatória, os instrumentos processuais coletivos apresentam diversos empecilhos práticos à sua utilização, tornando custosa a iniciativa de buscar a condenação da companhia ao pagamento de indenização aos investidores. Isso significa que a responsabilidade civil no regime legal vigente dificilmente gerará efeitos dissuasórios de novas falhas informacionais às companhias abertas.

Em segundo lugar, há quem defenda que a imputação do dever de indenizar à companhia, e não aos administradores, impede que a responsabilidade civil gere efeitos dissuasórios. Como não poderia ser diferente, os investidores buscam, primariamente, sua indenização junto à

¹⁴⁷⁷ ALEXANDER, Janet Cooper. “Rethinking damages in securities class actions”, Stanford Law Review, vol. 48, n. 6, jul/1996, pp. 1495-1496.

companhia aberta, que tem maior capacidade financeira de adimplir a elevada magnitude da condenação (“*deep-pocketed defendant*”)¹⁴⁷⁸. Graças a essa superioridade, os administradores, que levaram a companhia a realizar a falha informacional, quase nunca contribuem para o pagamento das indenizações aos investidores¹⁴⁷⁹. Para alguns autores, não imputar a responsabilidade civil aos administradores retiraria o risco financeiro destes quanto ao ilícito e, portanto, enfraqueceria ou impediria o atendimento da função dissuasória da responsabilidade civil, tão cara ao direito norte-americano¹⁴⁸⁰.

É claro que a companhia poderia ajuizar ação de regresso contra os administradores. No entanto, inúmeros fatores impedem ou dificultam o ressarcimento da companhia pelo administrador¹⁴⁸¹, a começar pelo fato de que, dificilmente, o administrador terá patrimônio suficiente para compensar, na medida da indenização paga aos investidores, a companhia. Além disso, mesmo quando os administradores são responsabilizados – seja pelos investidores seja pela companhia –, em determinados casos, será possível utilizar o seguro de responsabilidade civil de administradores. Assim, como regra, o administrador teria risco baixo de ser diretamente responsabilizado pelas falhas informacionais, ao menos no direito norte-americano.

No direito brasileiro, a prevenção de novos ilícitos por meio da responsabilidade civil por falhas informacionais se revela como ainda mais fragilizada pela proteção assegurada aos administradores, prevista nos arts. 134, §3º, 159, 286 e 287, II, “b”, “2” da Lei n. 6.404/76. Em outras palavras, a aprovação das contas dos administradores pela assembleia geral ordinária exonera o administrador de responsabilidade civil frente à companhia. Nesses casos, a

¹⁴⁷⁸ COFFEE JUNIOR, John C. “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, *Columbia Law Review*, Vol. 106, n. 7, 2006, pp. 1549-1552.

¹⁴⁷⁹ COFFEE JUNIOR, John C. “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, *Columbia Law Review*, Vol. 106, n. 7, 2006, pp. 1547-1559; ZINGALES, Luigi, “The Future of Securities Regulation”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 47, n. 2, maio/2009, p. 413.

¹⁴⁸⁰ ALEXANDER, Janet Cooper. “Rethinking damages in securities class actions”, *Stanford Law Review*, vol. 48, n. 6, jul/1996, pp. 1498-1499; LANGEVOORT, Donald C. “Capping damages for open-market securities fraud”, *Arizona Law Review*, vol. 38, 1996, pp. 653-662; COFFEE JUNIOR, John C. “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, *Columbia Law Review*, Vol. 106, n. 7, 2006, pp. 1547-1559; BRATTON, William W.; WACHTER, Michael L., “The Political Economy of Fraud on the Market”, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 160, 2011, p. 107; NOTE – Congress, the Supreme Court, and the rise of securities-fraud class actions, *Harvard Law Review*, vol. 132, 2019, p. 1082.

¹⁴⁸¹ Nos Estados Unidos vem sendo observado aumento dos casos em que é ajuizada ação social de responsabilidade civil contra administradores após a celebração de acordo com ação coletiva de reponsabilidade civil da companhia por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários. No ano de 2020, 55% dos casos em que foi celebrado acordo entre companhia aberta e investidores, foi ajuizada *derivative suit*, cf. BULAN, Laarni T.; SIMMONS, Laura E. “Securities Class Action Settlements: 2020 Review and Analysis”, *Cornerstone Research*, 2021, p. 10.

responsabilização do administrador somente poderia ocorrer depois de anulada a deliberação social de aprovação das contas¹⁴⁸², cujo prazo decadencial é de dois anos, a contar da publicação da ata da assembleia geral ordinária. Em razão desses impedimentos legais, é possível que dentro do prazo prescricional de três anos para ajuizamento da ação indenizatória contra o administrador, não tenha sido anulada a deliberação social de aprovação das contas¹⁴⁸³⁻¹⁴⁸⁴. Complexidade adicional do sistema brasileiro decorre do fato de a companhia não ter legitimidade ativa para ajuizar ação de anulação da própria deliberação social, dependendo, portanto, da iniciativa dos acionistas¹⁴⁸⁵.

Ainda assim, alguns estudos contradizem o entendimento de que a responsabilidade civil da companhia aberta por falhas informacionais não ocasionaria efeito dissuasório de novos ilícitos. A esse respeito, estudo empírico realizado em 2010 por Lynn Bai, por James Cox e por Randall Thomas¹⁴⁸⁶ demonstrou que companhias abertas norte-americanas acusadas de falha informacional não sofreram nenhuma alteração negativa nas respectivas oportunidades de negócios, como decorrência da *class action* e da celebração de acordo. Contudo, foi observado que, após a celebração do acordo, as companhias sofreram com problemas de liquidez. Embora persista a incerteza sobre a conexão precisa entre, de um lado, os acordos e, de outro, dificuldades financeiras, não há dúvida de que as companhias, réis em *securities class actions*, experimentam riscos estatisticamente maiores de dificuldades financeiras do que seus pares. Já que os ônus do envolvimento nesses litígios contribuem para que a companhia sofra pressão pelo risco de desvalorização do preço dos seus valores mobiliários, os autores concluíram que esses litígios deveriam ser direcionados aos administradores que cometeram as falhas informacionais¹⁴⁸⁷.

¹⁴⁸² A deliberação social também pode ser atacada pela invalidação dos votos necessários para a deliberação majoritária ou pela anulação da própria assembleia, cf. ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 266-267.

¹⁴⁸³ ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 282.

¹⁴⁸⁴ O STJ já reconheceu que o prazo prescricional trienal da ação de responsabilidade civil contra o administrador somente começa a correr na data do trânsito em julgado da decisão que determina a anulação da deliberação social de aprovação das contas dos administradores, cf. STJ, REsp 257.573/DF, Rel. Min. Waldemar Zveiter, Rel. p/ Acórdão Min. Ari Pargendler, Terceira Turma, julgado em 08/05/2001.

¹⁴⁸⁵ VIO, Daniel de Avila; SASSERON, Adriano Helena. “Contas, *quitus* e responsabilidade dos administradores”. (in) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. Pereira (coord.). Processo Societário IV. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 228-229.

¹⁴⁸⁶ BAI, Lynn, COX, James D.; THOMAS, Randall S. “Lying and getting caught: an empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 158, Junho/2010, n. 7, pp. 1892-1895.

¹⁴⁸⁷ BAI, Lynn, COX, James D.; THOMAS, Randall S. “Lying and getting caught: an empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 158, Junho/2010, n. 7, pp. 1913-1914.

O estudo de Dalia Marciukaityte, de Samuel H. Szewczyk, de Hatice Uzun, e de Raj Varma¹⁴⁸⁸, já referido acima, realizado com companhias abertas condenadas por falhas informacionais e outras violações relacionadas nos Estados Unidos, entre 1978 e 2001, indicou que as companhias analisadas não teriam sofrido “custos de reputação”. No entanto, ao ver dos autores, o resultado do estudo pode decorrer de melhorias nos instrumentos de controle interno da administração, com a indicação de membros de conselho de administração independentes e fiscalização por meio de comitês independentes. Assim, uma possível conclusão do estudo seria de que há – ao menos – algum efeito dissuasório decorrente das *securities class actions*, considerando que a descoberta da falha informacional leva as companhias a revisar e a aprimorar tanto a fiscalização, como o controle dos atos dos administradores.

Outro estudo realizado por Jonathan M. Karpoff, por D. Scott Leeb e por Gerald S. Martin¹⁴⁸⁹ demonstrou que os administradores sofrem efeitos negativos ainda que não arquem com o pagamento da indenização aos investidores. No estudo, os autores verificaram que 93% dos administradores identificados como responsáveis por falhas informacionais de companhias abertas, sancionadas pela SEC e DOJ entre 1978 e 2006, perderam o emprego, após a responsabilização da companhia. Além disso, a probabilidade de o administrador ser demitido aumenta, conforme o aumento dos custos incorridos em decorrência das suas condutas e da qualidade da governança da companhia. Isso significa que os administradores também sofrem restrições financeiras – ainda que indiretamente – por meio do sistema de *enforcement*. Esse entendimento coloca em xeque a conclusão de que não há efeito dissuasório nas *securities class actions*, pois, ainda que os administradores não paguem a indenização dos investidores, os administradores também sofrem “sanções”. Esse resultado é confirmado por estudos posteriores. Nestes, demonstrou-se que o resultado da *securities class action* é um indicador da ocorrência de mudanças na governança da companhia, tais como a substituição de membros do conselho de administração¹⁴⁹⁰, a substituição

¹⁴⁸⁸ MARCIUKAITYTE, Dalia; SZEWCZYK, Samuel H.; UZUN, Hatice; VARMA, Raj. “Governance and Performance Changes after Accusations of Corporate Fraud”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 62, No. 3, Maio-Junho/2006, pp. 32-41.

¹⁴⁸⁹ KARPOFF, Jonathan M.; LEE, D. Scott; MARTIN, Gerald S. “The consequences to managers for financial misrepresentation”, *Journal of Financial Economics*, vol. 88, 2008, pp. 193–215.

¹⁴⁹⁰ BAUM, Christopher F.; BOHNC, James G.; CHAKRABORTY, Atreya. “Securities fraud and corporate board turnover: New evidence from lawsuit outcomes”, *International Review of Law and Economics*, vol. 48, 2016, pp. 14–25; CHENG, C.S. Agnes; HUANG, Henry He; LI, Yinghua; LOBO, Gerald. “Institutional monitoring through shareholder litigation”, *Journal of Financial Economics*, vol. 95, 2010, pp. 356–383; BROCHET, Francois; SRINIVASAN, Suraj. “Accountability of independent directors: Evidence from firms Subject to securities litigation”, *Journal of Financial Economics*, vol. 111, 2014, pp. 430–449.

de diretores e a redução de remuneração de administradores¹⁴⁹¹. Além disso, foi observado que essas companhias estão mais sujeitas a *takeovers* “disciplinadores”¹⁴⁹².

O efeito dissuasório da responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários é, também reconhecido pela Suprema Corte dos Estados Unidos¹⁴⁹³. No caso *Dura v. Broudo*¹⁴⁹⁴, a corte afirmou que as *securities class actions* mantêm a confiança do público investidor no mercado e, por isso, impediriam a ocorrência de novos ilícitos. A afirmação do julgando demonstra que não é de se afastar completamente o efeito dissuasório do *enforcement* privado direcionado apenas contra as companhias abertas.

A nosso ver, não devemos importar acriticamente nem o modelo da *securities class action*, nem as críticas da doutrina norte-americana a esse modelo para defender, ou rejeitar, a imputação às companhias do dever de indenizar investidores, como não raro vem ocorrendo entre nós¹⁴⁹⁵.

Parece-nos prematuro afirmar que a imputação do dever de indenizar às companhias abertas impediria qualquer efeito dissuasório de novas falhas informacionais, haja vista o controvertido debate existente nos Estados Unidos. Por um lado, o fato de os acionistas serem indiretamente prejudicados pela atuação ilícita dos administradores pode, inclusive, servir para incentivá-los a fiscalizar a gestão social, a substituir os administradores faltosos e a aprimorar os mecanismos de fiscalização e de controle dos administradores.

Há que se ponderar, por outro lado, a prevalência de companhias abertas com capital concentrado no Brasil, em oposição ao cenário encontrado nos Estados Unidos. A existência de controlador definido pode ensejar duas consequências diametralmente opostas. Se o controlador não tiver qualquer envolvimento com as práticas ilícitas, haverá mais incentivo, para que a responsabilização da companhia provoque efeitos dissuasórios de novos ilícitos, tais como a

¹⁴⁹¹ HUMPHERY-JENNER, Mark L. “Internal and external discipline following securities class actions”, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 21, 2012, pp. 151–179.

¹⁴⁹² HUMPHERY-JENNER, Mark L. “Internal and external discipline following securities class actions”, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 21, 2012, pp. 151–179.

¹⁴⁹³ KANTROW, Jacob M. “*Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*: Not Really a Loss Causation Case”, *Louisiana Law Review*, Vol. 67, n. 1, 2006, p. 262.

¹⁴⁹⁴ *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* (544 U.S. 336), 125 S. Ct. 1627 (2005).

¹⁴⁹⁵ GIDI, Antonio. “A representação adequada nas ações coletivas brasileiras: uma proposta”, *Revista de Processo*, vol. 108, out-dez/2002, pp. 65-70; CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. *A securities Class Action Estadunidense*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, pp. 160-181; WARDE, Walfrido; VALIM, Rafael. *Abutres ingênuos e a ameaça de destruição da grande companhia*. São Paulo: Contracorrente, 2021, pp. 97-133 (utilizando a crítica da doutrina norte-americana às *securities class actions* para sustentar que as companhias abertas não devem responder por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários).

substituição dos administradores ou mesmo a responsabilização destes pelos danos causados à companhia. Se, porém, o controlador souber dos ilícitos cometidos pelos administradores – seja por tê-los instruído a realizar aqueles atos, seja por ter sido conivente com a atuação ilícita –, poderá ocorrer que a responsabilização da companhia não surta nenhum efeito dissuasório, exceto, eventualmente, a melhora nos controles internos a fim de evitar novos dispêndios financeiros.

Em terceiro lugar, por fim, segundo alguns, a imputação do dever de indenizar à companhia colocaria em risco a preservação da empresa¹⁴⁹⁶. Sob essa perspectiva, a companhia seria vítima frente aos ilícitos cometidos por seus administradores – é por isso que esses autores são contra a responsabilização da companhia perante os acionistas. Houve quem tenha defendido, inclusive, que o modelo norte-americano de responsabilidade civil da companhia por falhas informacionais no mercado secundário “*destruiria a formação do capital*” ou ainda que “*as companhias iriam arriscar menos com receio de responderem por falhas informacionais*”¹⁴⁹⁷. Isso, ainda assim, não levou à exoneração de responsabilidade da companhia pelas falhas informacionais, nem nos Estados Unidos, nem na maior parte dos sistemas jurídicos conhecidos¹⁴⁹⁸.

Como já sustentamos até aqui, a nosso ver, a companhia aberta responde por atos tanto lícitos quanto ilícitos realizados por seus administradores nos limites das atribuições e poderes dos funcionais. Em razão dessa responsabilidade, não se pode concordar com o argumento de que a demanda de acionistas contra a companhia seria inconstitucional, que afrontaria à função social da propriedade ou mesmo que colocaria em risco a preservação da empresa. Até mesmo porque a

¹⁴⁹⁶ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Vol. 3. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 216; WARDE, Walfrido; VALIM, Rafael. Abutres ingênuos e a ameaça de destruição da grande companhia. São Paulo: Contracorrente, 2021, pp. 61-94, em especial 71-72.

¹⁴⁹⁷ Trata-se de afirmações feitas por empresários no âmbito da discussão legislativa nos Estados Unidos que culminou com a Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA) de 1995, as quais foram diretamente contestadas por Joel Seligman à época, cf. SELIGMAN, Joel. “The merits do matter”, Harvard Law Review, vol. 108, 1994, pp. 439 e ss.

¹⁴⁹⁸ Em obras coletivas, onde foram analisados os regimes jurídicos de responsabilidade civil por falhas informacionais no mercado de capitais de mais de 29 países, apenas a África do Sul teria afastado a imputação de responsabilidade civil por falhas informacionais no mercado secundário às companhias abertas. Em todos esses países, inclusive na África do Sul, as companhias abertas responderiam por falhas informacionais em ofertas públicas de emissão de valores mobiliários, cf. GELTER, Martin. “Global Securities Litigation and Enforcement”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), Global Securities Litigation and Enforcement. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, p. 57; DELPORT, Piet. “South Africa: Investor Protection”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), Global Securities Litigation and Enforcement. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, p. 801; HOPT, Klaus; VOIGT, Hans-Christoph, “Grundsatz- und Reformprobleme der Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung”. (in) HOPT, Klaus; VOIGT, Hans-Christoph (org.). Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung. Tübingen: Mohr Siebeck, 2005, pp. 113-114.

própria Lei n. 6.404/76 prevê, expressamente, a possibilidade de acionistas ajuizarem ações contra a companhia.

Ademais, o fato de a companhia ser vítima dos ilícitos cometidos pelos administradores nos limites das suas funções não afasta a imputação daqueles atos à companhia. É justamente para isso que o sistema de responsabilidade civil dos administradores, previsto nos arts. 158 e 159 da Lei n. 6.404/76, foi concebido. Não bastasse essa dificuldade, nem sempre a falha informacional esconderá ilícitos que lesaram o patrimônio social. Não raro, os ilícitos cometidos pelos administradores beneficiam diretamente a companhia. A nosso ver, a ocorrência de dano social não impede o dano direto do acionista, tampouco obsta que a indenização do acionista atenda à função compensatória. Não nos parece, portanto, que esses argumentos sejam convincentes para colocar em xeque seja a função compensatória, seja a ocorrência de efeitos dissuasórios pela responsabilização civil da companhia aberta por falhas informacionais.

Com base nas críticas ora apresentadas, proporemos potenciais soluções para os problemas encontrados no sistema jurídico vigente. Entendemos que as proposições abaixo são o ponto de partida para o debate necessário, e urgente, que deve surgir no Brasil, a fim de que se aprimore o sistema de tutela do investidor.

7.2. Proposições

7.2.1. Regime especial de responsabilidade civil

A primeira reação à apresentação da análise crítica sobre os pressupostos e sobre os efeitos da responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários pode levar ao entendimento de que a responsabilidade civil não contribui para o sistema de tutela do investidor. A complexidade da prova do nexo causal e do dano, as dificuldades práticas das ações coletivas e as limitações da função compensatória são elementos que fazem questionar a conveniência de se instituir, *de lege ferenda*, um regime especial de responsabilidade civil para lidar com as falhas informacionais no mercado de valores mobiliários.

Na seção anterior, porém, buscou-se relativizar – se é que não afastar – a força das críticas à responsabilidade civil por falhas informacionais. Mas, mesmo que assim não o fosse, fato é que, já são uma realidade, no Brasil, as ações de responsabilidade civil, individuais ou coletivas, em trâmite no judiciário ou em câmaras de arbitragem, promovidas por investidores contra companhias abertas e administradores por danos sofridos por falhas informacionais.

Além disso, a interpretação ora proposta, neste estudo, quanto ao modo de aplicar o regime geral de responsabilidade civil para as falhas informacionais no mercado de valores mobiliários indica que o nexo de causalidade é filtro excessivamente rigoroso, que impedirá a responsabilização das companhias abertas e dos administradores na maior parte dos casos. Ocorre que os pressupostos da responsabilidade civil, no Brasil, vêm, paulatinamente, sendo, cada vez, mais flexibilizados para tutelar “novos danos”¹⁴⁹⁹. Não há, portanto, segurança jurídica de que o nexo de causalidade continuará sendo considerado, no Brasil, como verdadeiro filtro da responsabilidade civil por falha informacional por juízes e por árbitros.

Instituir lei especial de responsabilidade civil por falha informacional nos parece a construção do primeiro pilar da segurança jurídica na matéria. A lei especial poderá delimitar, claramente, os riscos em que a companhia aberta e os administradores incorrerão quando cometerem falhas informacionais, ao mesmo tempo que assegurará aos investidores clareza quanto aos pressupostos da respectiva pretensão indenizatória.

A responsabilidade civil especial, porém, deve abarcar apenas a responsabilidade por falha informacional na oferta pública de emissão de novos valores mobiliários. A restrição da proposta apenas às falhas informacionais em ofertas públicas de emissão de valores mobiliários toma em consideração decorre de duas constatações. Em primeiro lugar, há maior gravidade na falha informacional no mercado primário em relação à gravidade da falha informacional no mercado secundário. Em segundo lugar, há, ainda, no direito brasileiro, a relativa novidade do tema. Explica-se.

Com relação à gravidade da falha informacional, é preciso considerar que, durante a oferta pública, há relevante esforço de colocação, empreendido pela companhia e pelos intermediários da oferta, para convencer o investidor sobre a oportunidade de investimento. Nesse contexto, há maior

¹⁴⁹⁹ Vide a respeito SCHREIBER, Anderson. Novos paradigmas da responsabilidade civil. 6. Ed. São Paulo: Atlas, 2015, pp. 9-119.

esforço para que o conjunto de informações que justificam o preço da oferta seja disseminado para efetivamente persuadir potenciais investidores a aportar recursos na captação feita pela companhia. Em razão disso, a falha informacional potencialmente pode vir a *enganar* mais investidores do que uma informação periódica ou eventual¹⁵⁰⁰. Mesmo os investidores não profissionais, que não se informam sobre as informações contínuas divulgadas pela companhia, no âmbito da oferta pública de emissão de valores mobiliários, estarão mais propensos a serem ludibriados pela falha informacional, em razão dos esforços de colocação. Além disso, a medida do dano do investidor que subscreveu os novos valores mobiliários por preço inflacionado é a magnitude do ganho da companhia com o ilícito. Ainda que essa circunstância não diferencie o dano informacional no mercado primário daquele no mercado secundário, fato é que a falha informacional da companhia se torna mais reprovável na oferta pública de emissão de valores mobiliários do que nas informações contínuas divulgadas pela companhia. Ainda, observadas as exigências legais e regulamentares, na oferta pública, é a própria companhia que determina o preço da subscrição.

Com relação à novidade do tema no direito brasileiro, deve-se tomar em consideração que faz poucos anos que o assunto vem sendo encontrado nos tribunais brasileiros¹⁵⁰¹. Trata-se de matéria complexa que vem ensejando, em ordenamentos jurídicos estrangeiros, há anos ou décadas debates doutrinários¹⁵⁰² e jurisprudenciais¹⁵⁰³ (Inglaterra, na Itália, na França e em Portugal há mais de três décadas), bem como reformas legislativas para regulação em leis especiais, da responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários em leis especiais¹⁵⁰⁴. Portanto, no direito brasileiro, ainda estamos em estágio inicial de compreensão sobre o tema.

¹⁵⁰⁰ Vide a respeito ANGELICI, Carlo. “Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità”, *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obligazioni*, Anno CVIII (2010), Parte I, p. 33.

¹⁵⁰¹ PRADO, Viviane Muller. “Os desafios para o ressarcimento dos investidores”. (in) WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). *A responsabilidade civil da empresa perante os investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 367-427.

¹⁵⁰² Na Itália, na França e em Portugal debate-se na doutrina o tema da responsabilidade civil por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários há décadas, vide a esse respeito: CONAC, Pierre. “France: The Compensation of Investors’ Losses for Misrepresentation on Financial Markets”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (org.). *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, pp. 332-334; FERRARINI, Guido. *La responsabilità da prospetto*. Milano: Giuffrè, 1986, pp. 35 e ss.; FERRER CORREIA, A. *et al.* *A privatização da sociedade financeira portuguesa*. Lisboa: Lex, 1995.

¹⁵⁰³ *Derry v Peek* [1889] UKHL 1 (01 July 1889).

¹⁵⁰⁴ Na Alemanha a responsabilidade civil por falhas informacionais no prospecto de oferta pública de emissão de valores mobiliários existe desde a *Börsegesetz* de 22 de junho de 1896. Sobre o contexto histórico na época, vide ASSMANN, Heinz-Dieter. *Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht*. Köln: Carl Heymanns Verlag, 1985,

É ilustrativo do distanciamento entre, de um lado, o direito brasileiro e, de outro, o debate estrangeiro sobre a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários o comentário feito por Paulo Fernandes de Sá, em 1973:

“Acionistas brasileiros não estão habituados a ingressar em juízo para lutar por responsabilidade civil nos casos de falta de revelações de informações pelos diretores, e irão procurar lucros em algum outro lugar com ou sem maior revelação dos negócios da empresa. Além do mais, **a idéia de responsabilidade civil por insuficiência de informação é praticamente desconhecida no país e as cortes não estão familiarizadas com esta espécie de problema, não estão preparadas para aceitar este novo papel de artigo já ‘congelado’ ou ‘cristalizado’ pela doutrina e jurisprudência.** Naturalmente, se esta idéia mais simples não foi ainda aceita e disseminada não podemos nem falar de responsabilidade civil por improbidade ou liberalidade excessiva ou por uso de informação interna em função do cargo. Claras e efetivas regras acerca da responsabilidade civil de diretores – nos casos de informações insuficientes ou tendenciosas deveriam ser criadas a fim de garantir os direitos dos investidores. Assim, a mais pertinente crítica da lei brasileira de mercado de capitais é a da falta de responsabilidade civil dos diretores por inadequada ou insuficiente informação ao acionista”¹⁵⁰⁵ (grifo nosso).

Desde 1973, muito mudou. Amplo e detalhado sistema de deveres de informar foram criados às companhias abertas e aos seus administradores. O volume de negócios na bolsa de valores mobiliários aumentou. O número de investidores no Brasil cresceu significativamente, assim como o número de companhias abertas¹⁵⁰⁶. O perfil do investidor também se alterou, com o amplo acesso a informações pela internet. No entanto, não seria exagero afirmar que a ideia de “responsabilidade civil por falha informacional” continua sendo desconhecida no país, de modo que juízes e árbitros ainda não estão familiarizados com esse tipo de litúgio. Assim, não seria o momento adequado para pensar em lei especial para a responsabilidade civil por falha na divulgação de informações periódicas ou eventuais – de maior complexidade técnica¹⁵⁰⁷, mas apenas por falha informacional na oferta pública de emissão de valores mobiliários.

pp. 60-63. Nos Estados Unidos, desde 1934, há normas especiais para lidar com falhas informacionais no contexto de ofertas públicas de emissão de valores mobiliários (vide Sections 11 e 12 do Securities Exchange Act de 1934).

¹⁵⁰⁵ SÁ, Paulo Fernandes de. “A regulamentação brasileira do Mercado de Capitais e um plano para um Fundo de Investimento”. (in) SÁ, Paulo Fernandes de; MELLO, Celso D. A. Intervenção do Estado no Domínio Econômico. Rio de Janeiro: Editora Rio, 1973, pp. 23-24.

¹⁵⁰⁶ Para análise da evolução histórica do mercado de capitais brasileiro, vide, por todos, MUNHOZ, Eduardo Secchi. Aquisição de controle na sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2013, pp. 17-70.

¹⁵⁰⁷ A responsabilidade civil por falha informacional no mercado secundário envolve outras variáveis de alta complexidade para regular em lei especial, tais como o modo de determinação do dano informacional dos investidores

A lei especial de responsabilidade civil ora proposta estaria centrada em quatro grandes eixos: (i) o dano informacional, (ii) o ônus da prova, (iii) as partes do litígio e (iv) fator de imputação.

O dano deve ser definido como a diferença entre o preço da oferta (preço real) e o preço pelo qual deveria ter sido ofertado o valor mobiliário, se não tivesse ocorrido a falha informacional (preço hipotético).

A lei poderá estabelecer presunção relativa de que o preço hipotético é o preço dos valores mobiliários estabelecido na oferta descontado da queda atribuída à falha informacional do preço de mercado dos valores mobiliários na data da descoberta da falha informacional. Diante dessa presunção relativa de causalidade, o autor da demanda indenizatória terá o ônus da prova de comprovar (i) a data da descoberta da falha informacional; e (ii) a parcela da queda do preço atribuída à descoberta da falha informacional. O réu, a sua vez, terá o ônus da prova de comprovar que (i) não ocorreu na data indicada pelo autor a descoberta da falha informacional; (ii) a informação não foi relevante para a precificação da oferta; e (iii) a queda do preço de mercado dos valores mobiliários foi causada, total ou parcialmente, por outra circunstância. Caso não seja possível ao autor demonstrar a data da descoberta da falha informacional, nem a parcela da queda do preço atribuída à descoberta da falha informacional, o autor terá o ônus da prova de demonstrar que a informação não divulgada corretamente era relevante e foi considerada na determinação do preço da oferta. Nesse caso, o *standard* de prova deve ser mais alto, haja vista que o autor não pode comprovar a correção do preço de mercado quando da descoberta da falha informacional.

A lei deve, ainda, estabelecer ainda critérios para determinação dos sujeitos ativo e passivo da relação de reparação. Em relação aos sujeitos passivos, a lei especial deve determinar que são responsáveis pela falha informacional: (i) a companhia aberta; (ii) todos os administradores da companhia que atestarem a veracidade das informações contidas no prospecto¹⁵⁰⁸; e (iii) eventuais outros administradores que tenham colaborado com a falha informacional. Diante disso, seria cabível prever ainda que os responsáveis pela falha informacional poderiam se exonerar de

que adquirem e vendem durante longos períodos relevantes, o risco imensurável à companhia pela dificuldade de prever a medida da indenização global, haja vista a dificuldade de estimar os danos globais.

¹⁵⁰⁸ Cf. item 2 do Anexo III da Instrução CVM 400/03.

responsabilidade, se comprovarem que não tinha conhecimento da inexatidão ou incompletude das informações no prospecto e que a ignorância não era devida a negligência grave.

Os lesados pela falha informacional devem ser somente aqueles que adquiriram valores mobiliários da companhia durante a oferta pública de emissão de novos valores mobiliários. Considerando a possibilidade de os investidores subscreverem os valores mobiliários ofertados e os revenderem no mercado secundário, a lei deve determinar que somente estariam sujeitas ao regime especial de responsabilidade as aquisições de valores mobiliários da companhia entre o anúncio do início da distribuição e o anúncio do encerramento da distribuição. A lei poderia ainda prever que os responsáveis podem afastar a pretensão indenizatória dos lesados se demonstrarem que os lesados estavam cientes da inexatidão ou incompletude das informações divulgadas.

Por fim, considerando as flexibilizações propostas quanto às presunções relativas e ônus da prova do dano e do nexo de causalidade, entendemos que seja necessário enrijecer outro filtro da responsabilidade civil: o fator de imputação do ilícito. Assim, a lei especial deveria, ainda, prever que não basta culpa leve para a responsabilidade civil por falha informacional no mercado primário. Seria preciso comprovar culpa grave ou dolo.

Instituir regime especial de responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários não basta, se não for aprimorado o processo coletivo para os investidores demandarem a tutela indenizatória.

7.2.2. Aprimoramentos dos instrumentos processuais

A tutela indenizatória dos investidores por danos causados por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários pode ser feita por demandas tanto individuais quanto coletivas. Apresentamos, no item 7.1.2., análise crítica ao sistema processual vigente aplicável, na qual sustentamos que as ações civis públicas regidas pela Lei n. 7.913/89 e as arbitragens multipartes e coletivas possuem características inadequadas à finalidade da tutela de interesses individuais homogêneos dos investidores.

Com base nessa constatação, apresentaremos *cinco aprimoramentos* a serem considerados, em eventuais reformas legislativas ou regulamentares no sistema de ações coletivas para tutela de interesses individuais homogêneos dos investidores¹⁵⁰⁹.

O *primeiro aprimoramento* proposto é quanto à legitimação ativa da ação coletiva. A ação coletiva de responsabilidade civil por falha informacional é tecnicamente complexa e financeiramente custosa. É preciso estabelecer critério qualitativo de legitimação ativa, com base na capacidade técnica e financeira do legitimado ativo de defender os interesses comuns do grupo de investidores lesados. Não apenas o Ministério Público e a CVM devem ser partes legítimas para iniciar a ação coletiva em defesa dos investidores, mas também qualquer investidor ou associação de investidores que demonstrem ter instrumentos para mais bem representar a coletividade de lesados. Assim, a proposta seria ampliar a legitimação ativa também para todo e qualquer investidor lesado, além das associações¹⁵¹⁰.

Nesse aspecto, parece-nos útil recorrer ao modelo norte-americano, segundo o qual o ajuizamento de *securities class action* por um investidor enseja a notificação a todos os investidores da companhia, para que, dentro de determinado prazo, estes apresentem, se quiserem, pedido para serem o autor líder. O julgador deverá decidir qual dos interessados assumirá a condução da demanda, inclusive para os fins de escolher seus advogados e negociar os honorários. O critério de representação adequada instituído pela *Private Securities Litigation Reform Act* de 1995 é o do investidor com maior interesse financeiro na demanda. O intuito seria estimular investidores institucionais – *i.e.*, fundos de pensão, fundos de investimento e *hedge funds* – a assumirem a condução da demanda, pois teriam maior poder de barganha, tanto na negociação, quanto na fiscalização da atuação dos advogados¹⁵¹¹.

¹⁵⁰⁹ Não cabe no propósito deste estudo indicar se deveriam ou não ser regulamentadas pelo direito brasileiro as arbitragens coletivas para resolução de litígios societários, em especial, envolvendo interesses individuais homogêneos de investidores. O cabimento e adequação da arbitragem para resolução desse tipo de litígio é matéria de elevada complexidade que extrapolaria o objeto deste trabalho. As propostas em matéria processual restringem-se a cinco pontos nevrálgicos do processo coletivo, sem os quais, a nosso ver, a tutela coletiva dos investidores ficará prejudicada.

¹⁵¹⁰ No mesmo sentido, vide GRINOVER, Ada Pellegrini. “Relatório Geral – Civil Law”. (in) GRINOVER, Ada Pellegrini *et al.* Os processos coletivos nos países de civil law e common law. 2. Ed. São Paulo: RT, 2011, pp. 234-236; MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Influência do patrimonialismo na sociedade anônima - Importância dos mecanismos privados de efetivação dos devedores do acionista controlador e dos administradores”, (in) VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. (Org.). Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 147.

¹⁵¹¹ CHOI, Stephen; FISCH, Jill E.; PRITCHARD, A. C. "Do Institutions Matter? The Impact of the Lead Plaintiff Provision of the Private Securities Litigation Reform Act", Washington University Law Quarterly, vol. 83, 2005, pp. 869-870.

A nossa proposta seria a de fornecer incentivos econômicos ao legitimado ativo, a fim de assegurar maior controle e fiscalização por parte do autor da ação coletiva quanto à atuação dos advogados, buscando evitar os abusos existentes nas *securities class actions*. A escolha pelo juiz do representante da classe deveria, assim, seguir dois critérios (i) maior interesse financeiro na demanda e (ii) maior capacidade financeira. A capacidade financeira poderia ser satisfeita mediante a participação de terceiro financiador (“*third party funding*”). Assim, a lei deveria ampliar o rol de legitimados ativos para abarcar também quaisquer investidor ou associação, mas, ao mesmo tempo, a lei deveria estabelecer procedimento prévio à citação, para assim determinar qual interessado em liderar a ação coletiva atenderia aos critérios de representação adequada previstos em lei.

O *segundo aprimoramento* é quanto ao método de condenação e de liquidação da sentença. Ações coletivas em que se defendam interesses individuais homogêneos, pela própria natureza, demandam sentença genérica¹⁵¹². A quantificação do dano individual de cada investidor por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários é complexa. Como visto, é preciso se utilizar de métodos econométricos, para comprovar o nexo causal entre a falha informacional e o sobrepreço dos valores mobiliários. Essa prova é útil para todos os investidores lesados – portanto, será economicamente eficiente utilizar-se da ação coletiva para demonstrar a ocorrência de falha informacional que distorceu o preço dos valores mobiliários, o qual, por sua vez, em determinada data veio a ser corrigido pela descoberta da falha informacional. Não é útil, tampouco economicamente eficiente, exigir que a sentença da ação coletiva quantifique a indenização global, seja porque esse cálculo é impreciso, seja porque é desnecessário para a tutela individual de cada investidor lesado. A ação coletiva para tutela indenizatória dos investidores deveria seguir método bifurcado de condenação e de liquidação, a exemplo do disposto nos arts. 95 e 97 do Código de Defesa do Consumidor.

Com efeito, após a instrução da ação coletiva, a sentença deveria ser genérica, para, assim, reconhecer a ocorrência da falha informacional e do nexo causal entre a falha informacional e a distorção do preço dos valores mobiliários durante determinado período temporal. A sentença

¹⁵¹² “A generalidade da sentença a ser proferida em ação civil coletiva, em que se defendem direitos individuais homogêneos, decorre da própria impossibilidade prática de se determinar todos os elementos normalmente constantes da norma jurídica em concreto, passível de imediata execução. É que, diante da múltipla titularidade dos direitos individuais defendidos coletivamente e das diversas maneiras e dimensões de como a lesão ao direito pode se apresentar para cada um de seus titulares, afigura-se absolutamente inviável que a sentença coletiva estipule todos os elementos necessários a tornar esse título judicial exequível desde logo”, cf. STJ, REsp 1718535/RS, Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, Terceira Turma, julgado em 27/11/2018.

genérica não condenaria aos responsáveis ao pagamento de indenização. Como visto no segundo, no terceiro e no quarto capítulos, a prova da distorção do preço dos valores mobiliários pela falha informacional não demonstra a ocorrência de dano informacional. O dano informacional depende de dois requisitos a serem comprovados por cada um dos investidores individualmente lesados: (i) realização da subscrição, compra ou venda dos valores mobiliários no período relevante, e (ii) a não realização da revenda ou recompra dos valores mobiliários, no período relevante, enquanto a falha informacional ainda surtia distorcia o preço de mercado¹⁵¹³. Com efeito, com a sentença genérica, cada investidor pode iniciar o próprio procedimento para condenação, para liquidação e para execução da indenização.

O *terceiro aprimoramento* é relativo aos efeitos da coisa julgada da sentença da ação coletiva. Independentemente de a demanda ser resolvida em processo judicial ou arbitral, para que o processo coletivo de defesa dos interesses individuais homogêneos atenda à sua função, é imprescindível que a sentença produza coisa julgada *erga omnes*. Caso a sentença seja genérica, é recomendado seguir o modelo do art. 103, III, do Código de Defesa do Consumidor, para que faça coisa julgada *erga omnes* apenas no caso de procedência do pedido, para beneficiar todos os lesados¹⁵¹⁴. Na hipótese de improcedência, a sentença somente faria coisa julgada frente aos investidores que atuaram no processo coletivo, seja como autor, seja como assistente.

O *quarto aprimoramento* diz respeito aos incentivos econômicos da ação coletiva. Como visto no item 7.1.2., é oneroso e complexo o processo coletivo para tutela da pretensão indenizatória por danos informacionais no mercado de valores mobiliários. O representante da coletividade de lesados somente se arriscará a ajuizar essa demanda, se tiver incentivos econômicos para tanto. O investidor que tem pequena indenização a receber e pouca capacidade financeira não deve conduzir essa demanda. O investidor que tem indenização de maior monta a receber, ainda assim, pode ficar inibido de iniciar o processo coletivo, de maior complexidade, se pode iniciar uma ação individual. Seria recomendado, portanto, prever prêmio ao autor do processo coletivo,

¹⁵¹³ Ressalte-se que a falha informacional pode perder sua influência no preço de mercado dos valores mobiliários durante o período relevante, motivo pelo qual nem sempre a recompra ou revenda dos valores mobiliários no período relevante eliminará o dano informacional do investidor. A esse respeito, vide itens 3.2.1.2.1 e 4.2.

¹⁵¹⁴ No mesmo sentido, vide MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Influência do patrimonialismo na sociedade anônima - Importância dos mecanismos privados de efetivação dos devedores do acionista controlador e dos administradores”, (in) VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. (Org.). Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 147.

em caso de procedência da demanda, a exemplo do art. 246, §2º, da Lei n. 6.404/76¹⁵¹⁵. A nosso ver, porém, o percentual de honorários sucumbenciais, nessas demandas, pode seguir as normas gerais do Código de Processo Civil, a fim de evitar os abusos na utilização de ações coletivas, a exemplo do que ocorre nos Estados Unidos.

Por fim, o *quinto aprimoramento* é quanto à publicidade do processo coletivo. Independentemente de a demanda ser resolvida em processo judicial ou arbitral, é imprescindível que haja ampla publicidade do processo¹⁵¹⁶. A começar pelo fato de que o propósito do processo coletivo é tutelar interesses individuais homogêneos de investidores indeterminados. Assim, somente será possível ao investidor exercer seu direito à liquidação e à execução da condenação, se tiver amplo conhecimento sobre o processo coletivo. Instituída pelo art. 33, XLIII, e Anexo I da Resolução CVM n. 80/22, a comunicação de demandas societárias é insuficiente para atender à necessidade de ampla publicidade do processo coletivo – até mesmo porque essa não é a finalidade da norma regulamentar. Ademais disso, os investidores lesados podem ter interesse em participar do processo como assistentes, a fim de colaborar com a defesa da coletividade de investidores. Isso significa que não cabe confidencialidade na arbitragem, nem sigilo no processo coletivo judicial, como não raro ocorre¹⁵¹⁷.

Em síntese, entendemos que qualquer processo coletivo para tutela dos interesses individuais homogêneos dos investidores à indenização por dano informacional depende de

¹⁵¹⁵ No mesmo sentido, vide MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Influência do patrimonialismo na sociedade anônima - Importância dos mecanismos privados de efetivação dos devedores do acionista controlador e dos administradores”, (in) VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. (Org.). Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 147.

¹⁵¹⁶ “A publicidade da sentença genérica, proferida em ação civil coletiva, apresenta-se de extrema relevância ao propósito de se conferir efetividade à tutela jurisdicional na solução dos conflitos metaindividuais, a permitir que os lesados, cientes de seu direito reconhecido em título judicial, lhe dê concretude. Especialmente nos casos em que há lesão a direitos e interesses individuais homogêneos, não raras vezes a atingir expressivo número de pessoas, sobretudo em razão do estabelecimento de relações jurídicas cada vez mais massificadas de adesão, a ação coletiva revela-se como o meio judicial mais eficaz para promover o estancamento da litigiosidade em estado de latência, inerente a tal situação. Porém, o julgamento, em si, da ação coletiva, para esse propósito (de estancar a litigiosidade latente), revela-se, in totum, inócuo, se a sentença genérica não for seguida de informação idônea e suficiente de seus termos aos interessados, o que evidencia a necessidade de sua divulgação na internet e no sítio eletrônico da entidade demandada pelo prazo de 20 (vinte) dias”, cf. STJ, REsp 1718535/RS, Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, Terceira Turma, julgado em 27/11/2018.

¹⁵¹⁷ A recorrência do segredo de justiça nos processos judiciais ajuizados por investidores contra companhias e administradores por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários foi evidenciada na pesquisa jurisprudencial realizada por Lucas Barros, cf. BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. A responsabilidade das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2021, pp. 275-281, 334-367.

aprimoramentos nas regras sobre legitimação ativa, sobre método de liquidação e de execução da sentença, sobre efeitos da coisa julgada e sobre incentivos econômicos para o representante da coletividade e da publicidade processual.

A tutela indenizatória tem função limitada no sistema de tutela do investidor. Não será a indenização por falha informacional capaz de corrigir abusos e incongruências na gestão social. O sistema de tutela dos investidores contra falhas informacionais no mercado de valores mobiliários depende, ainda, do fortalecimento de outros instrumentos de *enforcement* das normas relativas ao direito societário e ao mercado de valores mobiliários.

7.2.3. Fortalecimento de outros instrumentos de enforcement

A falha informacional é ilícito tanto civil como administrativo. A função da responsabilidade civil é a compensação dos lesados pelo ilícito. A responsabilidade administrativa tem as funções preventiva e punitiva, que não são características da responsabilidade civil. É, portanto, necessário conjugar a imposição das responsabilidades civil e administrativa pelas falhas informacionais cometidas pelas companhias abertas e seus administradores, para que seja conferida melhor tutela ao interesse coletivo dos investidores.

Ademais, falha informacional da companhia aberta pode ocorrer com a omissão por parte de intermediários, de auditores ou mesmo de agências de *rating*, os quais, de forma culposa ou dolosa, deixam de identificar a falha informacional em documentos de divulgação obrigatória pela companhia. Assim, tanto a responsabilidade administrativa como – se cabível – a responsabilidade civil contra *gatekeepers* pelo descumprimento dos seus deveres legais próprios deve ocorrer em conjunto, para melhor funcionamento do sistema de *enforcement* tanto público como privado.

A falha informacional pode, ainda, ser meio de esconder a ocorrência de outros ilícitos na gestão social, os quais podem lesar, diretamente, o patrimônio da própria companhia. Nessa seara também, cabe a imposição das responsabilidades administrativa e civil.

Para fortalecimento da imputação de responsabilidade administrativa por falhas informacionais e outros ilícitos ocultados pelas falhas informacionais, é preciso aumentar o orçamento anual da CVM e, principalmente, a autonomia desta em relação à União Federal, no

recebimento e no controle desse orçamento. Nos termos do art. 7, da Lei n. 6.385/76, a CVM tem como fonte de custeio dotações das reservas monetárias que lhe forem atribuídas pelo Conselho Monetário Nacional, decorrentes (i) do recolhimento de IOF, (ii) das dotações que lhe forem consignadas no orçamento federal, (iii) das receitas provenientes da prestação de serviços pela CVM, observada a tabela aprovada pelo CMN, (iv) da renda de bens patrimoniais e receitas eventuais, bem como (v) das receitas de taxas decorrentes do exercício de seu poder de polícia, nos termos da Lei n. 6.385/76. Além disso, a Lei n. 7.940/89 instituiu a taxa de fiscalização do mercado de valores mobiliários que deve ser paga anualmente, por ocasião do registro como emissor de valores mobiliários e do registro de oferta pública de valores mobiliários. Recentemente, inclusive, a referida lei foi alterada pela Lei n. 14.317/22, para ampliar o rol de obrigados ao pagamento de taxa de fiscalização da CVM. Ocorre que todas as fontes de custeio das despesas da CVM são direcionadas ao Tesouro Nacional, e não diretamente à CVM. Em razão desse direcionamento, os recursos necessários para fiscalização, para sancionamento e para regulamentação do mercado de valores mobiliários brasileiros depende da alocação orçamentária dos recursos à CVM. Embora, desde a Instrução CVM 607/19, a CVM venha sancionando os participantes do mercado com multas cada vez mais altas¹⁵¹⁸, o orçamento anual da CVM em si vem diminuindo¹⁵¹⁹.

As deficiências de recursos e, conseqüentemente, de fiscalização e de sancionamento da CVM não podem ser supridas pela responsabilidade civil. É à responsabilidade administrativa que cabe as funções dissuasória e punitiva. Sem recursos suficientes para fiscalizar os participantes do mercado, evidentemente que são prejudicadas – e muito – as funções dissuasória e punitiva das falhas informacionais e dos ilícitos cometidos por administradores e por controladores das companhias abertas – os quais, muitas vezes, são ocultados pelas falhas informacionais. Sem a devida fiscalização e sancionamento pela autarquia, mais fácil será cometer falhas informacionais e outros ilícitos no mercado de valores mobiliários sem qualquer consequência jurídica.

Por fim, devem ser aprimorados, ainda, os instrumentos para tutela indenizatória da companhia por danos sociais causados por administradores e acionistas controladores para fortalecer o sistema de tutela dos investidores no direito brasileiro. Sob essa perspectiva sistêmica,

¹⁵¹⁸ SCHINCARIOL, Juliana. “Multas aplicadas pela CVM em 2019 somam mais de R\$ 1 bi”, Valor Pro, 12 de março de 2020.

¹⁵¹⁹ RANGEL, Alexandre Costa. “Opinião: o problema orçamentário da CVM tem solução. É preciso vontade política”, Brazil Journal, 26 de janeiro de 2022; BÔAS, Bruno Villas. “Com risco à ‘manutenção das atividades’, CVM pede recomposição do orçamento”, Estadão, 27 de março de 2022.

pode-se dizer que a fiscalização das condutas dos administradores e dos acionistas controladores pelos acionistas não controladores é também meio de prevenir falhas informacionais.

Ocorre que os ilícitos cometidos na gestão social costumam ser de difícil descoberta pelos acionistas. As regras processuais não preveem critérios de representação adequada na determinação dos legitimados ativos das ações sociais de responsabilidade contra administradores e controladores. Os custos das ações sociais devem ser arcados pelo substituto processual, o que pode dificultar ações meritórias. Além disso, a regra sobre exoneração de responsabilidade dos administradores pela aprovação anual das contas em assembleia geral ordinária impõe barreiras – muitas vezes, inadequadas – à tutela da companhia. Ainda, os acionistas não controladores – que figuram como substitutos processuais nas ações sociais – têm mais dificuldades para produzir provas que demonstrem a ocorrência dos ilícitos dos administradores. Maior dificuldade ainda é provar a ocorrência de abuso do poder de controle e do nexo de causalidade entre o abuso do poder de controle e danos sofridos pela companhia. A complexidade e a amplitude tanto dos aspectos de direito material, como dos de direito processual, sobre a responsabilidade de administradores e controladores por danos causados à companhia exigem estudo próprio. O objeto desta tese não nos permite, portanto, aprofundar críticas e propostas de aprimoramentos ao atual regime legal das ações sociais previsto nos arts. 159 e 246 da Lei n. 6.404/76.

Basta apenas ressaltar que o sistema de tutela dos investidores no mercado de valores mobiliários não estaria completo sem mecanismos privados de fiscalização e responsabilização dos administradores e controladores por danos causados à companhia. A nosso ver, como vem sendo apontado pela doutrina brasileira¹⁵²⁰, o regime vigente das ações sociais de responsabilidade civil contra administradores e contra acionistas controladores também merecem aprimoramentos.

¹⁵²⁰ OCDE, “Private enforcement of shareholder rights: A comparison of selected jurisdictions and policy alternatives for Brazil”, 2020; BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. “Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador movida por Acionista Titular de Menos de 5% do Capital Social (art, 246, §1º, ‘b’ da Lei 6.404/76)”. (in) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. Pereira (coord.). Processo Societário II. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 249-303; MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Influência do patrimonialismo na sociedade anônima - Importância dos mecanismos privados de efetivação dos devedores do acionista controlador e dos administradores”, (in) VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. (Org.). Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 146.

CONCLUSÃO

I. Teses defendidas

Ao longo deste trabalho, foram apresentadas as seguintes conclusões:

Capítulo 1 – Configuração dos deveres de informar e de indenizar no mercado de valores mobiliários

1. A informação é um dos pilares do mercado de valores mobiliários. É somente com base em informações mínimas sobre a companhia aberta que os investidores têm condições de decidir como alocar seus recursos excedentes e como avaliar as companhias abertas e seus valores mobiliários.
2. A alta complexidade do mecanismo de formação de preços no mercado de valores mobiliários está comprovada por décadas de estudos econômicos e jurídicos sobre o tema. Em razão disso, não há relação direta, nem automática e tampouco necessária, entre, de um lado, a variação dos preços nos mercados de valores mobiliários e, de outro, a divulgação de determinada informação.
3. A responsabilidade civil por falha informacional, no mercado de valores mobiliários, é consequência do descumprimento do dever de informar. A fonte desse dever de informar é o regime obrigatório de divulgação ampla e completa de informações (“*full disclosure*”), aplicável às companhias abertas (art. 21, Lei n. 6.385/76) e às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários (art. 19, Lei n. 6.385/76).
4. Configura-se como extracontratual a responsabilidade civil por descumprimento tanto de deveres de informar na oferta pública de emissão de novos valores mobiliários, como de deveres de divulgar informações periódicas e eventuais. A extracontratualidade explica-se porque, em ambos os casos, a fonte do dever de indenizar é o descumprimento de dever *ex vis legis*. Já que inexistente responsabilidade especial para tratar dos danos causados por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários, a fonte do dever de indenizar são os arts. 186 e 927 do Código Civil.
5. Os deveres de informar da companhia aberta no mercado de valores mobiliários podem ser classificados em: (i) deveres de informar exigidos em decorrência do registro como emissora de

valores mobiliários; e (ii) deveres de informar em decorrência do registro de oferta pública de emissão de novos valores mobiliários.

6. A depender do tipo de dever de informar, há tempo e modos específicos de como a companhia e os administradores devem cumpri-lo. Em comum, os deveres de informar no mercado de valores mobiliários exigem que a informação seja verdadeira, completa, consistente e suficiente e que a própria informação permita aos investidores tomada de decisão fundamentada e avaliação precisa dos valores mobiliários.

7. Ademais, as normas de regulação da informação no mercado de valores mobiliários atribuem à companhia e a determinados administradores ou órgãos sociais da companhia deveres específicos de informar. Os deveres de informar imputados aos administradores são instrumentais ao cumprimento dos deveres de informar imputados, por sua vez, à companhia aberta em decorrência do registro como emissora de valores mobiliários e em decorrência, também, quando aplicável, da oferta pública de emissão de valores mobiliários.

8. Para que o ilícito seja potencialmente a causa de dano indenizável, é preciso que a informação mal divulgada ou omitida seja desconhecida até aquele momento e que, ainda, seja relevante para a tomada de decisão dos investidores e para a precificação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta.

9. Quando a informação exigida pela regulação é nova e materialmente relevante para a avaliação dos valores mobiliários e para a tomada de decisão pelos investidores, tanto a omissão da informação quanto a falsidade da informação são igualmente qualificadas como “falhas informacionais”.

10. A falha informacional ocorre quando a informação era exigível da companhia aberta e dos administradores, mas não foi divulgada, conforme preceituado pela regulação da informação no mercado de valores mobiliários. Embora a falha informacional seja instantânea, seus efeitos perduram até que seja descoberta a informação omitida ou a informação verdadeira, que não havia sido divulgada no tempo e no modo devidos. O período entre a falha informacional e a sua descoberta é denominado como “período relevante”, pois é o interregno durante o qual danos informacionais aos investidores podem ser causados.

Capítulo 2 – Dano informacional

11. A responsabilidade civil pela falha informacional visa a reparar os danos decorrentes da lesão de dois interesses individuais dos investidores tutelados pelo regime informacional obrigatório: a tomada de decisão informada e a proteção do patrimônio investido, por meio da higidez do processo de formação dos preços.

12. Neste estudo, foi proposta distinção classificativa binária dos danos em consideração ao interesse tutelado em cada caso. Na primeira classificação, estão agrupadas as hipóteses em que a indenização visa a reestabelecer ao lesado a situação em que estaria, se a falha informacional não tivesse afetado sua decisão individual de investimento. Na segunda classificação, de outro modo, foram incluídas apenas as hipóteses em que a indenização visa a restabelecer a situação patrimonial do investidor, se a falha informacional não tivesse ocasionado a distorção do preço do negócio jurídico.

13. Os danos decorrentes da interferência da falha informacional na decisão do investidor poderiam ser, *potencialmente*, de dois tipos: (i) danos residuais, em caso de anulação da subscrição de novos valores mobiliários em oferta pública por dolo informacional; e (ii) danos pela perda de uma chance.

14. Defendemos que, no direito brasileiro, inexistente pretensão à indenização rescisória. Em caso de anulação da subscrição de novos valores mobiliários por dolo principal, caberia o desfazimento de subscrição de valores mobiliários, com a restituição dos valores mobiliários e do preço. Nessa hipótese, a pretensão indenizatória poderia abranger apenas os danos emergentes e lucros cessantes residuais causados aos investidores pela subscrição inválida de valores mobiliários.

15. Ademais, neste estudo, sustentamos que a falha informacional não causa aos investidores a perda de uma chance. A conclusão apresentada está fundamentada em três argumentos: (i) em primeiro lugar, não há como compatibilizar as noções de “chance” e de “processo aleatório” com o conceito de “processo decisório”, que seja dependente exclusivamente da vontade do próprio investidor; (ii) em segundo lugar, ainda que superado o primeiro fundamento, a potencialidade de o investidor investir seus recursos em investimento alternativo não configura chance séria, real e concreta; e, (iii) em terceiro lugar, não há meios de demonstrar a probabilidade de o investidor utilizar-se da chance ou, ainda, de a chance levar o investidor a resultado favorável.

16. O dano decorrente da distorção do preço dos valores mobiliários foi denominado, neste estudo, como “dano informacional”. O dano informacional consiste na diminuição do patrimônio

do investidor causada pela subscrição, pela compra ou pela venda de valores mobiliários, com base em preço distorcido por falha informacional.

17. O dano informacional, portanto, não tem relação com o dano patrimonial sofrido pela companhia aberta em razão de atuação ilícita dos administradores. Conseqüentemente, o dano informacional é direto. Por isso, o dano informacional não deve ser confundido com os danos indiretos não indenizáveis pela mera oscilação do preço dos valores mobiliários, ocasionada, por sua vez, pela variação do patrimônio da companhia

18. A certeza do dano informacional depende de, ao menos, dois requisitos básicos: (i) a realização de compra, de venda ou de subscrição de valores mobiliários, dentro de determinado período temporal, por preço diverso do que se teria formado, caso não tivesse ocorrido a falha informacional; e (ii) a efetiva correção do preço de mercado dos valores mobiliários quando for descoberta a falha informacional.

19. Os danos residuais dependem da prova de todos os requisitos para a anulação da subscrição por dolo. Portanto, além da prova sobre a relevância da informação para a precificação dos valores mobiliários, será preciso demonstrar que o investidor confiou na informação e que por esta foi enganado. Para serem certos, os danos decorrentes da distorção no preço dos valores mobiliários dependem da difícil prova de que o preço da subscrição, da compra ou da venda teria sido outro, se não fosse a falha informacional. Essa prova também deve demonstrar que, ao ser descoberta a informação, o preço foi corrigido.

Capítulo 3 – Nexos de causalidade

20. O nexo de causalidade exerce duas principais funções: imputar o dever de indenizar a determinado sujeito e medir o dano. O nexo de causalidade, porém, não deve ser compreendido como a causa de um efeito sob perspectiva naturalista, mas sob perspectiva jurídico-normativa.

21. Embora haja certa confusão terminológica em relação às diversas teorias do nexo de causalidade, no direito brasileiro, prevalece o entendimento segundo o qual o nexo de causalidade depende da comprovação da adequação e da necessidade da causa para ocorrência do dano. Não basta identificar o que normalmente causaria determinado evento lesivo. É preciso identificar, no caso concreto, elementos de convencimento suficientes que demonstrem que, naquele caso, determinado evento foi a causa necessária ao dano.

22. O fenômeno da multiplicidade de causas do dano informacional pode ocorrer quando mais de uma falha informacional ocorre durante interregno de tempo no qual os investidores adquiriram ou venderam valores mobiliários por preço distorcido.

23. A existência de multiplicidade de informações externas à companhia que influenciam o preço dos valores mobiliários não é equiparável à multiplicidade de ilícitos, potenciais causas do dano informacional. É preciso estabelecer relação de causalidade entre o descumprimento de dever de informar e a formação do preço, em contexto no qual não uma informação, mas múltiplas informações necessariamente fazem parte desse processo.

24. A prova do nexos de causalidade não consiste em prova de ato, nem de fato, jurídicos. O nexos causal não é evento empírico, que se possa observar e comprovar, de forma direta, tal como o próprio ilícito e as perdas patrimoniais. O nexos de causalidade é “modelo mental”, motivo pelo qual este se prova de forma inferencial. Assim, é preciso partir de uma premissa geral, a qual pode ser obtida de uma lei científica ou máxima da experiência, para confirmá-la no caso concreto. Sem a prova do nexos causal específico no caso concreto, porém, não há prova da causalidade necessária ao surgimento do dever de indenizar.

25. O objeto da prova da causalidade por omissão informativa deverá ser a relevância da informação omitida para a precificação dos valores mobiliários quando a informação era devida. É preciso demonstrar, portanto – sob o pressuposto de que todo o resto se manteve igual (“*ceteris paribus*”) – que, se a companhia tivesse divulgado informação relevante exigida na data da falha informacional, o preço dos valores mobiliários teria sido diverso. Assim, caso a informação omitida tivesse sido divulgada – e todo o resto tivesse se mantido igual –, a causalidade entre a omissão e o dano sofrido estaria comprovada, se demonstrado que o preço dos valores mobiliários teria sido superior, ou inferior, ao preço na data da falha informacional.

26. A prova do nexos de causalidade entre a falha informacional e os danos em decorrência da anulação da subscrição de valores mobiliários deve demonstrar a relação entre, de um lado, eventuais perdas patrimoniais sofridas pelo investidor e, de outro, a anulação da subscrição por dolo, sejam as perdas patrimoniais danos emergentes, sejam lucros cessantes.

27. A prova do nexos de causalidade entre a falha informacional e o dano informacional depende de estudos econométricos que demonstrem que, na data da descoberta da falha informacional, houve uma variação anormal na cotação dos valores mobiliários atribuída apenas a informações específicas da companhia.

28. Com base na excepcionalidade da variação da cotação dos valores mobiliários, seria possível avaliar o grau de probabilidade da veracidade da alegação de que a falha informacional distorceu o preço dos valores mobiliários. A probabilidade a ser avaliada pelo julgador, em cada caso concreto, deve ser a probabilidade lógica, e não a probabilidade quantitativa – ou seja, deve ser aquela que visa a estabelecer conexão lógica entre as provas produzidas e as alegações de fato. Assim, a precisão dos estudos econométricos indicará, por inferência lógica, o grau de confirmação da alegação de causalidade entre falha informacional e dano.

29. O grau de probabilidade lógica exigido para a comprovação do nexo causal, na responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários deve ser inferior àquele que ultrapassa qualquer dúvida razoável (“*beyond reasonable doubt*”), mas deve ser, também, superior à probabilidade preponderante, ao menos aquela meramente matemática.

Capítulo 4 – O *quantum* indenizatório

30. Os danos residuais correspondem aos danos emergentes e aos lucros cessantes causados pela anulação da subscrição de valores mobiliários em oferta pública. Os danos emergentes consistem em despesas desembolsadas e inutilizadas em decorrência da anulação da subscrição. Os lucros cessantes dependem da prova, com base em juízo de probabilidade lógica, de que, dentro do curso normal das coisas e em vista das circunstâncias do caso concreto, o investidor teria utilizado os recursos aportados em outro negócio jurídico, ou em tipo de investimento. Com efeito, os lucros cessantes devem ser calculados com base no método comparativo próprio de danos patrimoniais. Assim, os lucros cessantes podem ser calculados pela diferença entre o que o lesado ganharia, com os recursos investidos no negócio jurídico viciado, e o que ganharia, com seus recursos disponíveis, mas sem o negócio jurídico viciado.

31. Os danos informacionais devem ser calculados com base no método comparativo próprio de danos patrimoniais. Assim, os danos informacionais podem ser calculados pela diferença entre, de um lado, o preço (distorcido) pago ou recebido e, de outro, o preço hipotético que deveria se ter formado, caso a falha informacional não tivesse ocorrido. A determinação do preço hipotético depende da precisão de estudos econométricos, que devem indicar a variação anormal atribuída exclusivamente a informações específicas da companhia, na data da descoberta da falha informacional.

32. Se o investidor comprou e vendeu os valores mobiliários da companhia entre a falha informacional e a descoberta desta, o investidor pode não ter sofrido danos, pois foi prejudicado e beneficiado pela mesma distorção do preço daquele valor mobiliário.

33. A indenização do dano informacional busca colocar o investidor na posição em que estaria sem a falha informacional, mas mantendo a subscrição, a compra, ou a venda, de valores mobiliários. Dessa forma, a medida da indenização será o montante que o investidor pagou a mais, ou recebeu a menos, pelos valores mobiliários, o que não teria ocorrido, se o preço não tivesse sido distorcido pela falha informacional. Qualquer variação no preço dos valores mobiliários posterior à correção do preço pela descoberta da falha informacional não afeta, portanto, a medida da indenização devida ao investidor.

Capítulo 5 – Os sujeitos ativo e passivo da relação de indenização

34. Os sujeitos passivos da relação de indenização são a companhia aberta e os administradores. À companhia aberta são imputados os ilícitos realizados, dentro das atribuições e dos poderes, pelos administradores. Dessa forma, quando ocorre descumprimento dos deveres de informar impostos pelo regime informacional obrigatório, a companhia e os administradores que descumpriram deveres próprios são responsáveis pelo dever de indenizar.

35. Haverá solidariedade passiva entre os responsáveis pela falha informacionais, pois todos os responsáveis atuaram para a ocorrência do evento danoso. Se internamente, na organização interna da companhia, múltiplos ilícitos podem ter sido realizados por distintos administradores, externamente, há apenas uma divulgação pública de informação falsa ou omissão de informação devida.

36. Os sujeitos ativos da relação de reparação são os investidores que adquiriram, ou venderam, valores mobiliários no período de duração da falha informacional e que não venderam ou recompraram os mesmos valores mobiliários, antes da descoberta da falha informacional. O que enseja a pretensão indenizatória é a compra, ou a venda, por preço distorcido – e, posteriormente, corrigido – de valores mobiliários em ambiente regulado, cuja fiabilidade depende das informações obrigatórias exigidas da companhia emissora.

37. Assim, tanto acionistas, quanto titulares de outros valores mobiliários têm pretensão indenizatória de mesma natureza contra a companhia aberta e contra seus administradores. O que muda é a ocorrência e a medida do dano, a depender das circunstâncias fáticas do caso.

Capítulo 6 – Tutela dos interesses dos investidores e paradoxo da responsabilidade civil

38. O sistema jurídico de tutela dos interesses dos investidores é composto por diversos mecanismos *ex ante* e *ex post* de tutela da informação no mercado de valores mobiliários.

39. Os mecanismos de tutela *ex ante* da informação das companhias abertas podem ser instrumentos úteis para prevenir a ocorrência de ilícitos, em especial do ilícito da falha informacional. Na prática, porém, o que se nota é que boa parte desses mecanismos é pouco utilizada, fragilizando o efeito dissuasório oriundo da fiscalização. Ademais, a rapidez com que a informação afeta os preços no mercado de valores mobiliários é circunstância fática que pode, muitas vezes, tornar os mecanismos de tutela *ex ante* pouco efetivos.

40. Quando a falha informacional já ocorreu, o sistema jurídico prevê distintos mecanismos *ex post* de conferir efetividade às normas sobre direito societário e sobre mercado de valores mobiliários que tenham sido descumpridas. A responsabilidade civil é apenas uma dessas formas.

41. A responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários por danos individuais deve atender à função compensatória. A indenização não deve tomar em conta, portanto, finalidade punitiva, nem dissuasória de novos ilícitos, ainda que o dano sofrido pelo investidor seja inferior aos benefícios auferidos pelo infrator, com a prática do ilícito.

42. A indenização não deve ter nenhuma correspondência com benefícios indevidos auferidos pelo responsável pelo ilícito.

43. O efeito dissuasório não é uma *função* do instituto da responsabilidade civil, mas pode ser uma *consequência* da efetividade do sistema de cumprimento forçado das normas sobre o direito societário e sobre mercado de valores mobiliários. Isso porque, ao menos em tese, quanto mais fácil for aos investidores descobrir falhas informacionais e exercer seu direito à indenização, maior será o desincentivo à falha informacional.

Capítulo 7 – Análise crítica e proposições

44. O regime geral de responsabilidade civil é insuficiente para promover efetiva tutela indenizatória aos investidores lesados por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários.

45. A aplicação do regime geral de responsabilidade civil aos danos sofridos por investidores, em razão de falhas informacionais no mercado de valores mobiliários, pode levar a *dois cenários indesejáveis*. O primeiro deles seria restringir – por meio da aplicação técnica e rigorosa do regime geral de responsabilidade civil – a concessão da tutela indenizatória a pouquíssimos investidores, e em excepcionalíssimos casos. O segundo deles, ainda mais indesejável, seria a completa insegurança jurídica, caso a prova dos pressupostos da responsabilidade civil seja “flexibilizada” pelo julgador, para fazer justiça no caso concreto.

46. Os instrumentos processuais – *i.e.*, ação individual, ação civil pública regida pela Lei n. 7.913/89, arbitragem individual, arbitragem multipartes e arbitragem coletiva – não são satisfatórios para promover a tutela indenizatória dos investidores lesados por falhas informacionais.

47. As ações individuais podem não ser economicamente viáveis, já que o dano individual do investidor pode ser reduzido em comparação com os custos processuais.

48. O modelo de ação civil pública, previsto na Lei n. 7.913/89, merece críticas em, ao menos, três aspectos: (i) a quem foi conferida a legitimação ativa; (ii) o modelo de sentença condenatória por valor global da indenização; e (iii) a ausência de incentivos econômicos ao substituto processual.

49. Embora a arbitragem seja aclamada pela especialidade e pela agilidade na resolução de litígios societários, as demandas indenizatórias para tutela de investidores por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários enfrentam, ao menos, cinco desafios para efetividade: (i) arbitrabilidade objetiva, (ii) arbitrabilidade subjetiva, (iii) confidencialidade, (iv) procedimento próprio para arbitragens multipartes e coletivas e (v) regras de indicação de árbitro e dever de revelação.

50. Com base no regime geral de responsabilidade civil e nos instrumentos processuais para tutela indenizatória dos investidores, constata-se que a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários não consegue cumprir a função compensatória e tampouco colaborar para a efetividade do regime jurídico brasileiro de tutela dos investidores.

51. Diante da análise crítica apresentada sobre a responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários brasileiro, concluímos que são necessários, *de lege ferenda*, (i) a previsão de lei especial de responsabilidade civil por falha informacional em ofertas públicas de emissão de valores mobiliários, (ii) a realização de reformas na Lei n. 7.913/89 e (iii) a realização

reformas nas Leis n. 6.404/76 e 6.385/76, a fim de aprimorar as ações sociais de responsabilidade civil contra administradores e sociedades controladoras, bem como para garantir que as fontes de custeio das despesas da CVM sejam direcionadas diretamente à própria CVM.

II. Considerações finais

O propósito deste estudo foi apresentar análise crítica sobre os pressupostos e efeitos da responsabilidade civil por falha na divulgação de informações de companhia aberta no mercado de valores mobiliários. Para tanto, foi apresentado o sistema jurídico vigente de responsabilidade civil aplicado às falhas informacionais no mercado de valores mobiliários. Além disso, foi sugerida interpretação ao sistema jurídico vigente, a partir das particularidades do ilícito falha informacional no mercado de valores mobiliários. Ao final, foram apresentadas críticas aos sistemas de direito processual e de direito material, bem como propostas reformas legislativas, a fim de possibilitar o atendimento da função compensatória pela responsabilidade civil.

No Brasil – destoando de diversos países estrangeiros, cujos ordenamentos foram analisados neste estudo –, apenas recentemente surgiram casos em que investidores pleiteavam indenização contra companhias abertas e contra administradores por danos causados por falhas informacionais. No entanto, não há, no sistema jurídico brasileiro, tratamento legal específico para tratar sobre os aspectos de direito material da responsabilidade civil por falha informacional no mercado de valores mobiliários.

O presente estudo defende a necessidade de instituição de lei especial para tratar da responsabilidade civil por falhas informacionais nas ofertas públicas de emissão de novos valores mobiliários. É preciso determinar, em lei, o conceito do “dano informacional”, bem como dividir a imputação do ônus da prova entre autor e réu, levando em consideração as particularidades das falhas informacionais no mercado de valores mobiliários. Reformas pontuais na legislação processual são também necessárias para aprimorar o sistema de processo coletivo, sem o qual a tutela indenizatória dos investidores se debilitaria. O sistema de tutela dos investidores não abarca apenas a responsabilidade civil, esta, por sua vez, deve atender exclusivamente à função compensatória. Dessa forma, é essencial pensar-se, também, no aprimoramento dos instrumentos de fiscalização e de responsabilização civil e administrativa de administradores e acionistas controladores.

Espera-se que este estudo possa contribuir para o aprimoramento do debate sobre o tema, na prática empresarial, e sobre os litígios, no mercado de valores mobiliários.

BIBLIOGRAFIA

- ABRAMS, Douglas E. "The Scope of Liability Under Section 12 of the Securities Act of 1933: "Participation" and the Pertinent Legislative Materials", *Fordham Urban Law Journal*, vol. XV, 1987, pp. 938-939. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/ulj/vol15/iss4/2>.
- ABRIL, Patricia S.; OLAZABAL, Ann Morales. "The locus of corporate scienter", *Columbia Business Law Review*, Vol. 2006, n. 1, pp. 81-166.
- ACKERMANN, Thomas. *Der Schutz des negative Interesses*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2007.
- ADAMEK, Marcelo Vieira von; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. "Vinculação da sociedade: análise crítica do art. 1.015 do Código Civil", *RDM*, v. 146, 2007, pp. 30-45.
- ADAMEK, Marcelo Vieira von. "Reflexões sobre a liquidação da sentença em arbitragem coletiva no mercado de capitais". (in) MONTEIRO, André Luis *et al.* (coord.). *Arbitragem Coletiva Societária*. São Paulo: RT, 2021, pp. 397-416.
- ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009.
- ADORNO, Theodor W.; HORKHEIMER, Max. *Dialética do esclarecimento: fragmentos filosóficos*. Trad. Guido Antonio de Almeida. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 1985.
- AFFERNI, Giorgio. *Il Quantum del Danno nella Responsabilità Precontrattuale*. Torino: G. Giappichelli, 2008.
- AGUIAR DIAS, José de. *Da responsabilidade civil*. 12. Ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.
- AGUIAR JÚNIOR, Ruy Rosado. "Contratos relacionais, existenciais e de lucro", *Revista Trimestral de direito civil*, ano 11, v. 45, jan/mar 2011, pp. 91-110.
- AHRENS, Hans-Jürgen. *Der Beweis im Zivilprozess*. Köln: Otto Schmidt, 2015.
- ALESSI, Renato. "Responsabilità 'diretta' delle persone giuridiche". (in) *Studi in onore di Giovanni Pacchioni*. Milano: Giuffrè, 1939, pp. 373-406.
- ALEXANDER, Janet Cooper. "The Value of Bad News in Securities Class Actions", *UCLA Law Review*, vol. 41, n. 6, August 1994.
- ALEXANDER, Janet Cooper. "Rethinking damages in securities class actions", *Stanford Law Review*, vol. 48, n. 6, jul/1996, pp. 1487-1537.
- ALLEGRI, Vincenzo. *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*. Milão: Giuffrè, 1979.
- ALMEIDA COSTA, Mário Júlio. *Direito das Obrigações*. 9. Ed. Coimbra: Almedina, 2001.

ALMEIDA, Fabiana Mendonça Martins de. *Disciplina jurídica da companhia aberta: objeto, estrutura e fronteiras*. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2020.

ALMEIDA, Francisco de Paula Lacerda de. *Das Pessoas Jurídicas: Ensaio de uma Theoria*. Rio de Janeiro: Revista dos Tribunais, 1905.

ALMEIDA, Margarida Azevedo de. *A responsabilidade civil por prospecto no Direito dos Valores Mobiliários – O bem jurídico protegido*. Coimbra: Almedina, 2018.

ALVES, Aluisio. “Ações coletivas de investidores contra empresas brasileiras listadas nos EUA devem aumentar”, Reuters, 08 de junho de 2016.

ALVIM, Agostinho. *Da inexecução das obrigações e suas consequências*. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 1972.

AMEC, “Presidente da Amec participa de seminário dos 40 anos da lei das S.A.”. Disponível em: <https://amecbrasil.org.br/presidente-da-amec-participa-de-seminario-dos-40-anos-da-leia-das-s-a-s/>. Acesso em: 14/03/2022.

ANGELICI, Carlo. “Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità”, *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*, Anno CVIII (2010), Parte I, pp. 1-63.

ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. “Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto”. (in) ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros, 2011.

ARAÚJO FILHO, Luiz Paulo da Silva. *Ações coletivas: a tutela jurisdicional dos direitos individuais homogêneos*. Rio de Janeiro: Forense, 2000.

ARENHART, Sérgio Cruz; OSNA, Gustavo. *Curso de Processo Civil Coletivo*. 2. Ed. São Paulo: RT, 2020.

ARLEN, Jennifer H.; CARNEY, William J. “Vicarious liability for fraud on securities markets: theory and evidence”, *University of Illinois Law Review*, vol. 1992, n. 3, pp. 691-734.

ARMSTRONG, D.M. “Going through the Open Door Again: Counterfactual versus Singularist Theories of Causation”. (in) COLLINS, John; HALL, Ned; PAUL, L.A. (coord.). *Causation and Counterfactuals*. Cambridge: MIT, 2004, pp. 445-457.

ASCARELLI, Tullio. *Appunti di Diritto Commerciali*. 3. Ed. Roma: Foro Italiano, 1936.

ASCARELLI, Tullio. “Responsabilidade dos diretores para com os terceiros”. (in) *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 2. Ed. São Paulo: Saraiva, 1969.

ASCARELLI, Tullio. “Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società”. (in) *Saggi di Diritto Commerciale*. Milano: Giuffrè, 1955.

ASQUINI, Alberto. “Perfis da empresa”, trad. Fábio Konder Comparato, RDM n. 104, out-dez/1996, pp. 109-126.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 14. Ed. São Paulo: Atlas, 2019.

ASSMANN, Heinz-Dieter; KUMPAN, Christoph. „§5. Prospekthaftung“, (in) ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHÜTZE, Rolf A.; BUCK-HEEB, Petra (org.). *Handbuch des Kapitalanlagerechts*. 5. Ed. München: C.H. Beck, 2020.

ASSMANN, Heinz-Dieter. *Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht*. Köln: Carl Heymanns Verlag, 1985.

ATIYAH, P.S. *The damages lottery*. Oxford: Hart, 1997.

AZEVEDO, Antonio Junqueira de. “Influência do direito francês sobre o direito brasileiro”, *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*, v. 89, 1994.

AZEVEDO, Antonio Junqueira de. “Responsabilidade pré-contratual no Código de Defesa do Consumidor: estudo comparativo com a responsabilidade pré-contratual no Direito Comum”, *Revista de Direito do Consumidor*, vol. 18/1996, pp. 23 – 31, Abr - Jun/1996.

BAI, Lynn, COX; James D.; THOMAS, Randall S. “Lying and getting caught: an empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 158, Junho/2010, n. 7, pp. 1877-1914.

BAINBRIDGE, Stephen M., “Securities Act Section 12(2) After the Gustafson Debacle”, *The Business Lawyer*, August 1995, Vol. 50, n. 4 (August 1995), pp. 1231-1271.

BAR, Christian von. *The Common European Law of Torts*. Vol. 1. München: C. H. Beck, 1998.

BARBIÈRI, Jean-François. “Note – Infractions d’affaires et action en réparation du prejudice occasionné aux actionnaires minoritaires”, *Bulletin Joly Sociétés*, Jan/2007, n. 1, pp. 119-138.

BARBIÈRI, Jean-François. “Note- Informations mesongères et infractions comptables: droit des minoritaires à réparation du prejudice personnel”, *Bulletin Joly Sociétés*, Jan/2009, n. 1, pp. 143-148.

BARBIÈRI, Jean-François. “Responsabilité de la personne morale ou responsabilité de ses dirigeants – La responsabilité personnelle à la derivate”, (in) *Mélanges en l'honneur de Yves Guyon. Aspects actuels du droit des affaires*. Paris: Dalloz, 2003, pp. 41-57.

BARBOSA, Mafalda Miranda. “Modelos de responsabilidade civil extracontratual”, *Revista dos Tribunais*, vol. 977/2017, Mar/2017, DTR\2017\443, pp. 113 – 174. Disponível em: <https://revistadostribunais.com.br/>. Acesso em: 10/11/2020.

BARBOSA, Marcelo; LYRA, Zoria. “Dever de diligência, razoabilidade e proporcionalidade”. (in) CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel (coord.). *Sociedades anônimas, mercado de capitais e outros estudos: homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano*. Vol. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 123-141.

BARBOSA, Marcelo. “Dever de diligência: forma e conteúdo”. (in) MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik*. Vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 51-64.

BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. *A responsabilidade das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações*. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2021.

BARTH, Marcel. *Schadensberechnung bei Haftung wegen fehlerhafter Kapitalmarktinformation*. Frankfurt: Peter Lang, 2006.

BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. 2. Rio de Janeiro: Forense, 1977.

BAUM, Christopher F.; BOHNC, James G.; CHAKRABORTY, Atreya. “Securities fraud and corporate board turnover: New evidence from lawsuit outcomes”, *International Review of Law and Economics*, vol. 48, 2016, pp. 14–25.

BEBCHUK, Lucian A.; FERRELL, Allen. “Rethinking Basic”, *The Business Lawyer*; Vol. 69, May 2014.

BECKER, Gary S.. “Crime and Punishment: An Economic Approach”, *Journal of Political Economy*, v. 76, 1968, pp. 169-217.

BÉNABENT, Alain. *La chance et le droit*. Paris: LGDJ, 1973.

BENATTI, Francesco. *A responsabilidade pré-contratual*. Trad. Adriano Vera Jardim e Miguel Caeiro. Coimbra: Almedina, 1970.

- BENZAZZO, Paolo. Le ‘pene civile’ nel diritto privato d’impresa. Milano: Giuffrè, 2005.
- BENETTI, Giovana. Dolo no Direito Civil – Uma análise da Omissão de Informações. São Paulo: Quartier Latin, 2019.
- BENTHAM, Jeremy. “Principles of Penal Law”. (in) BOWRING, John (ed.). The Works of Jeremy Bentham. Vol. I. Edinburgh: William Tait, 1843. Disponível em: <https://oll.libertyfund.org/title/bowring-the-works-of-jeremy-bentham-vol-1>. Acesso em: 11/04/2022.
- BETTI, Emilio. Interpretazione della legge e degli atti giuridici. Milano: Giuffrè, 1949.
- BEVILAQUA, Clóvis. Código Civil dos Estados Unidos do Brasil. Vol. 1. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1951.
- BEVILAQUA, Clóvis. Código Civil dos Estados Unidos do Brasil. Vol. 5. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1951.
- BEVILAQUA, Clóvis. Direito das Obrigações. 7. Ed. Rio de Janeiro: Livraria Francisco Alves, 1950.
- BEVILAQUA, Clovis. Em defeza do projecto de Codigo Civil Brasileiro. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1906.
- BGH, “Eigenhaftung des GmbH-Geschäftsführers wegen Nichtbeachtung des verlängerten Eigentumsvorbehalts”, NJW 1990, pp. 976-978.
- BIKHCHANDANI, Sushil; HIRSHLEIFER, Jack; RILEY, John G.. The Analytics of Uncertainty and Information. 2. ed. Nova York: Cambridge University Press, 2013.
- BLACK, Fischer. “Noise”, The Journal of Finance, vol. XLI, n. 3 , Jul/1986, pp. 529-543.
- BLISS, Barbara A.; PARTNOY, Frank; FURCHTGOTT, Michael. “Information bundling and securities litigation”, Journal of Accounting and Economics, vol. 65(1), 2017.
- BÔAS, Bruno Villas. “Com risco à ‘manutenção das atividades’, CVM pede recomposição do orçamento”, Estadão, 27 de março de 2022. Disponível em:
- BOBBIO, Norberto. Teoria dell’ordinamento giuridico. Torino: Giappichelli, 1960.
- BOBBIO, Norberto. Teoria della norma giuridica. Torino: Giappichelli, 1958.
- BONNEAU, Thierry; DRUMMOND, France. Droit des Marchés Financiers. 3. Ed. Paris: Economica, 2002.
- BOOTH, Richard A. “OOPs! The inherent Ambiguity of Out-of-Pocket Damages in Securities Fraud Class Actions”, The Journal of Corporation Law, vol 46, n. 2, 2021, pp. 319-343.

BOOTH, Richard A. “The End of the Securities Fraud Class Action as We Know It”, *Berkeley Business Law Journal*, Vol. 4.1, 2007, pp. 1-36.

BORGES, João Eunápio. *Do Aval*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1975.

BORK, REINHARD. "Zurechnung im Konzern", *Zeitschrift für Unternehmens-und Gesellschaftsrecht*, vol. 23, n. 2, 1994, pp. 237-265.

BOULOC, Bernard, “Comptes infidèles, informations fausses, informations privilégiées et action civile”, *Revue des sociétés*, 2001, pp. 380 e ss.

BOUZAT, Pierre. “Bourse des valeurs. Diffusion de fausses informations, Exploitation illicite d'informations Privilégiées (TGI, Paris (11e Ch.), 20 déc. 1990, Procureur de la République c/ Thérèse Jurado et autres ; Paris, (9e Ch. Section A), 15 janv. 1992, Maurice Girard et autres c/ Ministère public)”, *RTD Com.* 1992 p. 884.

BRANDEIS, Louis D. *Other People’s Money and how the Bankers use it*. New York: Frederick A. Stokes Company, 1932.

BRASIL. Câmara dos Deputados. *Exposição de Motivos n. 358 ao Projeto de Lei n. 1.318/1988*. Dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. Brasília: Câmara dos Deputados, 1988.

BRATTON, William W.; WACHTER, Michael L., "The Political Economy of Fraud on the Market", *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 160, 2011, pp. 69-168.

BRAV, Alon; HEATON, J. B. “Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias”, *Washington University Law Review*, v. 93, n. 2, 2015, pp. 583-614.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. *Principles of corporate finance*. 10 ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, 2010.

BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

BROCHET, Francois; SRINIVASAN, Suraj. “Accountability of independent directors: Evidence from firms Subject to securities litigation”, *Journal of Financial Economics*, vol. 111, 2014, pp. 430–449.

BROMBERG, Nicole Raca. “Arbitragem de classe e tutela coletiva de investidores no âmbito da Lei n. 7.913/89”. (in) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. Pereira (coord.). *Processo Societário IV*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 1047-1090.

BRUEGGER, Esther; DUNBAR, Frederick C. “Estimating Financial Fraud Damages with Response Coefficients”, *The Journal of Corporation Law*, vol. 35, 2009.

BRÜGGEMEIER, Gert. “Organisationshaftung: Deliktsrechtliche Aspekte innerorganisatorischer Funktionsdifferenzierung”, *Archiv für die civilistische Praxis*, 1991, Band 191, Heft 1/2 (1991), pp. 33-68.

BRÜGGEMEIER, Gert. “The Civilian Law of Delict: A comparative and historical analysis”, *European Journal of Comparative Law and Governance*, n. 7, 2020, pp. 339-383.

BRÜGGEMEIER, Gert. *Modernising Civil Liability Law in Europe, China, Brazil and Russia*. Cambridge: Cambridge Press, 2011.

BRUN, Philippe. *Responsabilité civile extracontractuelle*. 3. Ed. Paris: Lexisnexis, 2014.

BRUNETTI, Antonio. *Trattato del Diritto delle Società*. Vol. II. Milano: Giuffrè, 1948.

BRUNO, Sabrina. “La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico”, Working Paper, Novembro/2008. Disponível em: http://static.luiss.it/siti/media/1/20090603-2_%20S%20Bruno%20responsabilit%C3%A0%20da%20prospetto.pdf. Acesso em: 04/08/2020.

BRUNO, Sabrina. *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*. Nápoles: Edizioni Scientifiche Italiane, 2000.

BULAN, Laarni T.; SIMMONS, Laura E. “Securities Class Action Settlements: 2020 Review and Analysis”, Cornerstone Research, 2021.

BULGARELLI, Waldirio. “Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias”, *RDM* n. 50, abril-junho/1983, pp. 75-105.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “Sistema jurídico da companhia”, (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (org.). *Direito das Companhias*. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

BURCH, Elizabeth Chamblee. “Reassessing damages in securities fraud class actions”, *Maryland Law Review*, vol. 66, 2007.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. “Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador movida por Acionista Titular de Menos de 5% do Capital Social (art, 246, §1º, ‘b’ da Lei 6.404/76)”. (in) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. Pereira (coord.). *Processo Societário II*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 249-303.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. “Arts. 19 & 20”. (in) CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

BUSSANI, Mauro. *As peculiaridades da noção de culpa: um estudo de direito comparado*. Trad. Helena Saldanha. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2000.

CALABRESI, Guido. “Some Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts”, *Yale Law Journal*, vol. 70, n. 4, 1961, pp. 499-553.

CALABRESI, Guido. *The cost of accidents: a legal and economic analysis*. New Haven: Yale university Press, 1970.

CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 4. Ed. Coimbra: Almedina, 2018.

CAMPBELL, John Y.; LO, Andrew W.; MACKINLAY, A. Craig. *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton: Princeton University Press, 1997.

CAMPOBASSO, Mario. *L'imputazione di conoscenza nelle società*. Milano: Giuffrè, 2002.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. “Deveres e Responsabilidades”. (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (org.). *Direito das Companhias*. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

CANARIS, Claus-Wilhelm. “Die Reform des Rechts der Leistungsstörungen”, *Juristen Zeitung*, vol. 10, 2001.

CANARIS, Claus-Wilhelm. “Leistungsstörungen beim Unternehmenskauf”, *Zeitschrift für Unternehmen und Gesellschaftsrecht*, 3, 1982.

CANARIS, Claus-Wilhelm. *Die Vertrauenshaftung im deutschen Privatrecht*. München: C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, 1971.

CANIVET, Guy. “Responsabilité des personnes morales, histoire et destin d'un régime propre”. (in) PUTMAN, Emmanuel et al. (org.). *Mélanges en l'honneur de Jacques Mestre*. Paris: LGDJ, 2019, pp. 233-252.

CANTIDIANO, Maria Lucia. “Não - A legislação brasileira permite que um acionista seja individualmente indenizado pela companhia”, *Capital Aberto*, 12 de março de 2017.

CAPITAL ABERTO, “Caso GameStop apresenta os robin-hoods do mercado de capitais”, 05 de fevereiro de 2021.

CAPPELLETTI, Marco. “Comparative Reflections on Punishment in Tort Law”. (in) BORGHETTI, Jean-Sébastien; WHITTAKER, Simon (eds.). *French Civil Liability in Comparative Perspective*. Oxford: Hart Publishing, 2019, pp. 329-351.

CAPPELLETTI, Mauro; GARTH, Bryan. *Acesso à Justiça*. Trad. Ellen Gracie Northfleet. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 1988.

CAPPELLETTI, Mauro. “Formazioni sociali e interessi di grupo davanti alla giustizia civile”, *Rivista di Diritto Processuale* v. 3, 1975.

CAPPELLETTI, Mauro. “Tutela dos interesses difusos”, *Revista da AJURIS*, Porto Alegre, Ano XII, n. 33, mar., 1985, *Doutrina Nacional*, pp. 169-182.

CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. *A securities Class Action Estadunidense*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

CARDOSO, Mônica. “Apesar dos avanços conquistados nos últimos tempos, casos de vazamento de informação continuam freqüentes”, *Capital Aberto*, julho de 2008.

CARNAÚBA, Daniel Amaral. *Responsabilidade civil pela perda de uma chance: a álea e a técnica*. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

CARNELUTTI, Francesco. *Il danno e il reato*. Milão: CEDAM, 1930.

CARNELUTTI, Francesco. *Teoria Generale del Diritto*. Roma: Foro Italiano, 1940.

CARPES, Artur. *A prova do nexos de causalidade na responsabilidade civil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

CARTWRIGHT, John. *Misrepresentation, Mistake and Non-Disclosure*. 4. Ed. London: Sweet & Maxwell, 2017.

CARVAL, Suzanne. *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée*. Paris: LGDJ, 1995.

CARVALHO DE MENDONÇA, J.X. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*. Vol. III. 5. Ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1958.

CARVALHO DE MENDONÇA, J.X. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*. Vol. IV. 7. Ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1964.

CARVALHO SANTOS, J.M.. *Código Civil Brasileiro Interpretado*. Vol. I. 5. Ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1953.

CARVALHO, Ney. *Companhias abertas no Brasil: uma história*. Rio de Janeiro: Arte & História, 2012.

CARVALHO, Pedro Pitta e Cunha Nunes de. *Omissão e Dever de Agir em Direito Civil*. Coimbra: Almedina, 1999.

CARVALHOSA, Modesto; CANTIDIANO, Maria Lucia. “A legislação brasileira permite que um acionista seja individualmente indenizado pela companhia”, *Capital Aberto*, 12 de março de 2017.

CARVALHOSA, Modesto. “Parecer Jurídico”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A responsabilidade civil da empresa perante os investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 25-47.

CASPER, Matthias. “Persönliche Aussenhaftung der Organe bei fehlerhafter Information des Kapitalmarkts?”, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR)* 2005, pp. 83-90.

CAVALCANTI, Amaro. *Responsabilidade civil do Estado*. Tomo. I. Atual. José de Aguiar Dias. Rio de Janeiro: Borsoi, 1956.

CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. 13. Ed. São Paulo: Atlas, 2019.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. “Os Deveres e Responsabilidades dos Administradores das Companhias Abertas Brasileiras”, (in) ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (org.). *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*. São Paulo: Saraiva, 2015.

CEREZETTI, Sheila Neder. “Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento”. (in) SALOMÃO FILHO, Calixto (org.). *Regulação e Desenvolvimento – Novos Temas*. São Paulo: Malheiros, 2012.

CHACORNAC, Jérôme. *Essai sur les fonctions de l’information en droit des instruments financiers*. Paris: Dalloz, 2014.

CHAVES, Antônio. *Responsabilidade pré-contratual*. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

CHENG, C.S. Agnes; HUANG, Henry He; LI, Yinghua; LOBO, Gerald. “Institutional monitoring through shareholder litigation”, *Journal of Financial Economics*, vol. 95, 2010, pp. 356–383.

CHOI, Stephen; FISCH, Jill E.; PRITCHARD, A. C. “Do Institutions Matter? The Impact of the Lead Plaintiff Provision of the Private Securities Litigation Reform Act”, *Washington University Law Quarterly*, vol. 83, 2005, pp. 869-870.

CHOUDHURY, Barnali; PETRIN, Martin. *Corporate Duties to the Public*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019.

CIARELLI, Mônica; PAMPLONA, Nicola. “CVM pede abertura de ação indenizatória”, *Estadão*, 07 de agosto de 2009.

CLERC, Christophe. “La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses information”, *Revue trimestrielle de Droit Financier*, n. 1, 2007.

CLERMONT, Kevin M., “Standards of Proof Revisited”, *Vermont Law Review*, vol. 33, 2008-2009, pp. 469-487. Disponível em: <http://scholarship.law.cornell.edu/facpub/13>. Acesso em: 02/02/2021.

CLERMONT, Kevin M.; SHERWIN, Emily. A Comparative View of Standards of Proof. *The American Journal of Comparative Law*, v. 50, n. 2, 2002.

COASE, R.H. “The Problem of Social Cost”, *The Journal of Law & Economics*, Vol. 3, 1960, pp. 1-44.

COELHO, Eleonora. “A necessidade de criação de regulamentos adaptados para arbitragens coletivas no mercado de capitais”. (in) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. Pereira (coord.). *Processo Societário III*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 115-143.

COELHO, Fábio Ulhoa. “Parecer”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A responsabilidade civil da empresa perante os investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 175-202.

COFFEE JUNIOR, John C. “Causation by presumption? Why the Supreme Court should reject phantom losses and reverse Broudo”, *The Business Lawyer*, Vol. 60, No. 2 (February 2005), pp. 533-548.

COFFEE JUNIOR, John C. “Law and the Market: the impact of enforcement”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 156, 2007, pp. 229-311.

COFFEE JUNIOR, John C. “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, *Columbia Law Review*, Vol. 106, n. 7, 2006, pp. 1534-1586.

COFFEE JUNIOR, John C. *Gatekeepers: the professions and corporate governance*. Oxford: Oxford University Press, 2006.

COFFEE JUNIOR, John C., “Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System”, *Virginia Law Review*, Vol. 70, No. 4, *Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation*, maio/1984. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1073083>. Acesso em: 23/03/2020.

COFFEE JUNIOR, John. *Entrepreneurial Litigation – Its rise, fall and future*. Cambridge: Harvard University Press, 2015.

COFFEEE JUNIOR, John C.; SALE, Hillary A.; HENDERSON, M. Todd. Securities regulation – Cases and materials. 13. Ed. St. Paul: Thomson Reuters, 2015.

COHEN, Jonathan L. The probable and the provable. Oxford: Clarendon Press, 1977.

COLIN, Ambroise; CAPITANT, Henri. Cours Élémentaire de Droit Civil Français. Tomo II. 10. Ed. Paris: Dalloz, 1953.

COMMISSION ON THE REGULATION OF CAPITAL MARKETS IN THE 21ST CENTURY, U.S. Chamber of Commerce, “Report and Recommendations”, Março/2007, pp. 28-29. Disponível em: <https://www.centerforcapitalmarkets.com/resource/commission-report-and-recommendations-on-the-regulaion-of-u-s-capital-markets-in-the-21st-century%e2%80%8b/>.

Acesso em: 12 de julho de 2019.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de controle na sociedade anônima. 6. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

COMPARATO, Fábio Konder. “A regra de sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações”. (in) Direito Empresarial: estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990.

COMPARATO, Fábio Konder. “Competência privativa do Conselho de Administração para designação de diretores em companhia aberta – ineficácia de cláusula do contrato social da holding, ou de eventual acordo de acionistas, para regular a matéria”. (in) Novos ensaios e pareceres de Direito Empresarial. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

COMPARATO, Fábio Konder. “Obrigações de meio, de resultado e de garantia”. (in) Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial. Rio de Janeiro: Forense, 1978, pp. 521-539.

COMPARATO, Fábio Konder. Aspectos jurídicos da macro-empresa. São Paulo: RT, 1970.

COMPARATO, Fábio Konder. Essai d'analyse dualiste de l'obligation en droit privé. Paris: Dalloz, 1964.

COMPARATO, Fábio Konder. O poder de controle na sociedade anônima. 3. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.

CONAC, Pierre; GELTER, Martin (org.). Global Securities Litigation and Enforcement. Cambridge: Cambridge University Press, 2019.

CONAC, Pierre. “France: The Compensation of Investors’ Losses for Misrepresentation on Financial Markets”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (org.). Global Securities Litigation and Enforcement. Cambridge: Cambridge University Press, 2019.

CORDEIRO, António Menezes. Direito das Sociedades. Vol. I. 3. Ed. Coimbra: Almedina, 2011.

CORDEIRO, António Menezes. O levantamento da personalidade colectiva. Coimbra: Almedina, 2000.

CORDEIRO, Catarina Pires. “Algumas considerações críticas sobre a responsabilidade civil dos administradores perante acionistas no ordenamento jurídico português”, *O Direito* 137º, I, 2005, pp. 81-135.

CORNELL, Bradford; MORGAN, Gregory. “Using finance theory to measure damages in fraud on the market cases”, *UCLA Law Review*, vol. 37, 1990.

CORNU, Gérard (coord.). *Vocabulaire juridique – Association Henri Capitant*. 12. Ed. Paris: PUF, 2018.

CORRÊA, André Rodrigues. “A reparação dos danos morais na jurisprudência dos tribunais superiores: do tratamento restritivo à impossibilidade de restrição”. (in) PÜSCHEL, Flávia Portella. (Coord). *Projeto Pensando o Direito. Pesquisa: Dano Moral*. Brasília: Fundação Getúlio Vargas e Ministério da Justiça. Convocação 01/2010. Disponível em: https://legado.justica.gov.br/seus-direitos/elaboracao-legislativa/pensando-o-direito/publicacoes/anexos/vol-37_dano_moral_fgv.pdf. Acesso em: 19/08/2020.

CORREIA, Luís Brito. *Os administradores de Sociedades Anónimas*. Coimbra: Almedina, 1993.

COSTA JÚNIOR, Paulo José da. *Nexo causal*. 3. Ed. São Paulo: Siciliano Jurídico, 2004.

COSTA, Guilherme Recena. “Livre convencimento e standards de prova”, (in) ZUFELATO, Camilo; YARSHELL, Flávio Luiz (coord.). *40 anos da teoria geral do processo civil no Brasil: passado, presente e futuro*. São Paulo: Malheiros, 2013.

COTIAS, Adriano, “Caso GameStop faz gestor incluir rede social em mapeamento de riscos”, *Valor Econômico*, 08 de fevereiro de 2021.

COUGHLIN, Patrick J.; ISAACSON, Eric A.; DALEY, Joseph D. “What's Brewing in *Dura v. Broudo*? The Plaintiffs' Attorneys Review the Supreme Court's Opinion and Its Import for Securities-Fraud Litigation”, *Loyola University Chicago Law Journal*, vol. 37, 1, 2005, pp. 1-42. Disponível em: <http://lawecommons.luc.edu/lucj/vol37/iss1/2>.

COURET, Alain; LE NABASQUE, Hervé; COQUELET, Maire-Laure; GRANIER, Thierry; PORACCHIA, Didier; RAYNOUARD, Arnaud; REYGROBELLET, Arnaud; ROBINE, David. *Droit Financier*. 3. Ed. Paris: Dalloz, 2019.

COUTO E SILVA, Clóvis do. “O conceito de dano no Direito brasileiro e comparado”. (in) FRADERA, Vera Maria Jacob de. O Direito Privado brasileiro na visão de Clóvis do Couto e Silva. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 1997.

COUTO E SILVA, Clóvis do. A obrigação como processo. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006.

COUTO E SILVA, Clóvis do. Principes fondamentaux de la responsabilite civile en droit bresilien et compare. Cours fait à la Faculté de Droit et Sciences Politiques de St. Maur (Paris XII), 1988.

COX, James D. “Making Securities Fraud Class Actions Virtuous”, Arizona Law Review, vol. 39, 1997, pp.497-524.

COZIAN, Maurice; VIANDIER, Alain; DEBOISSY, Florence. Droit des sociétés. 32. Ed. Paris: Lexisnexis, 2019.

CRISTÓFARO, Pedro Paulo. “Limites do campo de incidência da Lei n. 8.078, de 11-9-1990. O Código de Defesa do Consumidor e os investidores e poupadores”. (in) WALD, Arnaldo (coord.). Aspectos polêmicos da Ação Civil Pública. 2. Ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

CRUZ, Gisela Sampaio da. O problema do nexu causal na responsabilidade civil. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

CUNHA, Antônio Geraldo da. Dicionário etimológico da língua portuguesa. 4. Ed. Rio de Janeiro, Lexikon, 2010.

CUYUN, Andres. “JBS Securities Arbitration in Brazil”, DRRT, 18/03/2020, cf. <http://info.drirt.com/blog/jbs-securities-arbitration-in-brazil>

CVM, “Negociações com ações do Grupo Ipiranga com indícios de informação privilegiada”, 19 de abril de 2007. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/negociacoes-com-acoes-do-grupo-ipuranga-com-indicios-de-informacao-privilegiada-3ca53c748d7e4fffa1d52cd130166400>. Acesso em: 18/04/2022.

CVM. Edital de Audiência Pública SDM n. 02/21. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html. Acesso em: 10/04/2022.

CVM. Edital de Audiência Pública SDM n. 07/08. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html. Acesso em: 06/04/2020.

CVM. Política de Divulgação de Informações. Rio de Janeiro, 1979. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/arquivos-historias-interativas/PoliticadeDivulgacaoDeInformacoes.pdf>. Acesso em: 06/04/2020.

CVM. Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: fundamentos e princípios. Rio de Janeiro, 1978. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/arquivos-historias-interativas/RegulacaoDoMercadoDeValoresMobiliarios.pdf>. Acesso em: 06/04/2020.

DAIGRE, Jean-Jacques. “La perte d'une chance d'arbitrer à bon escient l'investissement dans une société cotée”, *Revue des Sociétés*, 2007, pp. 102 e ss.

DALMARTELLO, Arturo. *I rapporti giuridici interni nelle società commerciali*. Milano: Giuffrè, 1937.

DANOS, Frédéric. “La reparation du prejudice individual de l'actionnaire”, *Revue de Jurisprudence de Droit des Affaires*, n. 5/08, pp. 471-488.

DANTAS, San Tiago. *Programa de Direito Civil II*. Rio de Janeiro: Editora Rio, 1978.

DAVID, Hillel; MCCAGUE, W. Paul; YANISZEWSKI, Peter F. “Proving causation where the but for test is unworkable”, *The Advocates' Quarterly*, vol. 30, 2005

DAVIES, Paul; WORTHINGTON, Sarah. *Gower Principles of Modern Company Law*. 10. Ed. London: Sweet & Maxwell, 2016.

DAVIES, Paul. *Introduction to Company Law*. New York: Oxford University Press, 2002.

DAVIS, Alicia J. “Are Investors' Gains and Losses from Securities Fraud Equal Over Time? Theory and Evidence”, *Law & Economics Working Papers*, n. 13, 2010. Disponível em: https://repository.law.umich.edu/law_econ_current/art13/. Acesso em: 15/04/2022.

DE CUPIS, Adriano. *Il danno*. Vol. 1. 3. Ed. Milano: Giuffrè, 1979.

DE WULF, Hans, “Direct shareholder suits for damages based on reflective losses”, (in) GRUNDMANN, Stefan et al (Orgs.). *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*. Berlin, New York: De Gruyter, 2010.

DELPORT, Piet. “South Africa: Investor Protection”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, pp. 779-809.

DEMOGUE, René. *Traité des obligations en general*. Tome III. Paris: Arthur Rousseau, 1923.

DEMOGUE, René. *Traité des obligations en general*. Tome V. Paris: Arthur Rousseau, 1925.

DEZEUZE, Eric. “Note – Affaire Sidel: après l’arrêt de la cour d’appel, plusieurs certitudes, certaines interrogations et quelques doutes sur l’action civile en matière d’infractions boursières”, *Bulletin July Bourse*, Jan-Fev/2009, n. 1, pp. 28-38.

DIECKMANN, Andreas. „30 Jahre ‚Baustoff-Entscheidung‘ und ihre Relevanz für die Organaußenhaftung von heute“, *ZGR*, vol. 49, Heft 6, 2020, pp. 1039-1077.

DÍEZ-PICAZO, Luis. *Derecho de Daños*. Madrid: Civitas, 1999.

DIREITO, Carlos Alberto Menezes; FILHO, Sergio Cavalieri. *Comentários ao Novo Código Civil*. Vol. XIII. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

DOMBALAGIAN, Onnig H. “Texas Gulf Sulphur and Information Disclosure Policy”, *SMU Law Review*, Vol. 71, 2018, pp. 713-727.

DOW, James; GORTON, Gary. “Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection?”, *The Journal of Finance*, Vol. 52, n. 3, Jul/1997.

DOWE, Phil. *Physical Causation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2000.

DOYLE, Jeanne F.. “The Fraud on the Market Theory: A Unified Concept of Causation in Rule 10b-5 Open Market Actions”, *Loyola University Law Journal*, vol. 12, 1981, p. 730. Disponível em: <http://lawecommons.luc.edu/lucj/vol12/iss4/10>. Acesso em: 21/07/2020.

DROBNIG, Ulrich. “Droit Allemand”. (in) *La personnalité morale et ses limites – Études de Droit Comparé et de Droit International Public*. Paris: LGDJ, 1960, pp. 27-50.

DUBBS, Thomas A. “A scotch verdict on ‘circularity’ and other issues”, *Wisconsin Law Review*, vol. 2009, n. 2, pp. 455-463.

DUNBAR, Frederick C.; SEN, Arun. “Counterfactual Keys to Causation and Damages in Shareholder Class-Action Lawsuits”, *Wisconsin Law Review*, 2009, pp. 199-242.

DURÃO, Mariana. “Companhias abertas temem avanço de ações e arbitragens coletivas de investidores”, *O Estado de São Paulo*, 29 de outubro de 2020. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/governanca,companhias-abertas-temem-avanco-de-aco-es-e-arbitragens-coletivas-de-investidores,70003493588>. Acesso em: 14/03/2022.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. *The economic structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1991.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R., "Optimal Damages in Securities Cases," *University of Chicago Law Review*, vol. 52, 1985, pp. 611-652.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”. *Virginia Law Review*, Vol. 70, n. 4, maio/1984, pp. 669-715. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1073082>. Acesso em: 12/03/2019.

ECKL, Christian. “Spanien”. (in) HOPT, Klaus; VOIGT, Hans-Christoph (org.). *Prospekt- und Kapitalinformationshaftung*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2005.

EISENHOFER, Jay W.; JARVIS, Geoffrey C.; BANKO, James R.. “Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation”, *The Business Lawyer*, Vol. 59, No. 4 (August 2004), pp. 1419-1445.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 4. Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

EIZIRIK, Nelson. “A ‘Fraud-On-The-Market Theory’ pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro?”. (in) VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (org.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 85-102.

EIZIRIK, Nelson. “Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta”, *RDM* n. 56, Outubro-Dezembro/1984, pp. 47-62.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 3. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

ENRIQUES, Luca; HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. “Corporate Law and Securities Markets”. (in) KRAAKMAN, Reinier et al. *The anatomy of Corporate Law*. 3. Ed. Oxford: Oxford University Press, 2017.

EPSTEIN, Catherine Masters. ““Reasonable Care” in Section 12(2) of the Securities Act of 1933”, *The University of Chicago Law Review*, vol. 48, 1981, pp. 372-408.

ERDLÉN, Andrew M.. “Timing Is Everything: Markets, Loss, and Proof of Causation in Fraud on the Market Actions”, *Fordham Law Review*, vol. 80, 2011, pp. 877-922. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/flr/vol80/iss2/15>. Acesso em: 18/01/2021.

FABRE-MAGNAN, Muriel. *De l'obligation d'information dans les contrats*. Paris: LGDJ, 1992.

FACCI, Giovanni. *Il danno da informazione finanziaria inesatta*. Torino: Zanichelli, 2009.

FALZEA, Angelo. *Il soggetto nel sistema dei fenomeni giuridici*. Milano: Giuffrè, 1939.

FAMA, Eugene. “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, Vol. 25, n. 2, maio/1970.

FARIA, S. Soares de. Do abuso da razão social. São Paulo: Saraiva, 1933.

FERNÁNDEZ, Sara Sánchez. El folleto en las ofertas públicas de venta de valores negociables (OPV) y responsabilidad civil: Ley Aplicable. Madrid: La Ley, 2015.

FERRARA, Francisco. Teoría de las Personas Jurídicas. 2. Ed. Trad. Esp. Eduardo Ovejero Y Maury. Madrid: Reus, 1929.

FERRARINI, Guido; GIUDICI, Paolo. “Italy: The Protection of Minority Investors and the Compensation of Their Losses”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (org.). Global Securities Litigation and Enforcement. Cambridge: Cambridge University Press, 2019.

FERRARINI, Guido. La responsabilità da prospetto. Milano: Giuffrè, 1986.

FERRAZ JUNIOR, Tercio Sampaio. Introdução ao Estudo do Direito. 10. Ed. Ver. Atual. Amp. São Paulo: Atlas, 2018 (versão digital).

FERREIRA DA SILVA, Jorge Cesa. Inadimplemento das obrigações. São Paulo: RT, 2007.

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. Dicionário Aurélio da língua portuguesa. 5. Ed. Curitiba: Positivo, 2010.

FERREIRA, Rui Cardona. “Acesso à informação nas sociedades anónimas (abertas e fechadas) e responsabilidade civil”, Revista da Ordem dos Advogados, ano 76, Jan-Dez/2016, Lisboa.

FERREIRA, Waldemar. Tratado das Debêntures. Vol. 1. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1944.

FERREL, Allen; SAHA, Atanu. “The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Causes of Action: The Implications of Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo”, The Business Lawyer, Vol. 63, No. 1, 2007.

FERRELL, Allen; SAHA, Atanu. “The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Causes-of-Action: The Implication of Dura Pharmaceuticals v. Broudo”, The Business Lawyer, Vol. 63, No. 1 (November 2007), pp. 163-186.

FERRER CORREIA, A. *et al.* A privatização da sociedade financeira portuguesa. Lisboa: Lex, 1995.

FILHO, Calixto Salomão. “A teoria da desconsideração da personalidade jurídica”. (in) O Novo Direito Societário. 5. Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019, pp. 351-410.

FIORENTINO, Adriano. Gli organi delle società di capitali. Napoli: Eugenio Jovene, 1950.

FISCH, Jill E. “Confronting the circularity problem in private securities litigation”, Wisconsin Law Review, vol. 2009, n. 2, pp. 333-350.

FISCH, Jill E., "The Trouble with Basic: Price Distortion after Halliburton", Washington University Law Review, vol. 90, 2013, pp. 895-932. Disponível em: http://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol90/iss3/8.

FISCH, Jill E.; GELBACH, Jonah B., "Power and Statistical Significance in Securities Fraud Litigation", Harvard Business Law Review, vol. 11, 2021, pp. 55-111.

FISCH, Jill E.; GELBACH, Jonah B.; KLICK, Jonathan, "The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation" Texas Law Review, vol. 96, 2018. Disponível em: https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/1655. Acesso em: 03/09/2020.

FISCHEL, Daniel R. "Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities", The Business Lawyer, Vol. 38, No. 1, Novembro/1982, pp. 1-20.

FISCHER, Hans Albrecht. A reparação dos danos no direito civil. Trad. António de Arruda Ferrer Correia. São Paulo: Livraria Acadêmica Saraiva, 1938.

FLEISCHER, Holger; MEYER, Andreas. "Pro & Contra - Persönliche Außenhaftung der Vorstandsmitglieder für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen", Zeitschrift für Rechtspolitik, 35. Jahrg., H. 12/12/2002, p. 532.

FLEISCHER, Holger. "§6. Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktkommunikation". (in) ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHÜTZE, Rolf A.; BUCK-HEEB, Petra (org.). Handbuch des Kapitalanlagerechts. 5. Ed. München: C.H. Beck, 2020.

FLEISCHER, Holger. "Der Inhalt des Schadensersatzanspruchs wegen unwahrer oder unterlassener unverzüglicher Ad-hoc-Mitteilungen, BB 2002, (Heft 37), pp. 1869- 1874.

FLEISCHER, Holger. „Erweiterte Außenhaftung der Organmitglieder im europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht - Insolvenzverschleppung, fehlerhafte Kapitalmarktinformation, Tätigkeitsverbote“, ZGR 2004, pp. 437-479.

FLEISCHER, Holger. „Zur zivilrechtlichen Teilnehmerhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation nach deutschem und US-amerikanischem Recht“, AG 2008, Heft 08, pp. 265-273.

FLEISCHER, Holger. Informationsasymmetrie im Vertragsrecht. München: C.H. Beck, 2001.

FLUME, Werner. Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts: Die juristische Person. Vol. 1. Parte 2. Berlin: Springer, 1983.

FOX, Meritt B. "Why Civil Liability For Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade?", Wisconsin Law Review, 2009, pp. 297-332.

FOX, Merritt; GLOSTEN, Lawrence R.; RAUTERBERG, Gabriel. "Informed Trading and Its Regulation.", *The Journal of Corporation Law*, vol. 43, n. 4, 2018.

FOX, Merritt. "After Dura Causation in Fraud-on-the-Market Actions". (in) KIEFF, F. Scott; PAREDES, Troy (coord.). *Perspectives on Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010.

FOX, Merritt. "Civil Liability and Mandatory Disclosure, *Columbia Law Review*, vol. 109, 2009. Disponível em: https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/48. Acesso em: 05/08/2020.

FOX, Merritt. "Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions", *The Business Lawyer*, Vol. 60, No. 2 (February 2005), pp. 507-532.

FOX, Merritt. "Halliburton II: It all depends on what defendants need to show to establish no impact on price", *The Business Lawyer*, vol. 70, Spring 2015.

FOX, Merritt. "Understanding Dura", *The Business Lawyer*, Vol. 60, No. 4 (August 2005), pp. 1547-1576.

FRADA, Manuel Carneiro da. "Dever de legalidade dos administradores e responsabilidade civil societária", (in) DOMINGUES, Paulo de Tarso (coord.). *Congresso Comemorativo dos 30 anos do Código das Sociedades Comerciais*. Coimbra: Almedina, 2017, pp. 45-57.

FRADA, Manuel Carneiro da. *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*. Coimbra: Almedina, 2004.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. "Excerto do 'Direito Societário I – Fundamentos', de Herbert Wiedemann", (in) *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, pp. 624-639.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidez das deliberações de Assembleia das S/A*. São Paulo: Malheiros, 1999.

FRANCIS, Samuel. "Meet Two-Face: The Dualistic Rule 10b-5 and the Quandry of Offsetting Losses by Gains", *Fordham Law Review*, vol. 77, 2009, pp. 3045-3094.

FRÈ, Giancarlo. *Società per azioni*. Art. 2325-2461. 4. Ed. Bologna: Zanichelli, 1972.

FRONTINI, Paulo Salvador. "Responsabilidade dos Administradores em Face da Nova Lei das Sociedades por Ações", *RDM*, n. 26, ano XVI, 1977, pp. 35-49.

GALGANO, Francesco. *I fatti illeciti*. Milano: CEDAM, 2008.

GALLO, Paolo. “Punitive damages in Italy?”, (in) *A L’Europe du troisieme millenaire – Mélanges offerts à Giuseppe Gandolfi*. Milão: Giuffrè, 2004.

GALLO, Paolo. “Responsabilità Precontrattuale: Il quantum”, *Rivista di diritto civile, CEDAM*, n. 3, parte 1, 2004.

GALLO, Paolo. *Pene private e responsabilità civile*. Milano: Giuffrè, 1996.

GARNER, Bryan A.. *Black’s Law Dictionary*. 10ed. St. Paul: Thomson Reuters, 2014.

GARRIGUES, Joaquín. *Hacia un nuevo Derecho Mercantil: escritos, lecciones y conferencias*. Madrid: Tecnos, 1971.

GAUGHAN, Patrick A.. *Measuring business interruption losses and other commercial damages: an economic approach*. 3. Ed. New York: John Wiley & Sons, 2020.

GEIBEL, Stefan J. *Der Kapitalanlegerschaden*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2002.

GELTER, Martin. “Global Securities Litigation and Enforcement”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019.

GEVURTZ, Franklin A. “United States: The Protection of Minority Investors and Compensation of Their Losses”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019.

GEVURTZ, Franklin A. *Gevurtz's Corporation Law*. 2. Ed. (Hornbook Series). St. Paul: West Academic, 2010 (edição do Kindle).

GIANNINI, Massimo Severo. *Diritto Amministrativo*. Vol. I. Milano: Guffrè, 1970.

GIDI, Antonio. “A representação adequada nas ações coletivas brasileiras: uma proposta”, *Revista de Processo*, vol. 108, out-dez/2002, pp. 61-70.

GIERKE, Otto von. *Das Wesen der menschlichen Verbände*. Berlin: Gustav Schade, 1902, pp. 1-32.

GIERKE, Otto von. *Die Genossenschaftstheorie und die Deutsche Rechtsprechung*. Berlin: Weidmannsche Buchhandlung, 1887.

GIERKE, Otto von. *Schuld und Haftung im älteren deutschen Recht: insbesondere die Form der Schuld- und Haftungsgeschäfte*. Breslau: M. & H. Marcus, 1910.

GILLESPIE III, Thomas F.. “Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo: A Missed Opportunity to Right the Wrongs in the PSLRA and Rebalance the Private Rule 10b-5 Litigation Playing Field”,

Journal of Business & Technology Law, vol. 3, n. 1, 2008, pp. 161-185. Disponível em: <http://digitalcommons.law.umaryland.edu/jbtl/vol3/iss1/11>. Acesso em: 18/01/2021.

GILLIS, John G., “Securities Law and Regulation: New Integrated Disclosure System”, Financial Analysts Journal, Vol. 37, n. 1, Jan-Fev/1981.

GILSON, Ronald J., KRAAKMAN, Reinier H. “The Mechanisms of Market Efficiency”, Virginia Law Review, vol. 70, 1984.

GILSON, Ronald J., KRAAKMAN, Reinier H., “The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias”, The Journal of Corporation Law, Vol. 28, Summer 2003, pp. 715-742.

GIUDICI, Paolo. La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari. Milão: Giuffrè, 2008.

GOLDBERG, John C. P.; ZIPURSKY, Benjamin C. “The fraud-on-the-Market Tort”, Vanderbilt Law Review Vol. 66, 2013, pp. 1755-1805.

GOMES, José Ferreira; GONÇALVES, Diogo Costa. A imputação de conhecimento às sociedades comerciais. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

GOMES, José Ferreira. “§16. Responsabilidade civil pelo prospecto”. (in) GOMES, José Ferreira; GONÇALVES, Diogo Costa (coord.). Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas. Vol. I. Lisboa: AAFDL, 2018.

GOMES, José Ferreira. Da administração à fiscalização das sociedades: a obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anônima. Coimbra: Almedina, 2017.

GOMES, Orlando. Responsabilidade Civil. Atual. Edvaldo Brito. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

GONÇALVES, Carlos Roberto. Comentários ao Código Civil. Vol. 11. São Paulo: Saraiva, 2003.

GONÇALVES, Diogo Costa. “O dever de comunicação dos administradores ao Banco de Portugal – Algumas reflexões”, Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais, Vol. 1, n. 3, 2019, pp. 273-292.

GONÇALVES, Diogo Costa. Pessoa coletiva e sociedades comerciais. Coimbra: Almedina, 2016.

GONTIJO, Bruno Miranda. Responsabilização das companhias abertas por danos aos investidores - As possíveis consequências e os eventuais efeitos contra intuitivos. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade Federal de Minas Gerais, 2019.

GONZALEZ, Gustavo Machado. “O full and fair disclosure no direito aplicado: a simetria perseguida e as assimetrias toleradas”. (in) PITTA, André Grunspun; PEREIRA, Guilherme

Stoguti J. (coord.). *Direito Societário e outros temas de Direito Empresarial Aplicado*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 385-407.

GORDON, Jeffrey N.; KORNHAUSER, Lewis A.. “Efficient markets, costly information, and securities research”, *New York University Law Review*, Vol. 60, Novembro/1985.

GORGA, Érica. “The Impact of the Financial Crisis on Nonfinancial Firms: The Case of Brazilian Corporations and the ‘Double Circularity’ Problem in Transnational Securities Litigation”, *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 16, n. 1, 2015, pp. 131-182.

GOSHEN, Zohar; PARCHOMOVSKY, Gideon. “The essential role of securities regulation”, *Duke Law Journal*, vol. 55, n. 4, fev/2006, pp. 711-782.

GRAU, Eros. “Nota sobre a Distinção entre Obrigação, Dever e Ônus”, vol. 77, 1982, pp. 177-183.

GREZZANA, Giacomo. *A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

GRIMALDOS GARCÍA, María Isabel. *Responsabilidad civil derivada del folleto de emisión de valores negociables*. Valencia: Tirant lo Blanch, 2001.

GRINOVER, Ada Pellegrini. “A tutela coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários”. (in) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. Pereira (coord.). *Processo Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

GRINOVER, Ada Pellegrini. “Relatório Geral – Civil Law”. (in) GRINOVER, Ada Pellegrini; WATANABE, Kazuo; MULLENIX, Linda. *Os processos coletivos nos países de civil law e common law*. 2. Ed. São Paulo: RT, 2011, pp. 21-298.

GRUNDFEST, Joseph A. “Damages and Reliance under Section 10(b) of the Exchange Act”, *The Business Lawyer*, Vol. 69, n. 2, 2014, pp. 307-392.

GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. *Lucros Cessantes – Do bom-senso ao postulado normativo da razoabilidade*. São Paulo: RT, 2011.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Direito das minorias na sociedade anônima”, *RDM* n. 63, julho/setembro, 1986.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas”, *RDM* n. 42, abril-junho/1981, pp. 69-88.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Sobre a interpretação do objeto social”, *RDM* n. 54, abril-junho/1984, pp. 67-72.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Regime jurídico do capital autorizado. São Paulo: Saraiva, 1984.

HAICAL, Gustavo. “O inadimplemento pelo descumprimento exclusivo de dever lateral advindo da boa-fé objetiva”, Revista dos Tribunais, vol. 900/2010, pp. 45 – 84, Out/2010, DTR\2010\853, (acesso versão digital).

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. “The Essential Role of Organizational Law”, The Yale Law Journal, vol. 110, n. 3, Dez/2000, pp. 387-440.

HART, H. L.A. O conceito de Direito. 5. Ed. Trad. A. Ribeiro Mendes. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 2007.

HART, H. L.A.; HONORÉ, Tony. Causation in the law. 2. Ed. Oxford: Clarendon Press, 1985.

HARTZMARK, Michael; SCHIPANI, Cindy A.; SEYHUN, H. Nejat, "Fraud on the Market: Analysis of the Efficiency of the Corporate Bond Market", Columbia Business Law Review, 2011, n. 3, pp. 654-716.

HARTZMARK, Michael; SEYHUN, H. Nejat, “Understanding the Efficiency of the Market for Preferred Stock”, Virginia Law & Business Review, vol. 8, n. 2, 2014, pp. 150-230.

HELLGARDT, Alexander. “Europarechtliche Vorgaben für die Kapitalmarktinformationshaftung de lege lata und nach Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung”, Aktiengesellschaft, 2012, Heft 5, pp. 154-168.

HELLGARDT, Alexander. Kapitalmarktdeliktsrecht. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008.

HERMALIN, Benjamin; WEISBACH, Michael. “Information Disclosure and Corporate Governance”, The Journal of Finance, Vol. LXVII, n. 1, Fev/ 2012.

HONSELL, Heirich. “Differenztheorie und normativer Schadens- begriff”. (in) FUHRER, Stephan (org.). Festschrift Schweizerische Gesellschaft für Haftpflicht- und Versicherungsrecht. Festschrift zum fünfzigjährigen Bestehen. Zürich: Schulthess, 2010, pp. 255-271.

HOPT, Klaus J. “§93”, (in) HOPT, Klaus J.; WIEDEMANN, Herbert (coord.). Aktiengesetz Großkommentar - §§76-94. Dritter Band. 4. Ed. Berlin: De Gruyter Recht, 2008.

HOPT, Klaus J. “Die Haftung für Kapitalmarktinformationen”, WM, Heft 03, 2013, pp. 101-112.

HOPT, Klaus; VOIGT, Hans-Christoph, “Grundsatz- und Reformprobleme der Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung”. (in) HOPT, Klaus; VOIGT, Hans-Christoph (org.). Prospekt- und Kapitalinformationshaftung. Tübingen: Mohr Siebeck, 2005.

HOPT, Klaus. Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken: Gesellschafts-, bank- und börsenrechtliche Anforderungen an das Beratungs- und Verwaltungsverhalten der Kreditinstitute. München: C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, 1975.

HOUPIIN, C.; BOSVIEUX H. Traité general des sociétés. Tomo II. 7. Ed. Paris: Sirey, 1935.

IBGE. As fundações privadas e associações sem fins lucrativos no Brasil: 2016. Rio de Janeiro: IBGE, 2019.

JACKSON, Howell E.; ROE, Mark J. "Public and private enforcement of securities laws: Resource-based evidence", Journal of Financial Economics, Vol. 93, Issue 2, 2009, pp. 207-238.

JEUGE-MAYNART, Isabelle (Org.). Le petit Larousse illustré. Paris: Larousse, 2021.

JHERING, Rudolf von. "Culpa in contrahendo oder Schadensersatz bei nichtigen oder nicht zur Perfektion gelangten Verträgen", in Jahrbücher für die Dogmatik des heutigen römischen und deutschen Privatrechts. Bd. 4, 1861, pp. 1 – 112.

JOHN, Uwe. Die organisierte Rechtsperson. Berlin: Duncker & Humblot, 1977.

JOSSERAND, Louis. "L'évolution de la responsabilité". (in) Évolutions et Actualités – Conférences de Droit Civil. Paris: Recueil Sirey, 1936.

JUSTEN FILHO, Marçal. "Parecer sobre a responsabilidade direta da sociedade de economia mista por danos acarretados aos investidores". (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 205-277.

KAHNEMAN, Daniel; RIEPE, Mark W.. "Aspects of investors psychology", The Journal of Portfolio Management, Summer 1998, pp. 52-65.

KANNEGIEßER, Joachim. Die Vorstandsaußenhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen. Baden-Baden: Nomos, 2011.

KANT, Immanuel. "Resposta à pergunta: que é 'esclarecimento'? ('Aufklärung')". (in) Immanuel Kant – Textos Seletos. 2. Ed. Petrópolis, Vozes, 1985.

KANT, Immanuel. A Metafísica dos Costumes. 3. ed. Trad. José Lamengo. Lisboa: Calouste Gulbenkian, 2017.

KANT, Immanuel. Lógica. Trad. Guido António de Almeida. Rio de Janeiro: Tempo Brasil, 1992.

KANTROW, Jacob M. "Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo: Not Really a Loss Causation Case", Louisiana Law Review, vol. 67, n. 1, 2006, pp. 257-287.

KARPOFF, Jonathan M.; LEE, D. Scott; MARTIN, Gerald S. “The consequences to managers for financial misrepresentation”, *Journal of Financial Economics*, vol. 88, 2008, pp. 193–215.

KARPOFF, Jonathan M.; LEE, D. Scott; MARTIN, Gerald S. “The Cost to Firms of Cooking the Books”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43, n. 3, 2008, pp. 581-611.

KAUFMAN, Michael J.; WUNDERLICH, John M. “Regressing: The Troubling Dispositive Role of Event Studies in Securities Fraud Litigation”, *Stanford Journal Law, Business & Finance*, vol. 15, issue 1, 2010, p. 187.

KEETON, W. Page. (coord.). *Prosser and Keeton on the Law of Torts*. 5. Ed. St. Paul: West, 1984.

KELLER, Elisabeth. "Introductory Comment: A Historical Introduction to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934", *Ohio State Law Journal*, vol. 49, 1988.

KIRSHNER, Jodie A. “Directors’ and Officers’ Liability in the United States”. (in) DEAKIN, Simon; KOZIOL, Helmut; RISS, Olaf (org.). *Directors & Officers (D & O) Liability*. Berlin, Boston: De Gruyter, 2018, pp. 723-766.

KLEINDIEK, Detlef. *Deliktshaftung und juristische Person*. Tübingen: Mohr Siebeck, 1997.

KLIGER, Doron; GUREVICH, Gregory. *Event Studies for Financial Research: a comprehensive guide*. New York: Palgrave Macmillan, 2014.

KLÖHN, Lars. “Die Haftung wegen fehlerhafter Ad-hoc-Publizität gem. §§ 37b, 37c WpHG nach dem IKB-Urteil des BGH”, *AG* 2012, pp. 345-358.

KNEITZ, Camila; BENTO, Daniel; SOUZA, Fernando; PEREIRA, Henrique; TAMASHIRO, Larissa; BRETZ, Luiza. “Mapeamento de Questões Relevantes das Arbitragens Coletivas Societárias: Grupo de Pesquisas de Arbitragem e Direito Societário do CBAr Jovem”, *Revista Brasileira de Arbitragem*, n. 72, out-dez/2021, pp. 162-168.

KNEPPER, William; BAILEY, Dan A.. *Liability of corporate officers and directors*. Vol. 1. 5. Ed. Charlottesville: The Michie Company, 1993.

KNIJNIK, Danilo. “Os standards de convencimento judicial: paradigmas para o seu possível controle”, *Revista Forense*, vol. 353, separata, jan-fev/2001, pp. 15-52.

KNIJNIK, Danilo. *Prova pericial e seu controle no Direito Processual Brasileiro*. São Paulo: RT, 2017.

KÖNDGEN, Johannes. *Selbstbindung ohne Vertrag - Zur Haftung aus geschäftsbezogenem Handeln*. Tübingen: Mohr, 1981.

KÖNDGEN, Johannes. *Zur Theorie der Prospekthaftung*. Köln: Otto Schmidt, 1983.

KORSMO, Charles R.. “Market efficiency and fraud on the market: the danger of Halliburton”, *Lewis & Clark Law Review*, vol. 18, 2014.

KORT, Michael. “§2 Vertretungs- und Geschäftsführungsbefugnis des Vorstands”. (in) FLEISCHER, Holger (org.). *Handbuch des Vorstandsrechts*. Munique: C. H. Beck, 2006.

KOSLOW, Jon. “Estimating Aggregate Damages in Class-Action Litigation Under Rule 10b-5 for Purposes of Settlement”, *Fordham Law Review*, vol. 59, 1991, pp. 811-842.

KRAAKMAN, Reinier et al. *The anatomy of Corporate Law*. 3. Ed. Oxford: Oxford University Press, 2017.

KRAAKMAN, Reinier H. “Corporate liability strategies and the costs of legal controls”, *Yale Law Journal*, vol. 93, 1984, pp. 857-898.

KRAAKMAN, Reinier H., “Vicarious and Corporate Civil Liability”. (in) FAURE, Michael (org.). *Tort Law and Economics: Encyclopedia of Law and Economics*. Vol. 1. 2. Ed. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar Publishing, 2009, pp. 134-149.

KRAAKMAN, Reinier. “The economic functions of corporate liability”. (in) HOPT, Klaus J.; TEUBNER, Gunther (coord.). *Corporate governance and directors’ liabilities*. Berlin: Gruyter, 1985.

KRIPKE, Holmer. *The SEC and corporate disclosure: regulation in search for a purpose*. New York: Law and Business, 1979.

KUEHNLE, William H. "Secondary Liability under the Federal Securities Laws – Aiding and Abetting, Conspiracy, Controlling Person, and Agency: Common-Law Principles and the Statutory Scheme", *Journal of Corporation Law*, vol. 14, no. 2, Winter 1988, pp. 313-376.

KULMS, Rainer. “USA”. (in) HOPT, Klaus; VOIGT, Hans-Christoph (org.). *Prospekt- und Kapitalinformationshaftung*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2005.

KUMPAN, Christoph. “§9 WpPG”. (in) BAUMBACH, Adolf; HOPT, Klaus et al (org.). *Handelsgesetzbuch*. 39. Ed. München: C.H. Beck, 2020.

KÜMPEL, Siegrif. “Proteção do consumidor no direito bancário e no direito do mercado de capitais”, *Revista de Direito do Consumidor*, vol. 52/2004, pp. 319 – 346, Out - Dez / 2004 DTR\2004\915.

KUYVEN, Fernando. “Legitimidade ativa e passiva na Lei n. 7.913/89”. (in) ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos. (coord.). *A tutela coletiva do acionista minoritário*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 107-124.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, n. 6, December/1998, p. 1140 e ss. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/10.1086/250042?seq=1#page_scan_tab_contents. Acesso em: 09 de julho de 2019.

LACERDA, José Cândido Sampaio de. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 1978.

LALOU, Henri. *Traité pratique de la responsabilité civile*. 4. Ed. Paris: Dalloz, 1949.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (org.). *Direito das Companhias*. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “Estrutura da Companhia”, (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (org.). *Direito das Companhias*. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 563-631.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S/A: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

LAMY FILHO, Alfredo. “O dever de divulgar fato relevante e a obrigação de manter sigilo na oferta pública para aquisição de controle”, (in) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S/A: pressupostos, elaboração, aplicação*. Vol. II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, pp. 377-393.

LAMY FILHO, Alfredo. “Textos sobre a Reforma da Lei das S.A.”. (in) *Temas de S.A.: exposição e pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LANGEVOORT, Donald C. “Capping damages for open-market securities fraud”, *Arizona Law Review*, vol. 38, 1996, pp. 639-664.

LANGEVOORT, Donald C. “Disasters and Disclosures: Securities Fraud Liability in the Shadow of a Corporate Catastrophe”, *The Georgetown Law Journal*, vol. 107, 2019.

LARENZ, Karl. *Derecho de obligaciones*. Tomo I. Trad. Jaime Santos Briz. Madrid: Revista de Derecho Privado, 1958.

LARENZ, Karl. *Methodenlehre der Rechtswissenschaft*. 6. Ed. Berlin: Springer-Verlag, 1991.

LASSERRE-KIESOW, Valérie. “Rapport introductive”, (in) *L’aléa - Journées nationales Association Henri Capitant*. Tomo XIV. Paris: Dalloz, 2011.

LE CLUB DE JURISTES, *Rapport – L’évaluation du préjudice financier de l’investisseur dans les sociétés cotées*, Nov/2014. Disponível em:

http://www.agefi.fr/sites/agefi.fr/files/migrate/etudereference/BYPAGPXTTV_CDJ_R%25C3%25A9paration-du-pr%25C3%25A9judice-financier.pdf. Acesso em: 19/07/2020.

LE TORNEAU, Philipp. Droit de la responsabilité et des contrats. 6. Ed. Paris: Dalloz, 2006.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. "A responsabilidade da sociedade por desinformação do acionista e a arbitragem", Revista de Arbitragem e Mediação, vol. 50/2016.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. "A responsabilidade civil das companhias de mercado – A tutela coletiva dos investidores em sede arbitral". (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 49-79.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. "Os deveres funcionais dos administradores de S.A.". (in) Novos Pareceres. São Paulo: Singular, 2018, pp. 637-653.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. "Sociedade por ações – Atos praticados por seus diretores em razão de administração – Responsabilidade daquela e destes, solidariamente, se agiram com culpa ou contrariamente aos estatutos sociais", RDM n. 2, ano X, 1971, pp. 74-82.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Obrigação Tributária. São Paulo: Bushatsky, 1971.

LEONEL, Ricardo de Barros. Manual do Processo Coletivo. 4. Ed. São Paulo: Malheiros, 2017.

LESGUILLIER, Gérard, "Diffusion de fausses information pour afir sur le cours des titres", Bulletin Joly Bourse, Jan-Fev/1998, n. 1, pp. 121-142.

LIMA, Alvino. A responsabilidade civil pelo fato de outrem. Rio de Janeiro: Forense, 1973.

LIMA, Alvino. Culpa e Risco. São Paulo: RT, 1960.

LIN, Joyce Lee Suet. "Barring Recovery for Diminution in Value of Shares on the Reflective Loss Principle", The Cambridge Law Journal, Vol. 66, No. 3 (Nov., 2007), pp. 537-558.

LIPTON, Ann M.. "Fact or fiction: flawed approaches to evaluating market behavior in securities litigation", The Tennessee Journal of Business Law, vol. 20, 2019.

LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. Fundamentals of Securities Regulation. Vol. 2. 7. Ed. New York: Wolters Kluwer, 2018.

LUCANTONI, Paola. L'informazione da Prospetto. Milano: Giuffrè, 2020.

LUCENA, José Waldecy. Das Sociedades Anônimas. Comentários, v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

MACEY, Jonathan R.; MILLER, Geoffrey P.; MITCHELL, Mark L.; NETTER, Jeffry M. “Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson”, *Virginia Law Review*, v. 77, n. 5, 1991, pp. 1017-1049.

MANCUSO, Rodolfo de Camargo. “Ação civil pública para tutela dos interesses dos titulares de valores mobiliários e investidores do mercado. Uma análise da Lei 7.913, de 7.12.89”. (in) ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos (coord.). *A tutela coletiva do acionista minoritário*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

MARCIUKAITYTE, Dalia; SZEWCZYK, Samuel H.; UZUN, Hatice; VARMA, Raj. “Governance and Performance Changes after Accusations of Corporate Fraud”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 62, No. 3, Maio-Junho/2006, pp. 32-41.

MARCONDES, Sylvio. “Direito mercantil e atividade negocial no projeto do código civil”. (in) *Questões de Direito Mercantil*. São Paulo: Saraiva, 1977.

MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. “Perdas e danos”, (in) LOTUFO, Renan; NANNI, Giovanni Ettore (coord.). *Obrigações*. São Paulo: Atlas, 2011.

MARINONI, Luiz Guilherme; ARENHART, Sérgio Cruz. *Prova e convicção*. 5. Ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. *Condição suspensiva – Função, estrutura e regime jurídico*. São Paulo: Almedina, 2017.

MARTINS-COSTA, Judith; GIANNOTTI, Luca. “A culpa no Direito das Obrigações: notas para uma história de conceitos jurídicos fundamentais”. (in) PIRES, Fernanda Ivo (org.). *Da estrutura à função da responsabilidade civil: uma homenagem do Instituto Brasileiro de Responsabilidade Civil (IBERC) ao Professor Renan Lotufo*. Indaiatuba: Foco, 2021, pp. 163-178.

MARTINS-COSTA, Judith; PARGENDLER, Mariana, “Os usos e abusos da função punitiva (punitive damages e o Direito Brasileiro)”, *Revista CEJ*, Brasília, n. 28, jan-mar/2005.

MARTINS-COSTA, Judith. “A linguagem da responsabilidade civil”. (in) BIANCHI, José Flávio; PINHEIRO, Rodrigo Gomes de Mendonça; ALVIM, Teresa Arruda (coord.). *Jurisdição e Direito Privado - Estudos em homenagem aos 20 anos da Ministra Nancy Andrighi no STJ*. São Paulo: RT, 2020.

MARTINS-COSTA, Judith. “Apresentação”. (in) *Modelos de Direito Privado*. São Paulo: Marcial Pons, 2014.

MARTINS-COSTA, Judith. “O Direito Privado como um “sistema em construção” - As cláusulas gerais no Projeto do Código Civil brasileiro”, Revista de Informação Legislativa, Brasília a. 35 n. 139 jul./set. 1998.

MARTINS-COSTA, Judith. “Oferta Pública para a aquisição de ações (OPA) – Teoria da confiança – Deveres de proteção violados – A disciplina informativa e o mercado de capitais – Responsabilidade pela confiança – Abuso do poder de controle”, RDM n. 140, Ano XLIV, Out-Dez/2005.

MARTINS-COSTA, Judith. “Os Avatares do Abuso do Direito e o Rumo Indicado pela Boa-Fé”. (in) TEPEDINO, Gustavo (org.). Direito civil contemporâneo: novos problemas à luz da legalidade constitucional: anais do Congresso Internacional de Direito Civil-Constitucional da Cidade do Rio de Janeiro. São Paulo: Atlas, 2008.

MARTINS-COSTA, Judith. “Os danos à pessoa no Direito brasileiro e a natureza da sua reparação”, Revista dos Tribunais, vol. 789/2001, pp. 21 – 47, Jul/2001 (acesso versão digital).

MARTINS-COSTA, Judith. “Os regimes do dolo civil no Direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar”, Revista dos Tribunais, vol. 923/2012, p. 115 – 143, set/2012, DTR\2012\450670 (acesso versão digital).

MARTINS-COSTA, Judith. “Um aspecto da obrigação de indenizar: notas para uma sistematização dos deveres pré-negociais de proteção no Direito Civil brasileiro”, Revista dos Tribunais, vol. 867/2008, pp. 11 - 51, Jan / 2008, DTR\2008\738 (acesso versão digital).

MARTINS-COSTA, Judith. “O árbitro e o cálculo do montante da indenização”. (in) CARMONA, Carlos Alberto; LEMES, Selma Maria Ferreira; MARTINS, Pedro Batista (Orgs.). 20 anos da Lei de Arbitragem: homenagem a Petrônio R. Muniz. São Paulo: Atlas, 2017, pp. 609-638.

MARTINS-COSTA, Judith; ZANETTI, Cristiano de Sousa, “Responsabilidade contratual: prazo prescricional de dez anos”, Revista dos Tribunais, vol. 979/2017, maio/2017, pp. 215-24.

MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação. 2. Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. Vol. V. Tomo II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

MARTINS, Alexandre Souveral. “It’s the end of the world as we know it? Sobre a responsabilidade civil pelo prospeto”, Direito das Sociedades em Revista, Vol. 22, ano 11, Outubro/2019, pp. 63-80.

MARTINS, Fran. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Artigo por Artigo. 4ª ed. Atual. Roberto Papini. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MARTY, Gabriel; RAYNAUD, Pierre. Droit civil – Les Obligations. Tome II. Vol. 1. Paris: Sirey, 1962.

MAYNARD, Therese H. “Liability Under Section 12(2) of the Securities Act of 1933 for Fraudulent Trading in Postdistribution Markets”, William and Mary Law Review, Vol. 32, Issue 4, 1991.

MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Leon. Traité théorique et pratique de la responsabilité civile délictuelle et contractuelle. 4. Ed. Tomo I. Paris: Sirey, 1947.

MAZEAUD, Leon. Traité théorique et pratique de la responsabilité civile délictuelle et contractuelle. 4. Ed. Tomo II. Paris: Sirey, 1949.

MEIRELLES, Hely Lopes. “Ação civil pública”. (in) MEIRELLES, Hely Lopes; WALD, Arnaldo; MENDES, Gilmar Ferreira. Mandado de Segurança e Ações Constitucionais. 36. Ed. Atual. Ampl. São Paulo: Malheiros, 2014.

MEIRELLES, Hely Lopes. Direito administrativo brasileiro. 6. Ed. São Paulo: RT, 1978.

MELLO, Marcos Bernardes de. Teoria do fato jurídico: plano da validade. São Paulo: Saraiva educação, 2019.

MENKE, Fabiano. “Art. 138”. (in) NANNI, Giovanni Ettore. Comentários ao Código Civil: Direito Privado Contemporâneo. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

MICHOUD, Léon. La théorie de la personnalité morale et son application au Droit Français. 3. Ed. Parte II. Paris: LGDJ, 1932.

MILLER, Edward M.. “Risk, uncertainty, and divergence of opinion”, The Journal of Finance, Vol. XXXII, n. 4, Set/1977.

MINERVINI, Gustavo. “Note in tema di responsabilità degli amministratori di società per azioni - artt. 2394 e 2395 Cod. Civ”, Rivista Del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni, 5-6, 1954 (versão digital).

MINET, Alice. La perte de chance en droit administrative. Paris: LGDJ, 2014.

MOMMSEN, Friedrich. Zur Lehre von dem Interesse. Braunschweig: C.A. Schwetschke und Sohn, 1855.

MOREIRA ALVES, José Carlos. A parte geral do projeto de código civil brasileiro. São Paulo: Saraiva, 1986.

MOREIRA, Egon Bockmann et al. *Comentários à lei de Ação Civil Pública*. São Paulo: RT, 2016.

MOREIRA, José Carlos Barbosa. “A ação popular do direito brasileiro como instrumento de tutela jurisdicional dos chamados ‘interesses difusos’”. (in) GRINOVER Ada Pellegrini et al (org.). *Processo Coletivo: do surgimento à atualidade*. São Paulo: RT, 2014.

MOREIRA, José Carlos Barbosa. “Tutela jurisdicional dos interesses coletivos ou difusos”. (in) GRINOVER Ada Pellegrini et al (org.). *Processo Coletivo: do surgimento à atualidade*. São Paulo: RT, 2014.

MOTA PINTO, Paulo. *Interesse contratual positivo e interesse contratual negativo*. Vols. I e II. Coimbra: Coimbra Editora, 2008.

MÜLBERT, Peter O.; STEUP, Steffen. “8. Teil Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation”. (in) HABERSACK, Mathias; MÜLBERT, Peter O.; SCHLITT, Michael (coord.) *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*. 4. Ed. Köln: Otto Schmidt, 2019.

MULHOLLAND, Caitlin Sampaio. *A responsabilidade civil por presunção de causalidade*. Rio de Janeiro: GZ, 2010.

MULLANEY, Thomas J.. “Theories of Measuring Damages in Security Cases and the Effects of Damages on Liability”, *Fordham Law Review*, vol. 46, 1977.

MUNARI, Alessandro. “Bilancio falso e responsabilità ex art. 2395 c.c. (nota a Trib. Milano, Sez. Specializzata in Materia di Impresa B, 21 giugno 2016, n. 7695)”, *Rivista di Diritto Societario*, 2/2017, pp. 461-482.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Influência do patrimonialismo na sociedade anônima - Importância dos mecanismos privados de efetivação dos devedores do acionista controlador e dos administradores”, (in) VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. (Org.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 129-156.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. “A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem”. (in) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. Pereira (coord.). *Processo Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 77-97.

NANNI, Giovanni Ettore. “Art. 402”. (in) NANNI, Giovanni Ettore (coord.). *Comentários ao Código Civil*. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

NASS, Gustav. *Person, Persönlichkeit und juristische Person*. Berlin: Duncker & Humblot, 1964.

NODA, Margareth. *A fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação no Brasil*. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015.

NORONHA, Fernando. "Responsabilidade Civil de Pessoas Jurídicas (em Especialidades) e de seus Administradores, por Atos Destes", *Revista da Escola Superior da Magistratura do Estado de Santa Catarina (ESMESC)*, v. 2, 1996, pp. 59-90.

NORONHA, Fernando. *Direito das Obrigações*. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013 (edição e-book).

NOTE – Congress, the Supreme Court, and the rise of securities-fraud class actions, *Harvard Law Review*, vol. 132, 2019, pp. 1067-1088.

OCDE, "Private enforcement of shareholder rights: A comparison of selected jurisdictions and policy alternatives for Brazil", 2020. Disponível em: <http://www.oecd.org/corporate/shareholder-rights-brazil.htm>. Acesso em: 12/03/2022.

OLIVEIRA, Renata Fialho de. *Interpretação e aplicação de convenções internacionais em matéria substantiva, processual e conflitual*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2014.

PALANDT, Otto. *Bürgerliches Gesetzbuch*. 79. Ed. München: C. H. Beck, 2020.

PAREDES, Troy. "Blinded by the light: information overload and its consequences for securities regulation", *Washington University Law Quarterly* vol. 81, (2003), pp. 417-485. Disponível em: https://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol81/iss2/7. Acesso em: 10/01/2021.

PARENTE, Flavia. *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PARGENDLER, Mariana. "Veil peeking: The Corporation as a nexus for regulation", *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 169, 2021, pp. 717-781.

PARK, James J. "Bondholders and Securities Class Actions", *Minnesota Law Review*, 99, 2014, pp. 585-648.

PASTORE, Délton Esteves. "Acionistas minoritários e a ação coletiva: os 30 anos da Lei 7.913/89". (in) ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos (coord.). *A tutela coletiva do acionista minoritário*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

PATELLA, Laura; FERREIRA, Mariana Martins-Costa. "O regime de excesso de poderes dos administradores de sociedades personificadas no Código Civil". (in) BARBOSA, Henrique; SILVA, Jorge Cesa Ferreira da (coord.). *A Evolução do Direito Empresarial e Obrigacional - 18*

anos do Código Civil (Societário & Direito de Empresa). Vol. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 611-642.

PAYNE, Jennifer. “Disclosure of inside information”. (in) TOUNTOPOULOS, Vassilios; VEIL, Rüdiger (coord.). Transparency of Stock Corporations in Europe. Oxford: HART, 2019.

PEDRAZZI, Cesare; COSTA JR., Paulo José da. Direito Penal das Sociedades Anônimas. São Paulo: RT, 1973.

PEIXOTO, Ravi. Standards probatórios no Direito Processual Brasileiro. Salvador: JusPodivm, 2021

PEREIRA, Caio Mário da Silva. Responsabilidade Civil. Atual. Gustavo Tepedino. 12. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

PEREIRA, Fabio Queiroz. O ressarcimento do dano pré-contratual – interesse negativo e interesse positivo. São Paulo: Almedina, 2017.

PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Enforcement* e tutela indenizatória no direito societário e no mercado de capitais. São Paulo: Quartier latin, 2018.

PEREIRA, Regis Fichtner. A responsabilidade civil pré-contratual. Rio de Janeiro: Renovar: 2001.

PERRONE, Andrea. Il diritto del mercato dei capitali. Milano: Giuffrè, 2020.

PETRIN, Martin. "The Curious Case of Directors' and Officers' Liability for Supervision and Management: Exploring the Intersection of Corporate and Tort Law", American University Law Review 59, n. 6, Ago/2012, pp. 1661-1711.

PIETRANCOSTA, Alain. “Délits boursiers: la réparation du préjudice subi par l’investisseur”, Revue Trimestrielle de Droit Financier, n. 3, 2007, pp. 1-7.

PINA, Carlos Costa. Dever de informação e responsabilidade pelo prospecto no mercado primário de valores mobiliários. Coimbra: Coimbra Editora, 1999.

PINARDI, Marco. “La responsabilità per danni da informazione nel mercato finanziario”, La nuova giurisprudenza civile commentata, Vol. 18, Fascículo 4, 2002, pp. 349-366.

PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais. 8. Ed. São Paulo: Atlas, 2016.

PITTA, André Grunspun. “Art. 21”. (in) CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

PITTA, André Grünspur. O regime de informação das companhias abertas. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

POLINSKY, A. Mitchell; SHAVELL, Steven. “Punitive damages”, (in) BOUCKAERT, Boudewijn; DE GEEST, Gerrit (org.). Encyclopedia of Law and Economics. Vol. II. Cheltenham: Edward Elgar, 2000.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo I. 2. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo II. 2. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo IV. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo XXII. Rio de Janeiro: Borsoi, 1958.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo XXVI. Rio de Janeiro: Borsoi, 1959.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo XXXVIII. Rio de Janeiro: Borsoi, 1962.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo LIII. Rio de Janeiro: Borsoi, 1966.

POSNER, Richard A. "Guido Calabresi's 'The Costs of Accidents': A Reassessment," Maryland Law Review, vol. 64, 2005, pp. 12-23.

POUND, Roscoe. “Law in books and law in action”, American Law Review, vol. 44, 1, 1910, pp. 12-36.

PRADO, José Estevam de Almeida. Responsabilidade civil por divulgação de informação falsa ou enganosa ou omissão de informação relevante no mercado de valores mobiliários. Dissertação de Mestrado. Escola de Direito de São Paulo. Fundação Getulio Vargas, 2018.

PRADO, Viviane Muller; DECACCHE, Antonio. “Arbitragem coletiva e companhias abertas”, Revista de Arbitragem e Mediação, vol. 52/2017, pp. 99 – 122, Jan - Mar / 2017.

PRADO, Viviane Muller. "Brazil: The Protection of Minority Investors and Compensation for Their Losses", (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), Global Securities Litigation and Enforcement. Cambridge: Cambridge University Press, 2019.

PRADO, Viviane Muller. “Os desafios para o ressarcimento dos investidores”. (in) WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). A

responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 367-427.

PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato. “Indenização de investidores por termo de compromisso”. (in) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. Pereira (coord.). Processo Societário II. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 823-843.

PRATA, Ana. Responsabilidade pré-contratual: uma perspectiva comprada dos direitos brasileiro e português. Coimbra: Almedina, 2018.

PRITCHARD, Adam C. "Halliburton II: A Loser's History." Duke Journal Constitution Law & Public Policy, vol. 10, n. 2, 2015, pp. 27-55.

PROROK, Johan. La responsabilité civile sur les marchés financiers. Paris: LGDJ, 2019.

PÜSCHEL, Flávia Portella; PRADO, Viviane Muller. “Teoria da perda de uma chance e indenização de investidores pelo mecanismo de ressarcimento de prejuízos da BM&FBovespa Supervisão de Mercados – BSM”, Revista de Direito Civil Contemporâneo, vol. 9/2016, p. 159 – 184, Out - Dez / 2016, DTR\2016\24545.

QUÉZEL-AMBRUNAZ, Christophe. Essai sur la causalité en droit de la responsabilité civile. Paris: Dalloz, 2010.

RAISER, Thomas. “Der Begriff der juristischen Person. Eine Neubesinnung”, Archiv für die civilistische Praxis, 1999, H. 1/2 (1999), pp. 104-144.

RANGEL, Alexandre Costa. “Opinião: o problema orçamentário da CVM tem solução. É preciso vontade política”, Brazil Journal, 26 de janeiro de 2022. Disponível em: <https://braziljournal.com/opinio-o-problema-orcamentario-da-cvm-tem-solucao-e-preciso-vontade-politica>. Acesso em: 20/04/2022.

RÁO, Vicente. Ato jurídico. 3. Ed. São Paulo: Saraiva, 1981.

RÁO, Vicente. O direito e a vida dos direitos. Vol. I e II. São Paulo: Max Limond, 1960.

RAUTERBERG, Gabriel. “The essential role of agency law”, Michigan Law Review, vol. 118, Fev/2020, pp. 609-653.

REALE, Miguel. “Anteprojeto do Código Civil”, Revista de Informação Legislativa, Jul-Set/1972, pp. 3-24.

REALE, Miguel. Estudos preliminares do Código Civil. São Paulo: RT, 2003.

REALE, Miguel. Fontes e Modelos do Direito. São Paulo: Saraiva, 1994.

REALE, Miguel. Lições Preliminares de Direito. Coimbra: Almedina, 1982.

REBELLO, Carlos. “Empresas com ADR: investidores brasileiros, tenham cautela!”, *Capital Aberto*, 22 de janeiro de 2016.

REDENIUS-HOEVERMANN, Julia. *La responsabilité des dirigeants dans les sociétés anonymes en droit français et droit allemand*. Paris: LGDJ, 2010.

REQUIÃO, Rubens. “Dissertação crítica ao projeto de Código Civil”, (in) *Aspectos modernos de direito comercial: estudos e pareceres*. 2. Ed. São Paulo: Saraiva, 1988.

RIBAS, Antonio Joaquim. *Curso de Direito Civil Brasileiro*. Tomo II. Rio de Janeiro: Garnier, 1880.

RICHARDSON III, George O. “Omission and Nondisclosure Under SED Rule 10b-5: A Distinction in Search of a Difference”, *Fordham Urban Law Journal*, vol. VII, 1979, pp. 423-440.

RIPERT, Georges; ROBLOT, René; GERMAIN, Michel. *Traité de Droit Commercial*. Tome 1. 15. Ed. Paris: LGDJ, 1993.

RIPERT, Georges. *La règle morale dans les obligations civiles*. 4. Ed. Paris: LGDJ, 1949.

RODIÈRE, René. *La responsabilité civile*. Paris: Rousseau et cie, 1952.

RODRIGUES JÚNIOR, Otávio Luiz. “Nexo causal probabilístico: elementos para a crítica de um conceito”, *Revista de Direito Civil Contemporâneo*, vol. 8, jul-set/2016, pp. 115-137, DTR\2016\23933.

RODRIGUES, Antonio Coelho. *Projecto do Codigo Civil Brasileiro*. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1893.

RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A protecção dos investidores em Valores Mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2001.

ROMERO, Cristiano; MAIA, Camila; TORRES, Fernando; RAMALHO, André. “Petrobras vai pagar indenização bilionária para encerrar ação em NY”, *Valor Econômico*, 04 de janeiro de 2018.

RONTCHEVSKY, Nicolas. “Note. Condamnation du président et des commissaires aux comptes d’une société cotée à réparer le préjudice causé aux actionnaires par un délit de fausse information”, *Bulletin Joly Sociétés*, Agosto-Setembro/1998, pp. 925-951.

RONTCHEVSKY, Nicolas. “La responsabilité civile d’une société cotée, qui a sciemment fait publier une information mensongère sur les résultats prévisibles d’un exercice, peut être engagée envers celui qui a acquis des actions même sans une intervention préalable de l’autorité de marché”, *RTD Com*. 2004, p. 567.

RONTCHEVSKY, Nicolas. “Le préjudice de celui qui acquiert ou conserve des titres au vu de fausses informations s'analyse en la perte d'une chance”, *Revue Trimestrielle de Droit Commercial*, 2010 pp. 407 e ss.;

RONTCHEVSKY, Nicolas. “Réparation du préjudice subi par l'investisseur victime d'informations financières trompeuses : perte de chance ou évaluation rigoureuse?”, *Revue Trimestrielle de Droit Commercial*, 2014, pp. 829 e ss.

RONTCHEVSKY, Nicolas. “Responsabilité pénale des dirigeants. Présentations de comptes annuels inexacts. Image fidèle (non). Délit d'initié. Abus de biens sociaux”, *Bulletin Joly Sociétés*, Mai/1998, §165, pp. 485-511.

RONTCHEVSKY, Nicolas, “Délits d'initié et de fausse information”, *RTD Com*, 1999, p. 928.

ROOSEVELT, Franklin D. “Recommendation for Federal Supervision of Investment Securities in Interstate Commerce”, (in) *The Public Papers and Addresses of Franklin D. Roosevelt*, Vol. III (The year of the crisis). Nova York: Random House, 1933.

ROOSEVELT, Kermit III. “Defeating Class Certification”, *Review of Litigation*, vol. 22, n. 2, Spring 2003, pp. 405-433.

ROSE, Amanda. “Reforming securities litigation reform: restructuring the relationship between public and private enforcement of rule 10B-5”, *Columbia Law Review*, vol. 108, n. 6, 2008, pp. 1301-1364.

ROSENVOLD, Nelson. *As funções da responsabilidade civil – A reparação e a pena civil*. 3. Ed.. São Paulo: Saraiva, 2017.

RUSSELL, Alfredo. *Sociedades Anonymas*. 2. ed. Rio de Janeiro: Jacintho, 1937.

SÁ, Paulo Fernandes de. “A regulamentação brasileira do Mercado de Capitais e um plano para um Fundo de Investimento”. (in) SÁ, Paulo Fernandes de; MELLO, Celso D. A. *Intervenção do Estado no Domínio Econômico*. Rio de Janeiro: Editora Rio, 1973, pp. 11-65.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Administradores de sociedades anônimas: a relação jurídica entre o administrador e a sociedade*. São Paulo: Almedina, 2015.

SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. “O princípio da reparação integral e o arbitramento equitativo da indenização por dano moral no Código Civil”. (in) MARTINS-COSTA, Judith (coord.). *Modelos de Direito Privado*. São Paulo: Marcial Pons, 2014.

SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. *Princípio da reparação integral*. São Paulo: Saraiva, 2010.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais – Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. “As atuações conjuntas da CVM. Do MPF na tutela coletiva”. (in) ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos. (coord.). A tutela coletiva do acionista minoritário. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 13-29.

SANTOS, Aline de Menezes. “Art. 1º”. (in) CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

SANTOS, Joaquim Felício dos. Projecto do Código Civil Brasileiro e Commentario. Tomo I. Rio de Janeiro: H. Laemmert & C., 1884.

SATIRO, Francisco. “Derivativos de bolsa”. (in) KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2012.

SAVATIER, René. Traité de la responsabilité civile en Droit Français. Tomo I. 2. Ed. Paris: LGDJ, 1951.

SAVATIER, René. Traité de la responsabilité civile en Droit Français. Tomo II. 2. Ed. Paris: LGDJ, 1951.

SAVI, Sérgio. Responsabilidade civil por perda de uma chance. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2012.

SAVIGNY, Friedrich Carl von. System des heutigen Römischen Rechts. Vol. 2. Berlin: Veit, 1840.

SCHÄFER, Carsten; WEBER, Martin; WOLF, Peter. “Berechnung und Pauschalierung des Kursdifferenzschadens bei fehlerhafter Kapitalmarktinformation”, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2008, Heft 5, pp. 197 e ss.

SCHINCARIOL, Juliana. “Multas aplicadas pela CVM em 2019 somam mais de R\$ 1 bi”, Valor Pro, 12 de março de 2020. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/objetivo/de-olho-no-mercado/noticia/2020/03/12/multas-aplicadas-pela-cvm-em-2019-somam-mais-de-r-1-bi.ghtml>. Acesso em: 20/04/2022.

SCHLEIFER, Andrei. Inefficient markets – An introduction to behavioral finance. Oxford: Oxford University Press, 2000.

SCHMIDT, Jan Peter. “Responsabilidade Civil no Direito Alemão e Método Funcional Comparado”. (in) RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz (org.). Responsabilidade civil contemporânea: em homenagem a Sílvio de Salvo Venosa. São Paulo: Atlas, 2011, pp. 731-739.

SCHMIDT, Karsten. Gesellschaftsrecht. München: Carl Heymanns Verlag, 1986.

SCHREIBER, Anderson. *Novos paradigmas da responsabilidade civil*. 6. Ed. São Paulo: Atlas, 2015.

SELIGMAN, Joel. “The merits do matter”, *Harvard Law Review*, vol. 108, 1994, pp. 438-457.

SELIGMAN, Joel. *The transformation of Wall Street: a history of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*. Boston: Northeastern University Press, 1995.

SENADO FEDERAL, *Annaes do Senado, Livro 3, 1882*. Disponível em: https://www.senado.leg.br/publicacoes/anais/pdf/Anais_Imperio/1882/1882%20Livro%203.pdf. Acesso em: 03/01/2022.

SETHE, Rolf. “Haftung für falsche und unterlassene Kapitalmarktinformationen”. (in) ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHNEIDER, Uwe H. (org.). *Wertpapierhandelsgesetz Kommentar*. 6. Ed. Köln: Dr. Otto Verlag, 2012.

SHAPIRA, Giora. “Shareholder Personal Action in Respect of a Loss Suffered by the Company: The Problem of Overlapping Claims and "Reflective Loss" in English Company Law”, *The International Lawyer*, Vol. 37, No. 1, Symposium: International Company and Securities Law (spring 2003), pp. 137-152.

SHAVELL, Stevens. *Foundations of economic analysis of Law*. Cambridge: Harvard University Press, 2004.

SHILLER, Robert J.. “From Efficiency Markets Theory to Behavioral Finance”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, n. 1, 2003, pp. 83-104.

SHILLER, Robert J.. “Speculative Asset Prices”, *American Economic Review*, vol. 104, n. 6, 2014, pp. 1486–1517.

SHILLER, Robert J.. “Stock Prices and Social Dynamics”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:1984.

SHILLER, Robert J.. *Irrational exuberance*. 3. Ed. Princeton: Princeton University Press, 2015.

SILVA, Eva Sónia Moreira. *As relações entre a responsabilidade pré-contratual por informações e os vícios da vontade (erro e dolo) – o caso da indução negligente em erro*. Coimbra: Almedina, 2010.

SILVA, Jorge Cesa Ferreira da. *Inadimplemento das obrigações*. São Paulo: RT, 2007.

SILVA, Rafael Peteffi da. “Antijuridicidade na responsabilidade civil extracontratual: da amplitude conceitual aos mecanismos de identificação”. (in) BENETTI, Giovana et al (org). *Direito, Cultura e Método: Leituras da Obra de Judith Martins-Costa*. Rio de Janeiro: GZ, 2019.

SILVA, Rafael Peteffi da. “Responsabilidade civil pela perda de uma chance no Brasil: principais requisitos e a consolidação de um modelo jurídico contemporâneo”. (in) BARBOSA, Henrique; SILVA, Jorge Cesa Ferreira da (coord.). A Evolução do Direito Empresarial e Obrigacional - 18 anos do Código Civil (Obrigações & Contratos). Vol. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 723-746.

SILVA, Rafael Peteffi da. Responsabilidade civil pela perda de uma chance: uma análise do direito comparado e brasileiro. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2013.

SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. "Apontamentos sobre a questão da diligência na responsabilização de companhias abertas pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado", Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, Edição Especial do Seminário Código Civil e o Mercado de Valores Mobiliários, Novembro 2018.

SINDE MONTEIRO, Jorge. “Responsabilidade civil”, Revista de Direito e Economia vol. 4, 1978, pp. 313-415.

SOMMER JR., A. A., “Rule 10b-5: Notes for Legislation”, Western Reserve Law Review, vol. 17, 1966. Disponível em: <https://scholarlycommons.law.case.edu/caselrev/vol17/iss4/5>. Acesso em: 11/01/2021.

SOTIROPOULOU, Anastasia. Les obligations d’informations des sociétés cotées en Droit de l’union européenne. Bruxelles: Larcier, 2012.

SPINDLER, Gerald. “Zivilrechtliche Verantwortlichkeit gegenüber Dritten”. (in) FLEISCHER, Holger (coord.). Handbuch des Vorstandsrechts. München: C. H. Beck, 2006, pp. 385-447.

SPINDLER, Gerald. Unternehmensorganisationspflichten: Zivilrechtliche und öffentlich-rechtliche Regelungskonzepte. 2. Ed. Göttingen: Universitätsverlag Göttingen, 2011.

SPINDLER, James Cameron. “We have a consensus on fraud on the market – and it’s wrong”, Harvard Business Law Review, vol. 7, 2017, pp. 67-114.

SPITZ, Nicolas. La réparation des préjudices boursiers. Paris : Revue Banque Edition, 2010.

STARCK, Boris. Droit Civil - Obligations. Paris: Librairies Techniques, 1972.

STECKMAN, Laurence A.; CONNER, Robert E.; STECKMAN TAYLOR, Kris. "Loss Causation, Economic Loss Rules and Offset Defenses – Dismissal Motion Practice after Acticon A.G. v. China North East Petroleum Holdings Ltd.", Touro Law Review, Vol. 31, n. 3, Article 14, 2015, pp. 501-520.

STEINER, Renata. *Reparação de danos: interesse positivo e interesse negativo*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

STIGLER, George. “The economics of information”, *The Journal of Political Economy*, Vol. LXIX, jun/1961.

STOLL, Heinrich. “Haftung für das Verhalten während der Vertragsverhandlungen”, *Leipziger Zeitschrift für Deutsches Recht*, XVII. Jahrgang 1923.

STOUT, Lynn A. “The mechanisms of market inefficiency: an introduction to the new finance”, *The Journal of Corporation Law*, Summer 2003.

STOUT, Lynn A., “Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation”, *Virginia Law Review*, vol. 81, n. 3, 1995, pp. 611-712.

TABAK, David. “Making Assessments About Materiality Less Subjective Through The Use of Content Analysis”, Working Paper, 13 de março de 2007. Disponível em: <https://www.nera.com/publications/archive/2007/making-assessments-about-materiality-less-subjective-through-the.html>. Acesso em: 15/02/2021.

TARUFFO, Michele. “La prova del nesso causale”, *Rivista critica del diritto privato*, anno XXIV, n. 1, mar/2006.

TARUFFO, Michele. “La valutazione delle prove”. (in) TARUFFO, Michele (org.). *La prova nel Processo Civile*. Milão: Giuffrè, 2012.

TARUFFO, Michele. “Rethinking the Standards of Proof”, *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 51, No. 3 (Summer, 2003), pp. 659-677.

TARUFFO, Michele. *A prova*. Trad. João Gabriel Couto. São Paulo: Marcial Pons, 2014.

TEIXEIRA DE FREITAS, Augusto. *Código Civil – Esboço*. Vol. 1. Rio de Janeiro, Ministério da Justiça e Negócios Interiores, Serviço de Documentação, 1952.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. Vol. 1. São Paulo: Bushatsky, 1979.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. Vol. 2. São Paulo: Bushatsky, 1979.

TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. *Código civil interpretado: conforme a Constituição da República*. Vol. II. 2. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

TEPEDINO, Gustavo. “Formação progressiva dos contratos e responsabilidade pré-contratual: notas para uma sistematização”. (in) BENETTI, Giovana *et al* (org). Direito, Cultura e Método: Leituras da Obra de Judith Martins-Costa. Rio de Janeiro: GZ, 2019.

TEPEDINO, Gustavo. “Nexo de causalidade: conceito, teorias e aplicação na jurisprudência brasileira”. (in) RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz; MAMEDE, Gladston; ROCHA, Maria Vital da (coord.) Responsabilidade civil contemporânea – Em homenagem a Sílvio Venosa. São Paulo: Atlas, 2011.

TEPEDINO, Gustavo. “Notas sobre o nexo de causalidade”, Revista Jurídica n. 296, junho/2002, pp. 7-18.

TEPEDINO, Gustavo. “O art. 931 do Código Civil e a antijuridicidade do dano injusto”, Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil, Belo Horizonte, v. 22, pp. 11-13, out./dez. 2019.

TERRÉ, François; SIMLER, Philippe; LEQUETTE, Yves. Droit civil – Les obligations. 7. Ed. Paris: Dalloz, 1999.

THORSEN, M. S.; KAPLAN, R. A.; HAKALA, S. ., “Rediscovering the Economics of Loss Causation”, Journal Business & Securities Law, vol.6, 2006.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. “A Lei 7.913, de 7 de dezembro de 1989 – A tutela judicial do mercado de valores mobiliários”, Revista dos Tribunais, vol. 667/1991, pp. 70 - 78, Maio/1991. Acesso a versão digital, p. 2. Disponível em: <https://revistadostribunais.com.br/>.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. O conselho de administração na sociedade anônima. São Paulo: Atlas, 1997.

TOPOL, David; SCHWARZ, Jody. “‘Aggregate damages’ calculations in securities class actions”, Plus Journal, Maio/2005, pp. 1-3.

TORCHIO, Frank C. “Proper Event Study Analysis in Securities Litigation”, Journal of Corporation Law, vol. 35, n. 1, 2009.

TRINDADE, Marcelo. “O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil”. (in) SADDI, Jairo (org.). Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos. São Paulo: IOB, 2002.

TRUBEK, David. M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; SÁ, Paulo Fernandes de. Direito, Planejamento e desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro (1965-1970). 2. Ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

TURCO, Claudio. Interesse negativo e responsabilità precontrattuale. Milão: Giuffrè, 1990.

U.S. Chamber Institute for Legal Reform. “Risk and Reward: The Securities Class Action Lottery”, 25 de fevereiro de 2019, Disponível em: <https://www.instituteforlegalreform.com/research/risk-and-reward-the-securities-fraud-class-action-lottery>. Acesso em 12 de julho de 2019.

VALENTI, Graziella. “Investidores iniciam arbitragem contra a Vale”, Valor Econômico, 17/07/2019. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/6353005/investidores-iniciam-arbitragem-contra-vale>. Acesso em: 17/07/2019.

VALVERDE, Trajano de Miranda. Sociedades por ações. Vol. II. 2. Ed. Rio de Janeiro: 1953.

VAMPRÉ, Spencer. Tratado Elementar de Direito Commercial. Vol. II. Rio de Janeiro: F. Briguiet & Cia, 1922.

VEIGA JÚNIOR, Didimo Agapito da. As Sociedades Anonymas. Commentario. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1888.

VEIGA, Didimo Agapito da. Codigo Commercial Commentado. Vol. 2. Rio de Janeiro: Laemmert & C., 1901.

VELIKONJA, Urska. “The Cost of Securities Fraud”, William & Mary Law Review, vol. 54, 2013, pp. 1887-1957.

VENTURA, Raul; BRITO CORREIA, Luis. “Responsabilidade civil dos administradores de sociedades anônimas e dos gerentes de sociedades por quotas: estudo comparativo dos direitos alemão, francês, italiano e português”, Boletim do Ministério da Justiça n. 192, janeiro, 1970.

VERSE, Dirk A. “Germany: Liability for Incorrect Capital Market Information”. (in) CONAC, Pierre; GELTER, Martin (coord.), Global Securities Litigation and Enforcement. Cambridge: Cambridge University Press, 2019.

VICENTE, Dario Moura. “A responsabilidade pré-contratual no código civil brasileiro de 2002”, Revista Jurídica do Centro de Estudos do Judiciário, Brasília, n. 25, p. 34-41, abr./jun. 2004.

VICENTE, Dario Moura. Da responsabilidade pré-contratual em Direito Internacional Privado. Coimbra: Almedina, 2001.

VILLEY, Michel. “Esboço histórico sobre o termo responsável (1977)”. Trad. André Rodrigues Corrêa. Revista de Direito FGV, vol. 1, n. 1, maio/2005.

VINEY, Geneviève; JOURDAIN, Patrice; CARVAL, Suzanne. Traité de Droit Civil – Les conditions de la responsabilité. 4. Ed. Paris: LGDJ, 2013.

VINEY, Geneviève; JOURDAIN, Patrice; CARVAL, Suzanne. Traité de Droit Civil – Les effets de la responsabilité. 4. Ed. Paris: LGDJ, 2017.

VINEY, Genevieve. “Pour ou contre un principe général de responsabilité civile pour faute?”, *Osaka University Law Review*, n. 49, 2002, pp. 33-48.

VIO, Daniel de Avila; SASSERON, Adriano Helena. “Contas, *quitas* e responsabilidade dos administradores”. (in) YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme J. Pereira (coord.). *Processo Societário IV*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 189-230.

VITALE, Laura. *La perte de chances en Droit Privé*. Paris: LGDJ, 2020.

VITORELLI, Edilson. *O devido processo legal coletivo*. 2. Ed. São Paulo: RT, 2019.

VON BAR, Christian. *The Common European Law of Torts*. Vol. 1. Oxford: Clarendon Press, 1998.

VON TUHR, Andreas. *Tratado de las Obligaciones*. Trad. W. Roces. Tomo I. Madrid: Reus, 1934.

WAGNER, Gerhard. “§823”. (in) *Münchener Kommentar zum BGB*. Band 7. 7. Ed. München: C. H. Beck, 2017.

WAGNER, Gerhard. “Punitive damages”. (in) BASEDOW, Jürgen; HOPT, Klaus J.; ZIMMERMANN, Reinhard; STIER, Andreas (eds.). *The Max Planck Encyclopedia of European Private law*. Vol. II. Oxford: Oxford University Press, 2012. Disponível em: https://max-eup2012.mpipriv.de/index.php/Punitive_Damages. Acesso em: 11/04/2022.

WAISBERG, Ivo. “A posição dos investidores e acionistas na execução e recebimento do dano – Notas sobre o art. 2º da Lei n. 7.913/89”. (in) ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos (coord.). *A tutela coletiva do acionista minoritário*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

WALD, Arnoldo; EIZIRIK, Nelson. “Responsabilidade do Underwriter pela veracidade das informações em uma emissão pública”, *Revista da CVM*, vol. 2, n. 5, maio-agosto/1984.

WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). *A responsabilidade civil da empresa perante os investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

WALD, Arnoldo. "Considerações sobre a responsabilidade das companhias abertas no direito brasileiro", *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, Edição Comemorativa pelos 40 anos da Lei n. 6.404/1976, Novembro 2016.

WALD, Arnoldo. “A Evolução da Responsabilidade Civil e dos Contratos no Direito Francês e no Brasileiro”, *Revista da EMERJ*, v. 7, n. 26, 2004, pp. 94-114.

WALD, Arnoldo. “A responsabilidade da companhia aberta pelos prejuízos decorrentes de omissão de fatos relevantes e da divulgação de demonstrações financeiras com informações falsas ou

distorcidas”. (in) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 81-171.

WALD, Arnaldo. “Da irresponsabilidade da sociedade anônima por decisões nulas ou abusivas da assembleia geral”, RDM n. 12, 1973, pp. 11-18.

WALTER, Gerhard. Libre apreciación de la prueba. Santiago: Olejnik, 2019.

WARDE, Walfrido; VALIM, Rafael. Abutres ingênuos e a ameaça de destruição da grande companhia. São Paulo: Contracorrente, 2021.

WATANABE, Kazuo. “art. 81”. (in) GRINOVER, Ada Pellegrini *et al* (coord.). Código Brasileiro de Defesa do Consumidor. 12. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

WEBER, Ana Carolina. Responsabilidade societária: danos causados pelos administradores. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

WICKE, Hartmut. “Vicarious Liability”. (in) BASEDOW, Jürgen et al. (org.). The Max Planck Encyclopedia of European Private Law. Vol. II. Oxford: Oxford University Press, 2012.

WIEDEMANN, Herbert. Gesellschaftsrecht. Band I. Munique: C.H. Beck, 1980.

WILLIATTE-PELLITTERI, Lina. Contribution à l’élaboration d’un droit civil des événements aléatoires dommageables. Paris: LGDJ, 2009.

YAZBEK, Otavio. “Crise, inovação e regulação no mercado financeiro – considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão”. (in) SATIRO, Francisco (coord.). Direito, gestão e prática: mercado de capitais. São Paulo, Saraiva, 2013.

YAZBEK, Otavio. “Em busca de um regime para os private placements no Brasil – Ofertas públicas, ofertas privadas e ofertas públicas distribuídas com esforços restritos”. (in) BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (coord.). Finanças Corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos. São Paulo: Atlas, 2016.

YAZBEK, Otavio. “Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios”. (in) KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 940-961.

YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

ZACLIS, Lionel. Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais. São Paulo: RT, 2007.

ZANETTI, Cristiano de Sousa. “A perda da chance na arbitragem: em busca do enquadramento devido”. (in) CARMONA, Carlos Alberto; LEMES, Selma Ferreira; MARTINS, Pedro Batista (coord.). 20 anos da Lei de Arbitragem – Homenagem a Petrônio R. Muniz. São Paulo: Atlas, 2017.

ZANETTI, Cristiano de Sousa. Responsabilidade pela ruptura das negociações. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005.

ZAVASCKI, Teori Albino. Processo Coletivo. 7. Ed. São Paulo: RT, 2017.

ZIMMERMANN, Reinhard. The Law of Obligations: Roman Foundations of the Civilian Tradition. Cape Town: Juta & Co, 1990.

ZINGALES, Luigi. “The Future of Securities Regulation”, Journal of Accounting Research, Vol. 47, n. 2, maio/2009, pp. 391-425.

ZWEIGERT, Konrad; KÖTZ, Hein. An introduction to Comparative Law. 3. Ed. Trad. Tony Weir. Oxford: Oxford University Press, 1998.